

REPORT
ON APPRAISAL OF EQUITY
A.D. "PIVARA"
BY MARKET APPROACH
on 06/30/2002

Beograd, October 2002

**APPRAISER'S
MEMORANDUM**

Mister XY
General Director

"Pivara"
Address

9 October 2002

Dear Mr. XY,

Upon your request we have performed the appraisal of equity of A.D. "Pivara" (hereinafter Pivara of the Company) on June 30th, 2002. Submitted report contains analysis and conclusions we came up with in the appraisal procedure.

The purpose of our engagement is to appraise fair market value of 100% equity of "Pivara" as of June 30th, 2002, which is going to be used by owners and management as the basis in considering strategic alternatives and preparation of platform for negotiations with investors.

Our appraisal was done in accordance with the generally accepted valuation standards, proclaimed by the Appraisal Foundation - Uniform Standards of Professional Appraisal Practice and American Society of Appraisers – Business Valuation Standards, adjusted to specific circumstances.

For purpose of this engagement, the fair market value has been defined as "the price for which sale transaction can be carried out between interested seller and interested buyer, in conditions where none is compelled to sell or buy the property that is the subject of transaction, and where both sides possess appropriate knowledge and are aware of relevant facts."

The appraisal is based on going-concern premise. This premise assumes the following conditions are fulfilled: (1) Company management will apply only those financial and business strategies that increase value of the business, and (2) there is no uncertainty regarding future events (such as continued operating with losses and financial difficulties). These circumstances can put in doubt the going-concern assumption.

Conclusion on fair market value of equity is a realistic assessment of the price for which transfer of ownership can be carried out between two interested parties. It should be noted that agreed price in a specific transaction can differ from appraised value of equity, depending on circumstances under which the purchase/sale is performed (incentives, negotiation position, nature of transaction, and other factors in specific transaction).

Report on Appraisal of Equity by Market Approach

In accordance with selected appraisal method, and on the basis of assumptions made and other factors, we think that fair market value of 100% of equity of A.D. "Pivara", on June 30th, 2002 is (rounded):

7.014.000.000 DIN

(Seven billion fourteen million dinars).

that is, according to official exchange rate on the date of appraisal of 60,64 DIN for 1 EURO,

115.700.000 EUR

(Hundred and fifteen million seven hundred thousand Eur)

As independent appraisers, we neither have any common interest with owners and management of A.D. "Pivara", nor are we involved in business arrangements that would influence our impartiality in appraisal of the Company.

This report cannot be used for other purposes, or be presented to third parties without knowledge and explicit approval of the Appraiser. Besides, the result of our appraisal does not represent an opinion on "fairness" or investment advice, and it shouldn't be interpreted as such.

Yours truly,

Appraiser (name, position, signature)

Sadržaj

1.	INFORMATION ABOUT ENVIRONMENT	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. INFORMATION ABOUT ENVIRONMENT

1.1. Macroeconomic Environment

1.2. Industry Branch Profile

Traditionally, brewery represents fragmented, regionalized, and slow growing industry.

Largest producers of beer are found in Europe and North America. In the period between 1992 and 1997 the world market of beer's growth rate was 2.5% per year on average. According to credible sources, in the period between 1998 and 2010, the world market of beer will grow at a rate of 2.6% per year on average. The largest growth rates will take place in the Far East and Central and Eastern Europe.

Domestic markets in old market economies have been consolidated and saturated, thus the main economic principles the leaders base their operations on are *economy of volume* and *economy of width*. It is a combination of business concepts of management of infrastructure and management of customer relations.

Markets in developing countries, as well as in transitional countries, are in mild growth. World leaders can realize penetration of these markets in two ways. First, by applying export strategy based on aggressive global marketing. Regardless of export orientation, the main economic principles of volume and width remain in effect. Second, by applying strategy of external growth through takeover of local breweries. However, the options of this strategy are rather limited due to specific tastes of local consumers and customs protection as well. External growth in brewery is a good verification of globalization axiom "think global, act local". When unable to acquire ownership of local breweries, world leaders realize their integration through licenses, transfer of know-how, and marketing. Consequently, the main principle of such strategy is pace of introduction of new brands. It is a new business concept of innovation management.

