



KPMG Bedrijfsrevisoren
Bourgetlaan - Avenue du Bourget 40
1130 Brussel - Bruxelles
Belgium

Tel. +32 2 708 43 00
Fax +32 2 708 43 99
www.kpmg.be

InBev NV/SA

**Rapport du Commissaire relatif à
l'augmentation de capital par le biais
d'un apport en nature
(Article 602 du Code des sociétés)**

January 2005
EH/pv

© 2004 KPMG Bedrijfsrevisoren, a Belgian member firm of KPMG International, a Swiss cooperative. All rights reserved. [Printed in Belgium]

Contenu

1	Mission	1
2	Description de l'apport	2
2.1	Contexte de la transaction	2
2.2	Description et évaluation des actifs apportés	3
3	Rémunération de l'apport en nature	5
4	Procédures de contrôle effectuées	6
5	Conclusion	7

1 Mission

Conformément à l'article 602 du Code des sociétés, le conseil d'administration d'InBev SA/NV ('InBev') a chargé le soussigné Erik Helsen, réviseur d'entreprises, ayant ses bureaux à 1130 Bruxelles, avenue du Bourget 40, représentant légal de Klynveld Peat Marwick Goerdeler Réviseurs d'Entreprises, commissaire de la société, de faire rapport sur l'augmentation de capital par le biais d'un apport en nature.

L'article 602 du Code des sociétés stipule que:

« Au cas où l'augmentation de capital comporte des apports en nature, un rapport est préalablement établi, soit par le commissaire, soit, pour les sociétés qui n'en ont pas, par un réviseur d'entreprises désigné par le conseil d'administration.

Ce rapport porte notamment sur la description de chaque apport en nature et sur les modes d'évaluation adoptés. Il indique si les estimations auxquelles conduisent ces modes d'évaluation correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie. Le rapport indique quelle est la rémunération effectivement attribuée en contrepartie des apports.

Ce rapport est joint à un rapport spécial dans lequel le conseil d'administration expose, d'une part, l'intérêt que présentent pour la société tant les apports que l'augmentation de capital proposée et d'autre part, les raisons pour lesquelles éventuellement, il s'écarte des conclusions du rapport annexé.

Le rapport du réviseur et le rapport spécial du conseil d'administration sont déposés au greffe du tribunal de commerce conformément à l'article 75.

Lorsque l'augmentation du capital est décidée par l'assemblée générale conformément à l'article 581, les rapports prévus à l'alinéa 3 sont annoncés dans l'ordre du jour. Une copie peut en être obtenue conformément à l'article 535.

L'absence des rapports prévus par cet article entraîne la nullité de la décision de l'assemblée générale. »

2 Description de l'apport

2.1 Contexte de la transaction

SUN Interbrew Limited (Jersey) (ci-après dénommé SUN Interbrew) est la société holding du deuxième plus grand groupe brassicole en Russie et leader sur le marché ukrainien. SUN Interbrew est un groupe coté sur le marché boursier luxembourgeois¹.

Le capital social de SUN Interbrew est divisé en actions Classe A (actions non assorties d'un droit de vote) et actions Classe B (actions assorties d'un droit de vote). A ce jour, la majeure partie des actions du type Classe B (à savoir 75,49%) est détenue à moitié par S.U.N. Trade International Ltd (Jersey) (ci-après dénommé SUN Trade) et à moitié par InBev. Les deux associés dans la 'joint venture' ont conclu le 2 avril 1999 un 'Shareholders Agreement', qui détermine les droits et les obligations de chacune des parties. Ce 'Shareholders Agreement' donne à InBev le pouvoir de diriger les politiques opérationnelles et financières de SUN Interbrew et fournit des droits de protection à SUN Trade. En plus des 37,74% des actions² de type Classe B, InBev détient également 86,92% des actions Classe A de SUN Interbrew, de telle sorte que l'intérêt économique globale d'InBev dans SUN Interbrew s'élève à 75,17%³.

Un contrat d'achat d'actions (Share Purchase Agreement) a été conclu entre InBev et SUN Trade le 11 août 2004 et adapté par la suite le 10 janvier 2005 (le « SUN Trade Share Purchase Agreement »). Selon ce contrat et à condition que certaines conditions décrites à la section 3.3 du rapport du Conseil soient remplies ou dispensées, SUN Trade accepte d'apporter un total de 5.557.220 actions Classe A de SUN Interbrew (ce qui représente 6,28% de l'ensemble des actions Classe A) et 6.556.949 actions Classe B de SUN Interbrew (ce qui représente 23,59% de l'ensemble des actions Classe B), en échange de 12.500.001 nouvelles actions ordinaires d'InBev (ce qui représente approximativement 2% de l'ensemble des actions), à émettre par le biais du capital autorisé existant. Conjointement à cette transaction (dénommé « augmentation de capital » dans le projet de rapport du Conseil), SUN Trade vendra en outre 3.334.381 actions Classe A de SUN Interbrew (ce qui représente 3,77% de l'ensemble des actions Classe A) et 3.934.227 actions Classe B de SUN Interbrew (ce qui représente 14,15% de l'ensemble des actions Classe B) à InBev pour un montant en espèces égal à la valeur de 7.500.110 actions ordinaires d'InBev déterminée sur base du prix moyen de l'action InBev dans la période de 25 jours ouvrables qui se termine 2 jours ouvrables avant la réalisation de la transaction (dénommé « Paiement en espèces » dans le projet de rapport du Conseil d'Administration).

