

IZVEŠTAJ

O PROCENI VREDNOSTI KAPITALA

A.D. "PIVARA"

TRŽIŠNIM PRISTUPOM

na dan 30.06.2002. godine

Beograd, oktobar 2002. godine

**MEMORANDUM
PROCENJIVAČA**

Gospodin XY
Generalni direktor

“Pivara”
Adresa

9. oktobar 2002. godine

Poštovani gospodine XY,

Na Vaš zahtev, izvršili smo procenu vrednosti kapitala A.D. “Pivara” (u daljem tekstu Pivara ili Preduzeće) na dan 30. jun 2002. godine. Priloženi Izveštaj sadrži analizu i zaključke do kojih smo došli u postupku procene.

Cilj našeg angažovanja je procena fer tržišne vrednosti 100% kapitala “Pivare” na dan 30. jun 2002. godine, koju će vlasnici i menadžment Preduzeća koristiti kao osnovu u razmatranju strateških alternativa i pripremi platforme za pregovore sa investitorima.

Naša procena je radjena u skladu sa opšteprihvaćenim standardima procene, proklamovanim od strane Appraisal Foundation - Uniform Standards of Professional Appraisal Practice i American Society of Appraisers – Business Valuation Standards, prilagodjeni konkretnim okolnostima.

Za svrhu ovog angažmana, fer tržišna vrednost je definisana kao “cena po kojoj se može obaviti kupoprodajna transakcija izmedju zainteresovanog prodavca i zainteresovanog kupca, u uslovima kada ni jedan ni drugi nisu pod prinudom da prodaju odnosno kupe imovinu koja je predmet transakcije i u kojima obe strane raspoložu odgovarajućim saznanjima i relevantnim činjenicama.”

Procena se zasniva na premisi o vrednosti preduzeća kao entiteta sa neograničenim rokom poslovanja (going-concern). Ova premissa pretpostavlja ispunjenost sledećih uslova: (1) uprava Preduzeća primenjivaće samo one finansijske i poslovne strategije koje će povećavati vrednost poslovnog subjekta, i (2) ne postoji neizvesnost u vezi budućih događaja (kao što je kontinuirano poslovanje sa gubitkom i finansijskim poteškoćama). Ove okolnosti mogu dovesti u pitanje osnovnu pretpostavku o nastavku aktivnosti preduzeća u neograničenom budućem periodu.

Zaključak o fer tržišnoj vrednosti kapitala je realna ocena cene po kojoj se može obaviti promena vlasništva izmedju dve zainteresovane strane. Treba napomenuti da se dogovorena cena u konkretnoj transakciji promene vlasništva može razlikovati od procenjene vrednosti kapitala, u

Izveštaj o proceni vrednosti kapitala tržišnim pristupom

zavisnosti od okolnosti pod kojima se kupovina/prodaja obavlja (motivisanost, pregovaračka pozicija, priroda transakcije i drugi faktori u konkretnoj transakciji).

U skladu sa izabranim metodom procene i na osnovu načinjenih pretpostavki i drugih faktora, smatramo da fer tržišna vrednost 100% kapitala A.D. "Pivara", na dan 30. juni 2002. godine iznosi (zaokruženo):

7.014.000.000 DIN

(Sedam milijardi četrnaest miliona dinara).

odnosno, prema zvaničnom kursu na dan procene od 60,64 DIN za 1 EURO,

115.700.000 EUR

(Sto petnaest miliona sedam stotina hiljada Eur)

Kao nezavisni procenjivači, mi nemamo zajedničkih interesa sa vlasnicima i rukovodstvom A.D. "Pivara", niti smo uključeni u poslovne aranžmane koji bi uticali na našu objektivnost u proceni vrednosti Preduzeća.

Ovaj Izveštaj ne može se upotrebiti za druge svrhe, niti se može staviti na uvid trećim licima, bez izričitog znanja i pismene saglasnosti Procenjivača. Osim toga, rezultat naše procene ne predstavlja mišljenje o "pravednosti", niti savet u investicionom smislu i ne treba ga tumačiti na taj način.

S poštovanjem,

Procenjivač (ime, funkcija, potpis)

Sadržaj

1.	INFORMACIJE O OKRUŽENJU	1
1.1.	Makroekonomsko okruženje.....	1
1.2.	Profil grane	1
1.3.	Trendovi razvoja.....	1
1.4.	Granske karakteristike u SR Jugoslaviji	4
2.	FINANSIJSKA ANALIZA	7
3.	PROCENA VREDNOSTI KAPITALA TRŽIŠNIM PRISTUPOM	9
3.1.	Uvodne napomene	9
3.2.	Metod Direktnog uporedjivanja (Metod komparacije)	10
3.3.	Zaključak procene metodom direktnog uporedjivanja	12
4.	ZAKLJUČAK O VREDNOSTI KAPITALA	14
5.	USLOVI I ODREDBE.....	16
6.	IZJAVA PROCENJIVAČA.....	17
7.	IZJAVA O VERODOSTOJNOSTI PODATAKA.....	18

1. INFORMACIJE O OKRUŽENJU

1.1. Makroekonomsko okruženje

1.2. Profil grane

Tradicionalno, pivarstvo predstavlja fragmentisanu, regionalizovanu i spororastuću granu.

Najveći proizvođači piva nalaze se u Evropi i Severnoj Americi. U periodu 1992–97. svetsko tržište piva raslo je po stopi od 2,5% prosečno godišnje. Prema kredibilnim izvorima predviđanja, u periodu 1998–2010. svetsko tržište piva rašće prosečno po stopi od 2,6% godišnje. Najveće stope rasta biće ostvarene na Dalekom istoku i u Centralnoj i Istočnoj Evropi.

Domaća tržišta u starim tržišnim privredama su konsolidovana i saturirana tako da su glavni ekonomski principi na kojima posluju lideri *ekonomija obima* i *ekonomija širine*. U pitanju je kombinacija poslovnih koncepata upravljanja infrastrukturom i upravljanja odnosima sa kupcima.

Tržišta u zemljama u razvoju kao i u zemljama u tranziciji su u blagom usponu. Penetraciju ovih tržišta svetski lideri mogu da ostvare na dva načina. Prvo, primenjujući strategiju izvoza zasnovanu na agresivnom globalnom marketingu. Bez obzira na izvoznu orijentaciju, glavni ekonomski principi ekonomija obima i ekonomija širine ostaju na snazi. Drugo, primenjujući strategiju eksternog rasta kroz preuzimanje lokalnih pivara. Međutim, mogućnosti ove strategije su prilično ograničene zbog specifičnih ukusa lokalnih potrošača kao i carinske zaštite. Eksterni rast u pivarstvu je dobra potvrda aksioma globalizacije “misli globalno, deluj lokalno”. Kada nisu u stanju da vlasnički integrišu lokalne pivare, svetski lideri integraciju ostvaruju kroz licence, prenos *know-how* i marketing-a. Posledično, glavni princip poslovanja ovakve strategije je *brzina* uvođenja novih brendova. U pitanju je nov poslovni koncept upravljanja inovacijama.