At least 20% of sales growth for the 10 largest producers of beer can be explained by implementation of the latter business concept. For example, brands Heineken, Carlsberg, and Corona are the most renowned brands sold in over 140 countries.

Today, important changes are taking place in brewery. The changes are invoked by processes of consolidation and globalization, all with the objective for the world leaders to ensure growth of share in the market, reduce costs, and increase financial performances. Consolidation and globalization trends will, in the long term, lead to fortification of the world leaders' position, while smaller producers will be driven to link up with strategic partners, or to mutual combinations.

Brewery represents one of the most profitable industries with continual growth. This is primarily the result of growth trend in beer consumption in newly industrialized countries and economic recovery of transitional countries after a decade of privatization and other forms of restructuring.

1.3. Development Trends

Main characteristics of beer industry are:

- ❖ diversification of production program,
- ❖ improvement of production and packaging technology,
- ❖ improvement of beer quality (% of alcohol, bouquet, foam, and color) ,
- ❖ brand development.

Consequently, in this industry, investments represent the price of survival. Besides capital investments (replacement of facilities, expansion of facilities, and modernization) investments in strategic adjustments are characteristic (information systems, branding, marketing etc). In some markets (Poland, for example), advertising possibilities for alcohol beverages, including beer, are limited, thus instruments of mass marketing are unavailable, so other forms of encouragement must be utilized (direct contact with buyers, for example).

Growth potential depends on macroeconomic tendencies and degree of market saturation. There is high growth potential in developing countries. In this group of countries, price flexibility is high, thus the slightest growth of gross domestic product and national income through citizens' purchase ability, directly influences increase in consumption of groceries and beverages, including beer consumption. In the period 1995-2001, the highest beer consumption rates were observed in the regions of Middle East, Central Asia, and Africa. In the same period, consumption rate growths were lower by half in developed countries, where there is relatively high degree of market saturation.

In developed economies, beer consumption moves at steady level. Possible increase of standard and consumer power reflects not so much on volume, but on structure of consumption, that is growth of demand for products of higher quality (or degree of added value).

Potential of developing countries, along with transitional economies, encourages growing activity of world leaders to conquer these markets. The scope of activities to penetrate these markets is very broad and ranges from direct export and investment into sales network to different types of business combinations (merger, attachment, purchase of shares, joint investments etc).

In the year 2001, world consumption was at the level of 1,404 million hectoliters.

The largest producers of beer are Europe and America, whose joint share in total consumption is at the level of 68%, where as the share of Asia and Pacific is 27%. The lowest level of consumption of beer is found in Africa and Middle East and Central Asia regions. However, it is exactly in this region that the beer consumption is showing the highest growth rate.

It is observed that the largest consumption of beer, as well as the largest individual share in total consumption, is found in China and USA, with shares of 17% each in total world consumption. Following are Germany, Brazil, Russia, and UK, markets with traditionally high consumption of beer per capita, which is relatively high at annual level (over 100 l).

Table 1-1 Beer Consumption by Countries

	Beer Consumption in 2001 (Mhl)	Share in World Consumption of Beer (%)
China	243	17
USA	236	17
Germany	105	7
Brazil	85	6
Russia	63	5

	Beer Consumption in 2001 (Mhl)	Share in World Consumption of Beer (%)
UK	58	5
Mexico	52	4
Japan	52	4
Spain	30	2
Poland	26	2
South Africa	25	2
France	21	1
Canada	21	1
Venezuela	19	1
Australia	17	1
South Korea	17	1
Italy	17	1
Columbia	17	1
Czech Republic	16	1
Holland	13	1
Total of 20 countries	1,133	80
Other countries	271	20
Total	1,404	100

Source: *Global Beer Report 2001, Canadian data*

Beer consumption at the global level shows continual growth. In the period 1995-2001, the highest growth rate was observed in areas with low consumption of beer, such as: Middle East and Central Asia (4.6%), Pacific Asia (3.6%), and Africa (2.7%). In Europe and on American continent, areas with traditionally high beer consumption and high absorption power, beer consumption was increased in the aforementioned period by 1.8% and 1.6% respectively.

From quantity point of view, consumption of beer in the world, between 1995 and 2001, was increased by the total of 134.6 million hectoliters, that is by 11%. The greatest contribution to this was provided by trends in the markets of China, Russia, USA, and Poland. In the aforementioned period, consumption of beer in China and Russia was increased by 66 and 31 million hectoliters respectively, whereas the consumption of beer in USA was greater by 12.6 million hectoliters in 2001 compared to 1995.

Structure of beer sales in the world market indicates different degrees of orientation of world leaders towards local and foreign markets, i.e. different strategies. Analysis of the structure of sales indicates high degree of correlation between geographic locations of production capacities, size of domestic market, and volume of sales in the domestic market.

For example, US producers are mainly oriented towards the domestic market, due to its size and large absorption power. The largest US (and world) producer Anhauser-Busch realizes 76% of their sales in the domestic market, whereas the share of sales in foreign markets is 24%. Producer AmBev, from South America, realizes 95% of sales revenues in the markets of South America, whereas the percentage of export in total sales is only 5%.

In the same time, the largest European producers are export oriented, since export markets feature greater absorption power, as well as higher growth potential. For example, sales in external markets of leading multinational companies, Interbrew and Heineken, in 2000 were 71.3 and 67.6 million hectoliters, or 93% and 91% of total sales. Both producers are renown for high degree of investments in attachment of local producers all over the world, in whose markets they make the largest sales.

1.4. Industry Branch Characteristics in SR Yugoslavia

Production of beer in Yugoslavia has long tradition. The first brewery was built back in the XV century. According to relevant indicators, beer brewing is at the beginning stage of maturity. Today, the production of beer strives for the quantity of 7 million hectoliters.

Production of beer in SR Yugoslavia reaches the record level in 1999, which is 6.78 million hectoliters, whereas the next year, there is a slight decline to 6.73. Slight decline in production continues in 2001, when the total production of beer was 6.06 million hectoliters.

Insight in position of the industry branch can be obtained by comparison to other countries in the region. Namely, production of beer in Yugoslavia is smaller than production of beer in Czech Republic, Austria, Hungary, and Romania, and bigger than production of beer in Bulgaria, Croatia, Slovenia, and Mecedonia.

Today, production of beer in Yugoslavia stives for quantities of 7 million hectoliters. In the last 35 years, production of beer grew in average annual rate of 12%. The period 1985-98 is especially characteristic for its growth. In this period production of beer grew by 47%. In 1999, incidentally the year of NATO intervention, production of beer declined by 4%, or to around 6.4 million hectoliters.

In Yugoslavia there is strong tradition in consumption of beer, whereas the consumption of beer *per capita* is on the rise. In the period 1964–98 the consumption of beer *per capita* grew from 14.6 l to 60.1 l.

In the level of consumption Yugoslavia is approaching the threshold of high beer consumption *per capita* (over 100 l).

Besides the breweries in Kosovo and Monte Negro, there are 11 breweries in Yugoslavia. The breweries differ in size, technology, and main markets. The two largest breweries are Apatinska and Čelarevska breweries.

Prices of beer in the period 1998–2000 were under control. In February 2000, the prices were liberalized.

With 60 liters consumption of beer per capita SR Yugoslavia is among the countries with average consumption of beer. For example, in countries traditionally classified as the largest consumers of beer, such as Denmark, Germany, Netherlands, and Czech Republic, consumption of beer per capita ranges at levels higher than 100 l. In 2001, consumption of beer per capita in Czech Republic was around 158 liters, in comparison to consumption of 65 l in Poland.