Najmanje 20% rasta prodaje 10 najvećih proizvođača piva može se objasniti primenom poslednjeg poslovnog koncepta. Na primer brendovi Heineken, Carlsberg i Corona su najpoznatiji brendovi koji se prodaju u više od 140 zemalja.

Danas u pivarstvu dolazi do bitnih promena. Promene izazivaju procesi konsolidacije i globalizacije, a sve u cilju da svetski lideri obezbede rast tržišnog učešća, smanje troškove i povećaju finansijske performanse. Trendovi konsolidacije i globalizacije će u dugom roku dovesti do jačanja pozicije svetskih lidera, dok će manji proizvođači biti upućeni na povezivanje sa strateškim partnerima ili na međusobne kombinacije.

Pivarstvo predstavlja jednu od najprofitabilnijih grana sa kontinuelnim rastom. Tome prevashodno doprinose trend rasta potrošnje piva u novoundustrijalizovanim zemljama i ekonomski oporavak privreda u tranziciji nakon decenije privatizacije i drugih oblika restrukturiranja.

1.3. Trendovi razvoja

Glavne karakteristike industrije piva su:

- ❖ diversifikacija proizvodnog programa,

- ❖ usavršavanje tehnologije proizvodnje i pakovanja,
- ❖ poboljšanje kvaliteta piva (% alkohola, buke, pena i boja) ,
- ❖ razvoj brenda.

Posledično, u ovoj grani investicije predstavljaju cenu opstanka. Osim kapitalnih investicija (zamena kapaciteta, proširenje kapaciteta i modernizacija) karakteristične su i investicije u strategijska prilagodjavanja (informacioni sistema, brending, marketing i sl.). Na pojedinim tržištima (Poljska, na primer) mogućnosti reklamiranja alkoholnih pića, uključujući pivo, su ograničene tako da se ne mogu koristiti instrumenti masovnog marketinga već se mora ići na druge vidove podsticanja prodaje (direktan kontakt sa kupcima, na primer).

Potencijal za rast zavisi od makroekonomskih tendencija i stepena zasićenosti tržišta. Visoki potencijal rasta imaju zemlje u razvoju. Kod ove grupe zemalja cenovna elastičnost je visoka tako da i najmanji rast društvenog bruto proizvoda i nacionalnog dohodka kroz rast kupovne moći stanovništva direktno utiče na povećanje potrošnje prehrambenih proizvoda, uključujući i potrošnju piva. U periodu 1995–2001 najveće stope potrošnje piva zabeležene su u regionima Bliskog Istoka, Centralne Azije i Afrike. U istom periodu stope rasta potrošnje su bile dvostruko manje u razvijenim privredama, koje karakteriše relativno visoki stepen zasićenosti tržišta.

U razvijenim privredama potrošnja piva kreće se na stabilnom nivou. Eventualno povećanje standarda i potrošačke moći odražava se ne toliko na obim, koliko na strukturu potrošnje, odnosno na rast tražnje za proizvodima višeg kvaliteta (ili stepena dodate vrednosti).

Potencijal zemalja u razvoju zajedno sa privredama u tranziciji podstiče sve veću aktivnost svetskih lidera za osvajanjem ovih tržišta. Spektar aktivnosti penetriranja ovih tržišta je vrlo širok i kreće se od direktnog izvoza i ulaganja u prodajnu mrežu do različitih vrsta poslovnih kombinacija (spajanja, pripajanja, kupovine akcija, zajedničkih ulaganja i sl.).

U 2001. godini, svetska potrošnja se kretala na nivou od 1.404 miliona hektolitara.

Najveći potrošači piva su Evropa i Amerka, čije se zajedničko učešće u ukupnoj potrošnji kreće na nivou od 68%, dok je učešće Azije i Pacifika 27%. Najniži nivo potrošnje i udeo u potrošnji piva imaju Afrika i područje Bliskog Istoka i Centralne Azije. Medjutim, upravo na ovom području potrošnja piva ostvaruje najveću stopu rasta.

Zapaža se da najveću potrošnju piva kao i najveće individualno učešće u ukupnoj potrošnji imaju Kina i SAD, sa učešćem od po 17% u ukupnoj svetskoj potrošnji. Za njima slede Nemačka, Brazil, Rusija i Velika Britanija, tržišta sa tradicionalno visokom potrošnjom piva po glavi stanovnika koja je na godišnjem nivou relativno visoka (iznad 100 l).

Tabela 1-1 *Potrošnja piva po Zemljama*

	Potrošnja piva u 2001 (Mhl)	Učešće u svetskoj potrošnji piva (%)
Kina	243	17
SAD	236	17
Nemačka	105	7
Brazil	85	6
Rusija	63	5
Velika Britanija	58	5
Meksiko	52	4

	Potrošnja piva u 2001 (Mhl)	Učešće u svetskoj potrošnji piva (%)
Japan	52	4
Španija	30	2
Poljska	26	2
Južna Afrika	25	2
Francuska	21	1
Kanada	21	1
Venecuela	19	1
Australija	17	1
Južna Koreja	17	1
Italija	17	1
Kolumbija	17	1
Češka Republika	16	1
Holandija	13	1
Ukupno zemalja	20 1,133	80
Ostale zemlje	271	20
Ukupno	1,404	100

Izvor: Global Beer Report 2001, Canadian data

Potrošnja piva na globalnom nivou beleži kontinuirani rast. U periodu od 1995–2001. godine, najveća stopa rasta zabeležena je na području sa niskom potrošnjom piva, kao što su: Bliski Istok i Centralna Azija (4.6%), Pacifička Azija (3.6%) i Afrika (2.7%). U Evropi i na Američkom kontinentu, područjima sa tradicionalno visokom potrošnjom piva, i visokom apsorpcionom moći, potrošnja piva se u navedenom periodu povećala stopom od 1.8% i 1.6%, respektivno.

Sa aspekta količine, potrošnja piva u svetu u periodu 1995–2001. godine povećala se za ukupno 134.6 miliona hektolitara, odnosno za 11%. Tome su najviše doprineli trendovi na tržištu Kine, Rusije, SAD i Poljske. U navedenom periodu, potrošnja piva u Kini i Rusiji povećala se za 66 i 31 milion hektolitara, respektivno, dok je u SAD, potrošnja piva bila za 12.6 miliona hektolitara veća u 2001. u odnosu na 1995. godinu.

Struktura realizacije piva na svetskom tržištu ukazuje na različiti stepen orijentisanosti svetskih lidera na domaća i strana tržišta, odnosno različite strategije. Analiza strukture prodaje ukazuje na visok stepen korelacije između geografskog položaja proizvodnih kapaciteta, veličine domaćeg tržišta i obima prodaje na domaćem tržištu.

Primeru radi, američki proizvođači su pretežno orijentisani ka domaćem tržištu, usled njegove veličine i značajne apsorpcione moći. Najveći američki (i svetski) proizvođač Anheuser–Busch ostvaruje 76% prodaje na domaćem tržištu, dok učešće prodaje na stranom tržištu u ukupnim prihodima iznosi 24%. Proizvođač AmBev, iz Južne Amerike, ostvaruje 95% prihoda od prodaje na tržištu Južne Amerike, dok učešće izvoza u ukupnoj prodaji iznosi samo 5%.

Istovremeno, najveći evropski proizvođači su izvozno orijentisani, budući da izvozna tržišta karakteriše veća apsorpciona moć kao i veći potencijal rasta. Primeru radi, realizacija na eksternim tržištima vodećih multinacionalnih kompanija, Interbrew i Heineken, u 2000 god. iznosila je 71.3 i 67.6 miliona hektolitara, odnosno 93% i 91% ukupne prodaje. Oba proizvođača su poznata po visokom stepenu ulaganja u preuzimanje lokalnih proizvođača širom sveta na čijim tržištima ostvaruju i najveću prodaju.

1.4. Granske karakteristike u SR Jugoslaviji

Proizvodnja piva u Jugoslaviji ima dugu tradiciju. Prva pivara je napravljena još u XV veku. Prema relevantnim pokazateljima, pivarstvo je na početku faze zrelosti. Danas proizvodnja piva teži količini od 7 miliona hektolitara.

Proizvodnja piva u SR Jugoslaviji dostiže rekordan nivo u 1999 god., od 6,78 miliona hektolitara dok naredne 2000 god. beleži blagi pad na 6,73 miliona hektolitara. Blagi pad proizvodnje se nastavlja i u 2001 god. kada je ukupna proizvodnja piva bila 6,06 miliona hektolitara.

Uvid u poziciju grane može se dobiti poredjenjem sa drugim zemljama iz regiona. Naime, proizvodnja piva u Jugoslaviji je manja od proizvodnje piva u Češkoj, Austriji, Madjarskoj i Rumuniji, a veća od proizvodnje piva u Bugarskoj, Hrvatskoj, Sloveniji i Makedoniji.

Danas proizvodnja piva u Jugoslaviji teži količini od 7 miliona hektolitara. U poslednjih 35 godina proizvodnja piva je rasla po prosečnoj godišnjoj stopi od 12%. Po svom rastu naročito je karakterističan period 1985–98. U ovom periodu proizvodnja piva je porasla za 47%. U 1999 god., inače godini NATO intervencije, proizvodnja piva je pala za 4%, odnosno, na oko 6,4 miliona hektolitara.

U Jugoslaviji postoji jaka tradicija u konzumiranju piva dok je potrošnja piva *per capita* u usponu. U periodu 1964–98. potrošnja piva *per capita* je porasla sa 14,6 l na 60,1 l.

Sa nivom potrošnje Jugoslavija se približava granici visoke potrošnje piva *per capita* (preko 100 l).

Bez pivara na Kosovu i Crnoj Gori, u Jugoslaviji postoji 11 pivara. Pivare se razlikuju po veličini, tehnologiji i glavnim tržištima. Dve najveće pivare su Apatinska i Čelarevska pivara.

Cene piva su u periodu 1998–2000 bile pod kontrolom. Februara 2000. god. cene su liberalizovane.

Sa potrošnjom piva po glavi stanovnika od 60 litara, SR Jugoslavija se nalazi medju zemljama sa prosečnom potrošnjom piva. Primera radi, u zemljama koje se ubrajaju u tradicionalno najveće potrošače piva, kao što su Danska, Nemačka, Holandija i Češka, potrošnja piva po glavi stanovnika kreće se na nivou od preko 100 l po glavi stanovnika. U 2001. godini potrošnja piva po glavi stanovnika u Češkoj se kretala na nivou od 158 litara, u poredjenju sa potrošnjom od 65 l u Poljskoj.

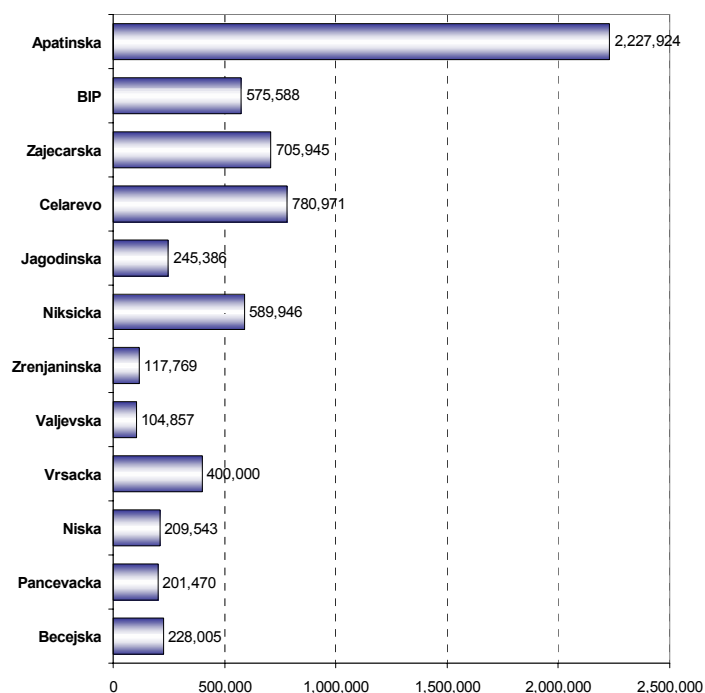
Industrija piva SR Jugoslavije usmerena je pre svega na domaće tržište. U proteklih deset godina, izvoz piva je bio ispod 5%. Glavno izvozno tržište je tržište Republike Srpske. Istovremeno, uvoz piva u SR Jugoslaviju je još niži i kreće se na nivou od 1%. Ekonomski oporavak i rast kupovne moći stanovništva, kao i otvaranje domaćeg tržišta uticaće na povećanu konkurenciju i na veći uvoz stranih, skupljih piva.