Beer industry in SR Yugoslavia is primarily focused on domestic market. In the past ten years, beer export was less than 5%. The main market for export is the market of Republika Srpska. In the same time, import of beer into SR Yugoslavia is even lower at the level of 1%. Economic recovery and growth of purchase power of the population, as well as opening up of the domestic market will result in increased competition and greater import of foreign, more expensive beers.

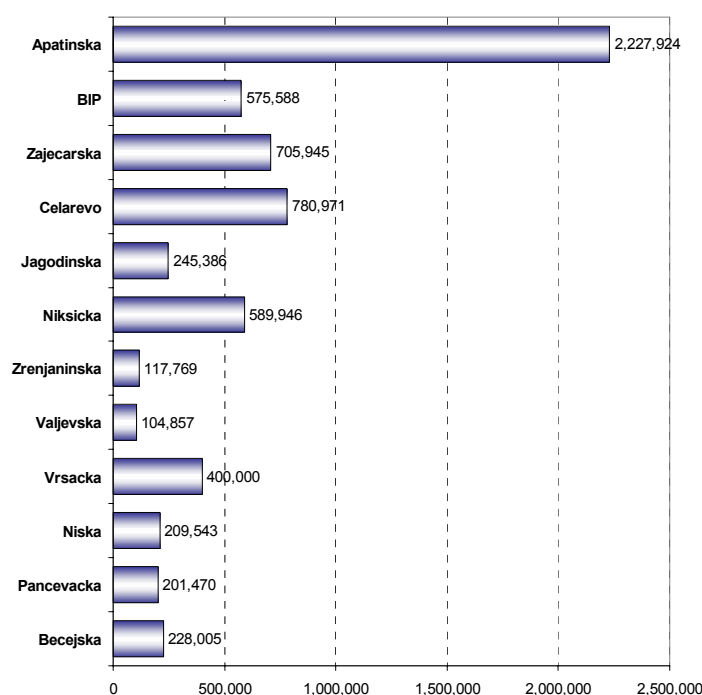
In the market of Serbia, 11 breweries are operating: Apatinska Brewery, BIP, Čelarevo, Bečej, Zaječarska Brewery, Vršačka Brewery, Brewery Pančevo, Valjevska Brewery, Jagodinska Brewery, Zrenjaninska Brewery, and Niška Brewery. Production capacity of these breweries is 9.1 million

hectoliters of beer per year, whereas the capacities of Nikšićka Brewery in Monte Negro and Pečka Brewery in Kosovo and Metohija are 0.8 million hectoliters and 0.4 million hectoliters respectively.

Production of beer in SR Yugoslavia features insufficient utilization of production capacities and significant potential for growth and expansion. In comparison to total production of 6.7 million hectoliters in the year 2000, and 6.06 million hectoliters in 2001¹ utilization of capacities in SR Yugoslavia in the aforementioned period was at the levels of 67% and 60% respectively.

Overview of production capacities in SR Yugoslavia, excluding Kosovo and Metohiju, is shown in the following chart:

Chart 1-1 Production of beer by individual breweries in SRJ in 2001



Leaders in the Yugoslav market are: Apatinska Brewery, Brewery Čelarevo, and Zajecarska Brewery, whose share in total sales of beer in Serbia and SR Yugoslavia (including Monte Negro and Kosovo) amounts to 35%, 12%, and 11%, respectively.

The market of Monte Negro is dominated by the only producer, Nikšićka Brewery, 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.

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.

¹ Podaci Saveznog zavoda za statistiku, SRJ

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) najbližnja procenjujanoj kompaniji. Odabrani multiplikator se zatim primenjuje na odgovarajuće finansijske podatke procenjujane 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 procenjujane 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 diskreциона 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