Na tržištu Srbije posluje 11 pivara: Apatinska pivara, BIP, Čelarevo, Bečej, Zaječarska pivara, Vršačka pivara, Pivara Pančevo, Valjevska pivara, Jagodinska pivara, Zrenjaninska pivara i Niška pivara. Proizvodni kapaciteti ovih pivara iznose 9,1 miliona hektolitara piva godišnje, dok kapaciteti Nikšićke pivare u Crnoj Gori i Pečke pivare na području Kosova i Metohije iznose 0, 8 miliona hektolitara i 0,4 miliona hektolitara, respektivno.

Proizvodnju piva u SR Jugoslaviji karakteriše nedovoljna iskorišćenost proizvodnih kapaciteta i značajan potencijal za razvoj i ekspanziju. U odnosu na ukupnu proizvodnju od 6,7 miliona hektolitara u 2000. godini i 6,06 miliona hektolitara u 2001¹god. iskorišćenost kapaciteta u SR Jugoslaviji u navedenom periodu kretala se na nivou od 67% i 60%, respektivno.

Pregled proizvodnih kapaciteta u SR Jugoslaviji, isključujući Kosovo i Metohiju, prikazani su na sledećoj ilustraciji:

Grafikon 1-1 Proizvodnja piva po pojedinačnim pivarama u SRJ u 2001.godini



Lideri na jugoslovenskom tržištu su: Apatinska pivara, pivara Čelarevo i Zaječarska pivara, čije učešće u ukupnoj realizaciji piva na području Srbije i SR Jugoslavije (uključujući Crnu Goru i Kosovo) iznosi 35%, 12% i 11%, respektivno.

Tržištem Crne Gore dominira jedini proizvođač, Nikšićka pivara, čiji je većinski vlasnik Interbrew. Proizvodni kapacitet Nikšićke pivare kreće se na nivou od 0,8 miliona hektolitara je znatno veći od apsorpcione moći crnogorskog tržišta (0,59 miliona hektolitara). Trenutno, Nikšićka pivara plasira više od 50% svoje proizvodnje van granica Crne Gore, uglavnom na područje Srbije i Republike Srpske.

Imajući u vidu rast kupovne moći stanovništva u navedenom periodu i stabilan nivo potrošnje piva po glavi stanovnika od približno 60 litara, smanjena realizacija domaćih pivara delimično se može pripisati povećanom učešću uvoznog piva u ukupnoj potrošnji stanovništva.

Za tržište SR Jugoslavije karakterističan je ujednačeni nivo cena. Cene piva se kreću na nivou od 0,3-0,5 EUR, za pakovanja od 0.33l i 0.5l, respektivno, i konkurentne su sa cenama uvoznih piva.

¹ Podaci Saveznog zavoda za statistiku, SRJ

Imajući u vidu relativno nisku kupovnu moć stanovništva na domaćem tržištu, cena predstavlja jedan od ključnih faktora prodaje piva, u pogledu količine i strukture realizacije.

Izvesno je da bi se svako povećanje cena piva direktno odrazilo na nivo prodaje i na tržišno učešće individualnih pivara.

Domaće pivo konzumira najširi sloj stanovništva sa niskom kupovnom moći, dok je sloj stanovništva koji daju prednost kvalitetu u odnosu na cenu još uvek mali, i uglavnom usmeren na potrošnju uvoznih piva, višeg kvaliteta. Za najveći broj potrošača, cena još uvek predstavlja jedan od najvažnijih kriterijuma u izboru proizvoda, tako da su pivare prinudjene da cene svojih proizvoda drže na približno istom nivou, kako bi održale tržišno učešće u periodu postepenog privrednog oporavka.

Imajući u vidu visoku cenovnu elastičnost karakterističnu za potrošnju prehrambenih proizvoda, očekuje se da će u uslovima višeg standarda stanovništva, u dugoročnom periodu, lojalnost potrošača doneti i veći profit.

2. FINANSIJSKA ANALIZA

Finansijska analiza Preduzeća uradjena je poredjenjem Bilansa stanja i Bilansa uspeha na dan 31.12.1999 god., 31.12.2000 god., 31.12.2001 god. i 30.06.2002. godine.

Analiza bilansa stanja daje informacije o:

- strukturi sredstava i izvora sredstava
- likvidnosti
- nivou aktivnosti

dok analiza bilansa uspeha daje uvid u:

- rentabilitet

Struktura poslovnih sredstava i izvora sredstava. Na osnovu komparativne analize strukture bilansa stanja u periodu 1999–30.06.2002. godine, analiziran je finansijski položaj preduzeća Pivara a.d. Na osnovu podataka iz bilansa stanja dobijene su informacije o strukturi sredstava i izvora sredstava, finansijskoj ravnoteži, likvidnosti i finansijskoj sigurnosti.

Struktura poslovnih sredstava pokazuje da prevladjuje učešće stalnih sredstava, s tim da njihovo učešće u ukupnim sredstvima opada (71% u 1999 god., odnosno, 49% na dan 30.06.2002 god.). Učešće obrtnih sredstava, raste sa 29% na 51%, u istom periodu.

U strukturi *stalnih sredstava* prevladjuju materijalna ulaganja koja opadaju i učestvuju na nivou od 59% u 1999. godini do 47% u prvoj polovini 2002 godine. U istom periodu dugoročni finansijski plasmani imaju istu tendenciju pada sa 13% na 2.3% ukupne aktive.

Prevladjujuća obrtna sredstva su zalihe (u koje su uključeni dati avansi), koje su u celokupnom posmatranom periodu beleže pad sa 19% u 1999. godini na 12.3% u prvoj polovini 2002. Učešće novčanih sredstava u strukturi aktive je izuzetno značajno i kreće se od 4% u 1999 god. do 23% u prvoj polovini 2002 god. Osim toga, potraživanja rastu sa 4% u 1999 god. na 11% u prvoj polovini 2002 god.

Struktura *izvora sredstava* ukazuje na izuzetno povoljan stepen finansijske sigurnosti (solventnost) s obzirom na izrazitu dominaciju sopstvenih izvora sredstava. Pri tome je učešće sopstvenih izvora relativno stabilno (89% u 1999 god., 88% u prvoj polovini 2002. godine).

Učešće dugoročnih rezervisanja u strukturi izvora sredstava je poprilično nisko (1999 god. i 2000 god. 2%, u 2001 i prvih šest meseci 2002. god. 1%). Po svojoj prirodi dugoročna rezervisanja predstavljaju sekundarnu formu kapitala što još više uvećava stepen finansijske sigurnosti Preduzeća. Dugoročne obaveze tokom celokupnog posmatranog perioda imaju stabilno učešće od 1% dok kratkoročne obaveze rastu sa 8,3% u 1999 god. na 13,7% u 2000 god. U poslednjem šestomesečnom analiziranom periodu njihovo učešće u strukturi izvora sredstava iznosi 10,3%.

Likvidnost. Sposobnost preduzeća da u roku izmiruje dospelje obaveze ocenjuje se na osnovu pokazatelja likvidnosti. Opšti racio likvidnosti, pokazuje da iznos obrtnih sredstava prevazilazi iznos kratkoročnih obaveza i raste sa 3,4 u 1999 god. na 4,9 u prvoj polovini 2002 god. Reducirani racio

likvidnosti, takodje, raste sa 1,2 na 3,8 u istom periodu i pokazuje da je svaka novčana jedinica kratkoročnih obaveza pokrivena sa 3,8 jedinica novčanih sredstava i potraživanja. Time se Preduzeće svrstava medju izuzetno retka preduzeća čiji pokazatelji likvidnosti imaju jako visoke vrednosti.

Nivo aktivnosti. Pokazatelji aktivnosti izračunavaju se pomoću nivoa obrtnih sredstava i stepena njihovog angažovanja. Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava beleži rast sa 0,6 u 1999. na 0,9 u 2001. i na dan 30.06.2002. godine. Prosečan period naplate potraživanja se povećava sa 28 dana u 1999. na 41 dan u 2001. godini i 46 dana u prvih šest meseci 2002. godine. Prosečno vreme vezivanja zaliha beleži konstantan pad i iznosi 114 dana u 1999. godini, 65 dana u 2001. i 53 dana u prvih šest meseci 2002. godine. Period izmirenja obaveza prema dobavljačima povećava se sa 22 dana (1999 god.) na 25 dana (2001 god.).

Rentabilnost. Uvid u rentabilnost dobija se na osnovu strukture prihoda i rashoda, stope povraćaja na angažovana sredstva i kapital i Dupont analize.

Stopa prinosa na angažovana sredstva Preduzeća pre oporezivanja se kreće na nivou od 13,7% u 2000. godini i 17,6% u 2001. godini, dok u poslednjem posmatranom periodu beleži blagi pad na 12,4%, što je u nivou sa uporedivim kompanijama (prosek oko 10%).

Dupont analiza koristi se za ocenu rentabilnosti i pokazuje koliko preduzeće efikasno upravlja troškovima odnosno koliko efikasno koristi sopstvena poslovna sredstva. Stopa neto prinosa na sopstveni kapital *pre oporezivanja* je pozitivna u celokupnom periodu i iznosi 5,3%, 16,5%, 19,6% i 14,1% u 1999, 2000., 2001. godine i za prvih šest meseci 2002. godine, respektivno. Za svrhe poredjenja, medijana stope neto prinosa na sopstveni kapital *pre oporezivanja* proizvođača piva iz zemalja Centralne Evrope u 2001. godini je iznosila oko 16%. Komparativna analiza pokazatelja rentabilnosti Pivare i uporedivih kompanija iz grane potvrđuje uspešnost poslovanja Preduzeća u prethodnom periodu i svrstava ga u red rentabilnih i uspešnih kompanija u grani.

3. PROCENA VREDNOSTI KAPITALA TRŽIŠNIM PRISTUPOM

3.1. Uvodne napomene

Tržišni pristup uzima u obzir podatke sa tržišta akcija i kapitala i predstavlja utvrđivanje vrednosti Preduzeća metodom komparacije sa (1) kompanijama (GLC), čiji se manjinski paketi akcija prodaju javno na organizovanim tržištima kapitala (*metod komparacije / cena akcija uporedivih kompanija*) i/ili (2) kompanijama koje su bile predmet kupo-prodajnih transakcijama u relativno skorijem periodu (*transakcioni metod*).

U oba metoda, odgovarajući uzorak kompanija za poređenje je određen na osnovu komparativnih kriterija. Idealne kompanije za poređenje su one koje se nalaze u istoj industrijskoj grani i koje imaju uporedive aktivnosti u vidu usluga/proizvoda, diversifikacije, privrednih uticaja, velicine i ostalih faktora kao Preduzeće. Najčešće se kreira reprezentativni uzorak od 6 do 8 kompanija za poređenje.

Za svaku kompaniju u uzorku se izračunava nekoliko vrednosnih indikatora ili cenovnih multiplikatora. Primeri cenovnog multiplikatora (MVE) uključuju cenu po akciji u odnosu na: neto dobit po akciji, knjigovodstvenu vrednost po akciji, ukupan prihod po akciji, dividendu po akciji. Primeri vrednosnog multiplikatora obuhvataju najčešće tržišnu vrednost investiranog kapitala, tj. akcionarskog kapitala i kamatonosnih obaveza (MVIC), u odnosu na: poslovnu dobit, poslovnu dobit i amortizaciju, ukupan prihod i dr.

Nakon izračunavanja navedenih multiplikatora za svaku kompaniju u uzorku, odgovarajući vrednosni/cenovni multiplikator se bira za kompaniju koja je predmet procene na osnovu iscrpne analize rizika i finansijskih karakteristika u poređenju sa merama srednje vrednosti za uzorak (medijana ili prosek) ili za kompaniju iz uzorka koja je u pogledu osnovnih komparativnih elemenata (veličina, rast, profitabilnost, zaduženost, promet, likvidnost) najsličnija procenjivanoj kompaniji. Odabrani multiplikator se zatim primenjuje na odgovarajuće finansijske podatke procenjivane kompanije. Najčešće korišćeni finansijski parametri su sledeći:

- Poslovni prihodi
- Bruto novčani tok
- Neto novčani tok
- Dobit pre oporezivanja (EBT)
- Dobit pre oporezivanja i kamata (EBIT)
- Dobit pre oporezivanja, kamata, amortizacije (EBITDA)
- Knjigovodstvena vrednost kapitala ili investiranog kapitala

Rezultati primene vrednosnog multiplikatora na finansijske podatke procenjivane kompanije čine preliminarnu procenu prave tržišne vrednosti. Od slučaja do slučaja, preliminarna procena može biti korigovana za vrednost ostalih faktora kao što su rizik ulaganja u mala preduzeća, premija za većinsko učešće u kapitalu (kontrolna premija), rizik ulaganja u zemlju ili nemogućnost utrživosti.

U slučaju Pivare, primenjen je metod komparacije, zbog nedostatka odgovarajućih podataka za primenu transakcionog metoda.

3.2. Metod Direktnog uporedjivanja (Metod komparacije)

U primeni metoda direktnog uporedjivanja polazna osnova je detaljno pretraživanje raspoloživih internih i eksternih baza podataka u cilju formiranja inicijalnog uzorka uporedivih kompanija. Navedene baze podataka sadrže formalizovane finansijske podatke preduzeća čije se akcije kotiraju na berzi koji se redovno aktuelizuju. U konkretnom pretraživanju baze podataka za potrebe utvrđivanja vrednosti kapitala Pivare korišćene su Disclosure i Bloomberg Data Bases za preduzeća čije se akcije kotiraju na berzi u cilju pronalaženja sličnih i uporedivih preduzeća u industriji.

3.2.1. Kriterijumi za selekciju uporedivih kompanija

Korišćeni kriterijumi za selekciju uporedivih kompanija bili su:

- SIC kod (šifra delatnosti),
- proizvodnja piva i bezalkoholnih pića kao osnovna delatnost,
- lokacija preduzeća u zemljama Centralne i Istočne Evrope
- ostvareni prihodi na nivou od 70 do 600 miliona EUR
- uporedivi finansijski pokazatelji i perspektiva rasta (profitabilnost, likvidnost, stepen zaduženosti, pokazatelji aktivnosti).

3.2.2. Profil izabranih preduzeća

Na osnovu navedenih kriterijuma izabrano je 6 uporedivih preduzeća (*Prilog 9-1*).

1. **Pivovarna Laško** je pivara iz neposrednog okruženja (Republika Slovenija) čija proizvodnja beleži konstantan rast u proteklih nekoliko godina. Ukupan plasman piva je iznosio preko 1,2 miliona hl u 2000. godini.
2. **Brau Union** je pivara koja svoj primarni proizvod plasira na tržište Madjarske. Vodeći i prepoznatljivi brendovi ove pivare su Soproni Aszok, Steffl, Gosser, Kaiser, itd.
3. **Prazske Pivovary A.S.** je češka kompanija za proizvodnju piva čiji najpoznatiji brendovi uključuju premium piva Staropranomen, Velvet i Branik, kao i piva nižeg kvaliteta i cene Sladkuv Mestan i Dia. Ova pivara svoje proizvode plasira i na tržišta Nemačke, Slovačke, Velike Britanije i Rusije.
4. **Pivovar Radegast A.S.** je češki proizvođač piva i bezalkoholnih napitaka čiji glavni brendovi uključuju Radegast Triumf, Radegast Premium, Radegast Birell i Radegast. Glavna izvozna tržišta ove pivare su Slovačka, Nemačka, Rusija i Ukrajina. Prihodi od prodaje piva su učestvovali sa 94% u ukupnim prihodima ove pivare u 2001. godini.
5. **Okocimskie Zaklady Piwowskie S.A.** je poljski proizvođač piva i bezalkoholnih pića čiji glavni brendovi uključuju osim svojih sopstvenih i Carlsberg brend.
6. **Browary Zywiec Spolka Akoyna S.A.** takodje je poljski proizvođač piva i bezalkoholnih pića čiji glavni brendovi uključuju Zywiec, Warka, EB, Lezajsk i Special.

3.2.3. Komparativna finansijska analiza

U cilju selekcije adekvatnog multiplikatora, izvršili smo detaljnu uporednu analizu finansijskih izveštaja i racia Pivare i izabranih kompanija (*Prilog 9-2*). Takodje smo izvršili korekciju finansijskih izveštaja uporedivih kompanija kod pozicija vanrednih prihoda i rashoda. Najvažnije karakteristike komparativne analize Preduzeća i uporedivih kompanija (Primarni SIC kod 2082) su sledeće:

- Poslovni prihodi Pivare za fiskalnu 2001. godinu iznose oko 79,5 miliona EUR, dok za prvih šest meseci 2002. godine iznose oko 43 miliona EUR, što je na nivou medijane GLC (oko 85,5 miliona EUR).
- Učešće stalnih sredstava u ukupnoj aktivi Pivare na dan 30.06.2002. godine iznosi 49,1% i nešto je niže od medijane uporedivih kompanija (57,8%).
- Procentualno učešće kamatonosnih obaveza u ukupnoj pasivi Pivare iznosi 11,1% na dan 30.06.2002, što je nekoliko puta niže od medijane uporedivih kompanija, čiji racio iznosi 30,6%.
- Analiza rentabilnosti pokazuje iznadprosečne vrednosti racija Pivare i u poredjenju sa uporedivim kompanijama. Stopa dobiti pre kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) iznosi 44,7% (GLC stopa iznosi 22,5%). Stopa dobiti pre kamata i poreza (EBIT) Pivare iznosi 35,2% dok je kod GLC na nivou od 11,2%.
- Stopa dobiti pre poreza (EBT) na dan 30.06.2002. godine Pivare iznosi 29,4%, što je više od GLC medijane koja iznosi 10,4%. Stopa neto dobiti Pivare (25,6%) takodje je iznad medijane uporedivih kompanije koja se kreće na nivou od 10,4%.
- Opšti racio likvidnosti Pivare (5,0) takođe je na višem nivou u poredjenju sa GLC kompanijama (1,4).
- Obrt ukupnih sredstava Pivare na dan 30.06.2002. godine nešto je niži u poredjenju sa medijanom GLC kompanija (0,9) i iznosi 0,8.

Na osnovu komparativne analize može se zaključiti da Preduzeće beleži bolje rezultate po gotovo svim finansijskim pokazateljima, pre svega efikasnijem upravljanju troškovima i većem stepenu iskorišćenosti kapaciteta. Medjutim, zbog izuzetno niskog stepena zaduženosti Preduzeća, Dupont analiza pokazuje nešto nižu stopu *prinosa na sopstveni kapital pre oporezivanja* Pivare, u poredjenju sa GLC kompanijama, kao što je prethodno analizirano u Sekciji 2.

3.2.4. Izbor adekvatnog multiplikatora

Za procenu vrednosti Pivare, koristili smo sledeći multiplikator (koji je bio predmet korekcije za diferencijalni rizik po osnovu rizika zemlje ulaganja i premije za rizik ulaganja u Preduzeće koje je po veličini manje od preduzeća iz uzorka):

$$\text{MVIC (tržišna vrednost ukupno investiranog kapitala) / EBITDA (dobit pre amortizacije, kamata i poreza);}$$

Generalno, multiplikator MVIC/EBITDA je prihvaćen i korišćen kada postoji disproporcija između stopa i vrednosti amortizacije koje se koriste kod uporedivih kompanija i Preduzeća koje je predmet procene. Takodje, imajući u vidu da je vrednost ovog multiplikatora izračunata na "pre servisiranja dugova" premisi, selekcija MVIC/EBITDA multiplikatora je poželjna kod različitih nivoa zaduženosti subjekta procene i selektovanih uporedivih kompanija. Shodno tome, opredelili smo se za

multiplikator koji isključuje efekte amortizacije i finansiranja, imajući u vidu značajno viši nivo zaduženosti uporedivih kompanija uporedo sa različitim stopama amortizacije kao i različitim poreskim stopama zemalja u kojima posluju subjekti analize.

3.2.5. Premije i diskonti

Koncept premija i diskonta povezan je sa stepenom učešća akcionara u kapitalu (većinski paket akcija ili manjinski paket akcija), kao i mogućnosti utrživosti akcija.

Kontrolna premija je pojam koji uzima u obzir činjenicu da vlasnik kontrolnog paketa akcija u preduzeću poseduje značajna diskreciona prava i pogodnosti koje se ne odnose na vlasnika manjinskog paketa akcija. Pojedini stručnjaci definišu kontrolnu premiju kao monetarnu vrednost koja je viša od tržišne vrednosti manjinskog paketa akcija koje su predmet trgovine na likvidnim berzama, a koju je investitor spreman da plati za kupovinu kontrolnog paketa istih akcija. Faktori koji imaju značajan uticaj na veličinu kontrolne premije uključuju: prirodu i veličinu neposlovnih sredstava i pojedinih kategorija neposlovnih rashoda, struktura i kvalitet menadžmenta preduzeća, subjektivne ocene efikasnosti sinergije preduzeća koje je subjekat kupovine i matičnog preduzeća kupca, itd. Empirijske studije su pokazale da se veličina kontrolne premije nalazi u rasponu od 25% do 50%. Naše je profesionalno mišljenje da vrednost kontrolne premije od 30-40% predstavlja odgovarajuću veličinu za svrhu procene 100% kapitala Pivare.

Koncept utrživosti akcija odnosi se na likvidnost vlasničkog interesa, tj. sa kolikom brzinom i sigurnošću izvestan interes može da se konvertuje u gotovinu. Empirijske studije pokazuju da se diskonti za neutrživost akcija kreću u rasponu od 10% do 50% u odnosu na kompanije čije se akcije kotiraju i koje su predmet svakodnevne trgovine na berzama. Prilikom procene vrednosti Pivare, uzeli smo u obzir karakteristike industrije, proces globalizacije u samoj industriji kao i izraženu motivisanost vodećih svetskih proizvođača piva za investiranje u Pivaru. Shodno tome, diskont za neutrživost akcija baziran je na sledećim pretpostavkama: vremenski horizont potreban za kompletiranje transakcije, troškovi pripreme za obavljanje kupovine/prodaje akcija, itd. i određen je na nivou od 25%.

3.3. Zaključak procene metodom direktnog uporedjivanja

Nakon selekcije odgovarajućeg multiplikatora, izvršili smo sledeće korake:

1. Izračunat je tržišni multiplikator MVIC (tržišna vrednost investiranog kapitala) /EBITDA na bazi finansijskih podataka uporedivih preduzeća, koji su prethodno korigovani na pozicijama vanrednih prihoda i rashoda,
2. Kao adekvatan tržišni multiplikator određena je medijana vrednosti MVIC/EBITDA uporedivih kompanija,
3. Medijana vrednosti izabranog tržišnog multiplikatora je potom korigovana, odnosno umanjena za raylike u riziku zemlje ulaganja i riziku ulaganja u mala preduzeća, imajući u vidu da je komparativno veličina sredstava i ukupnih prihoda Pivare nešto manja od analiziranih uporedivih kompanija.
4. Izračunati multiplikator primenjen je na odgovarajući nivo rezultata Preduzeća (EBITDA) za 12

meseci koji završavaju na dan 30. jun 2002. godine. S obzirom na činjenicu da se multiplikator odnosi na investirani kapital, dobijena vrednost investiranog kapitala umanjena je za vrednost kamatonosnih obaveza.

5. Implicitna pretpostavka ovog metoda jeste da se radi o manjinskom učešću u kapitalu (manje od 50% akcionarskog kapitala), odnosno, da se na tržištu kapitala trguje manjinskim paketima akcija. Fer tržišna vrednost dobijena koršćenjem multiplikatora odnosi se na utrživu, manjinsko učešće u kapitalu, stoga je korišćenje premije za kontrolni udeo neophodno za procenu fer tržišne vrednosti kapitala na utrživoj kontrolnoj (većinskoj) osnovi. Kontrolna premija testirana je u rasponu od 30% do 40%.
6. Diskont za nedostatak utrživosti akcija Pivare određen je na nivou od 25%.
7. Na tako izračunatu vrednost se dodaje fer tržišna vrednost vanposlovnih sredstava Preduzeća u iznosu od 140.219 hiljada dinara (dugoročni finansijski plasmani Preduzeća) i vrednost utvrđenog viška obrtne aktive 2.091.345 hiljada dinara.

Opisani koraci prikazani su u sledećem pregledu:

000 DIN				
Naziv / Multiplikator		Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Nivo dobiti kompanije (EBITDA)		2,111,505	2,111,505	2,111,505
Izabrani multiplikator <i>(MVIC/EBITDA)</i>		4.32	4.32	4.32
Korekcija za rizik zemlje (1)		1.46	1.46	1.46
Korekcija za rizik ulaganja u mala preduzeća (2)		0.64	0.64	0.64
Korigovan multiplikator		2.21	2.21	2.21
Procenjena vrednost investiranog kapitala		4,668,084	4,668,084	4,668,084
<u>Minus:</u> Kamatonosne obaveze		(113,278)	(113,278)	(113,278)
Preliminarna vrednost kapitala		4,554,806	4,554,806	4,554,806
Kontrol premium		30%	35%	40%
<u>Plus:</u> Kontrol premium		1,366,442	1,594,182	1,821,923
<u>Minus:</u> Diskont za nedostatak utrživosti akcija	25%	(1,480,312)	(1,537,247)	(1,594,182)
<u>Plus:</u> Vanposlovna aktiva		140,219	140,219	140,219
<u>Plus:</u> Višak NOF-a		2,091,345	2,091,345	2,091,345
Procenjena vrednost 100% kapitala		6,672,500	6,843,305	7,014,111
Fer tržišna vrednost (Zaokruženo)		6,673,000	6,843,000	7,014,000
		110,043	112,846	115,700

4. ZAKLJUČAK O VREDNOSTI KAPITALA

Procena vrednosti fer tržišne vrednosti 100% kapitala A.D. "Pivare", na dan 30.06.2002. godine je korišćenjem tržišnog pristupa uz različite kontrolne premije dala sledeće rezultate:

	<u>u 000 din.</u>	<u>u 000 EUR</u>
Tržišni pristup – Premija 30%	6.673.000.000	110.043.000
Tržišni pristup – Premija 35%	6.843.000.000	112.846.000
Tržišni pristup – Premija 40%	7.014.000.000	115.700.000

Tržišni pristup daje vrednost koja je bazirana na tržišnim cenama uporedivih kompanija koje se kotiraju na svetskim berzama. Sa druge strane, glavni nedostatak ovog pristupa prilikom procene vrednosti kapitala A:D. "Pivare" jeste činjenica da uporedive kompanije posluju u ekonomskom i političkom okruženju koje se razlikuje od okruženja u kome posluje Pivara. Stoga je, kao što je opisano, multiplikator korigovan za razlike u rizicima. Osnovna razlika u dobijenim rezultatima jeste u visini kontrolne premije. Imajući u vidu trendove u industriji, finansijsku sliku Preduzeća, kao i njegovu tržišnu poziciju, a naročito potrebe i mogućnosti njenog očuvanja i unapređenja, smatramo da stepen kontrole ima veliku specifičnu težinu u vrednosti Preduzeća, te da kontrolna premija treba da iznosi 40%.

Na osnovu činjenica, primenjenih metoda i pretpostavki procene, naše je mišljenje da fer tržišna vrednost 100% kapitala A.D. "Pivara" na dan 30. jun 2002. godine, iznosi (zaokruženo):

7.014.000.000 DIN

(Sedam milijardi četrnaest miliona dinara).

odnosno, prema zvaničnom kursu na dan procene od 60,64 DIN za 1 EURO,

115.700.000 EUR

(Sto petnaest miliona sedam stotina hiljada Eur)

Naša procena je radjena u skladu sa opšteprihvaćenim standardima procene, proklamovanim od strane *Appraisal Foundation - Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* i *American Society of Appraisers – Business Valuation Standards*, prilagodjenim konkretnim okolnostima.

Osim toga, u nezavisnom smo položaju u odnosu na A.D. "Pivara", i nemamo zajedničkih finansijskih interesa, trenutnih ili potencijalnih, po pitanju sredstava koja su predmet procene. Naš honorar za pružene usluge ni na koji način nije uslovljen rezultatima procene.

Ovaj Izveštaj nije namenjen za široku upotrebu ili publikaciju, i ne sme se koristiti, čak ni u skraćenoj verziji, za druge svrhe osim za one koji su ovde navedene, bez izričitog znanja i pismenog odobrenja Procenitelja. Kao autor Izveštaja, Procenitelj ne snosi materijalnu i pravnu odgovornost za gubitke A.D. "Pivara" ili gubitke drugih lica, prouzrokovanih kršenjem stavki ovog paragrafa.

Prateći dokumenti, kao što su Uslovi i odredbe, Izjava procenjivača, Izjava o verodostojnosti pruženih podataka za svrhe procene vrednosti kapitala i Prilozi, predstavljaju integralni deo ovog Izveštaja o proceni.

5. USLOVI I ODREDBE

6. IZJAVA PROCENJIVAČA

Ovim se potvrđuju sledeće izjave u vezi sa ovom Procenom:

1. Lično smo izvršili pregled sredstava i imovine ili poslovnog interesa obuhvaćenih u ovoj Proceni, u meri u kojoj smo smatrali za neophodno.
2. Ne postoji trenutni, niti se namerava sticanje budućeg interesa u sredstvima, imovini ili poslovnom interesu koji su predmet ovog Izveštaja o proceni.
3. Ne postoji lični interes niti pristrasnost procenjivača na predmet Izveštaja niti prema stranama koje su učestvovala u ovom Izveštaju o proceni.
4. Naša kompenzacija za izradu ove Procene nije ni na koji način povezana sa iskazanom vrednošću.
5. U skladu sa znanjem koje posedujemo i našim uverenjem, sve računice i podaci sadržani u ovom Izveštaju, na osnovu kojih su izvršene analize, zaključci i izneto mišljenje, tačne su i korektne.
6. Ovaj Izveštaj o proceni vrednosti je pripremljen u saglasnosti sa opšte prihvaćenim procenjivačkim standardima i predmet je profesionalnih i etičkih standarda koje poštuju profesionalna udruženja procenjivača čiji smo mi članovi.
7. Analize, zaključci i izražena mišljenja u vezi sa sredstvima, imovinom ili poslovnim interesom izneseni u ovom Izveštaju o proceni, pripremljeni su isključivo od strane procenjivača čije kvalifikacije su ovde uključene.

Potpis 1

Potpis 2

Potpis 3

7. IZJAVA O VERODOSTOJNOSTI PODATAKA

MEMORANDUM KLIJENTA/Subjekta procene

Adresirano na Procenjivača

Ovom izjavom potvrđujemo saglasnost u pogledu određenih elemenata angažovanja Procenjivača u cilju procene fer tržišne vrednosti kapitala A.D. Pivara na dan 30. jun 2002. godine.

Takođe potvrđujemo da je procenom vrednosti kapitala, urađenom od strane Procenjivača, obuhvaćena celokupna pokretna i nepokretna imovina, kao i obaveze A.D. Pivara, u zemlji i inostranstvu, te da su prezentirani svi podaci o poslovanju Preduzeća, uključujući i sudske sporove.

Izvršili smo pregled Izveštaja Procenjivača i podataka u njima. U vezi sa tim, pružili smo Procenjivaču sve značajne i relevantne informacije koje su nam bile poznate.

Prema našem shvatanju, Procenjivač se oslonio na pružene informacije i obavljene konsultacije sa predstavnicima A.D. Pivara u toku angažovanja, i nije preduzeo nikakve procedure u cilju verifikacije osnovanosti informacija. Takođe, razumemo da Procenjivač ne izražava mišljenje o objektivnosti pruženih informacija, kao i da bilo kakve promene i modifikacije pruženih informacija mogu značajno uticati na nalaze Procenjivača.

Saglasni smo da Izveštaj Procenjivača ne može biti distribuiran trećim licima za namene koje nisu u Izveštaju navedene, bez dozvole Procenjivača, kao i da se nalazi Procenjivača mogu koristiti samo u one svrhe koje su navedene u ponudi za pružanje konsultantskih usluga.

Potvrđujemo da ne postoji konflikt interesa između A.D. Pivara i bilo koje druge strane, koji bi mogao uticati na nas da osporimo rezultate procene vrednosti kapitala A.D. Pivara na dan 30. jun 2002. godine.

Odgovorno lice (ime, funkcija i potpis)

Pečat firme