A la suite de cette transaction, SUN Trade ne gardera plus son influence significative sur SUN Interbrew, qui était basée dans le passé sur les droits de protection ancrés dans le 'Shareholders Agreement' initial. En raison de la nature et de la structure du 'Shareholders Agreement', InBev a acquis 50% des actions assorties d'un droit de vote détenu par les deux associés dans la « joint venture », suite à un certain nombre de transactions dont des règlements en espèce ainsi que l'apport d'actifs existants ukrainien et russe d'InBev. Bien que InBev avait le contrôle opérationnel et financier des activités jointes, SUN Trade continuait à détenir des droits de

¹ Egalement coté en Allemagne, sur le "Freiverkehr Market" de la Bourse de Berlin, à la Bourse de Stuttgart, sur le « Xetra Market » de la Bourse de Francfort, ainsi qu'à la Bourse de Munich.

² A l'exception de 971.575 actions Classe B sujettes à une option d'achat détenue par SUN Trade

³ A l'exception de la participation additionnelle acquise d'Alfa-Eco suite à un contrat d'achat d'actions conclu au 31 décembre 2004

protection importants vu que l'acquisition n'avait pas entraîné le paiement d'une prime de contrôle. Ces droits de protection avaient été accordés afin d'assurer que l'associé d'InBev dans la « joint venture » continuerait à participer au développement du marché de SUN Interbrew.

Grâce à la consommation continuellement croissante des produits brassiers en Russie ainsi qu'en Ukraine, les pays CIS constituent un des marchés croissants les plus importants pour InBev, ainsi qu'une source des plus importantes de croissance et de croissance en terme de rentabilité pour tout le groupe. En vue de poursuivre le scénario de croissance de SUN Interbrew, InBev est désireux de poursuivre sa politique d'investissement. Cet objectif pourrait être empêché par le besoin de son associé dans la « joint venture » de continuer ce niveau d'investissement afin de maintenir ses 50% de propriété. Dès lors, les deux parties se sont mis d'accord pour mettre fin à la « joint venture » y compris le règlement de la prime de contrôle non payée. Etant donné que les deux parties jouaient un rôle clé dans la construction de la position actuelle de SUN Interbrew sur le marché russo-ukrainien, InBev a convenu de déterminer une telle prime de contrôle sur base de la valeur d'entreprise actuelle de SUN Interbrew.

2.2 Description et évaluation des actifs apportés

Les actifs apportés se composeront de 6.556.949 actions assorties d'un droit de vote et de 5.557.220 actions non assorties d'un droit de vote de SUN Interbrew.

Bien que les actions de SUN Interbrew sont cotées, les volumes traités sont négligeables et les cours restent fort influencés malgré le fait que seuls de petits volumes sont mis sur le marché. A ce jour, le cours le plus élevé de l'action tournait à \$ 13,50 l'action. Etant donné la faible liquidité des actions⁴ nous avons convenu, avec la Société que le cours des actions ne constituait pas de base valide pour l'évaluation de la partie augmentation de capital du « SUN Trade Share Purchase Agreement » qui mène à participation significative de 16,66% dans SUN Interbrew.

Avant la signature du contrat d'achat d'actions (Share Purchase Agreement) le 11 août 2004 entre InBev et SUN Trade, les évaluations avaient été préparées par une équipe ad hoc, sous le contrôle du management d'InBev, qui comprenait des membres du département « Business Development & External Growth Strategy » et du département financier d'InBev, et qui était assistée par des conseillers externes dont deux banques d'investissements internationales. La méthode d'évaluation qui a été utilisée est fondamentalement un modèle d'actualisation de cash-flows utilisant une prévision de cash-flows pour les exercices 2004 à 2014, et incluant des un calcul de valeur résiduel, comme spécifié à la section 6.3 du projet de rapport du conseil d'administration préparé conformément à l'article 602 du Code des Sociétés.

La valeur comptable implicite de SUN Interbrew, calculé en se basant sur la méthode décrite ci-dessus, et spécifié à la section 6.3 du projet de rapport du conseil d'administration, s'élève à un montant situé entre EUR 1.954 millions et EUR 2.349 millions, de sorte que, sans faire de distinction entre les actions avec et sans droit de vote, l'apport de la participation de 16,66% dans Sun Interbrew représenterait une valeur allant de EUR 326 millions et EUR 392 millions et un prix moyen par action allant de EUR 16,82 à EUR 20,22 par action.

⁴ Le pourcentage de l'intérêt économique non détenu par les associés dans la "joint venture" s'élève à 8,2% du nombre total d'actions de SUN Interbrew

Le règlement de la prime de contrôle, comme convenu entre les deux parties, est basé sur la méthode d'évaluation décrite à la section 6.4 du projet de rapport du conseil d'administration. Cette méthode détermine le montant de la prime de contrôle, comme étant la différence entre la valeur de marché de la Société par rapport à la valeur qu'un investisseur serait prêt à payer pour obtenir le contrôle.

Afin de déterminer la valeur de marché de SUN Interbrew on a utilisé comme base un facteur entre 8 et 11 fois l' EBITDA moyen estimé de 2004 s'élevant à EUR 137,5 millions. Une telle méthode se différencie de la méthode utilisée lors de la détermination de la valeur des 16,66%, comme décrit précédemment, car cette méthode ne prend pas en considération la croissance future attendue des profits, en raison des changements anticipés dans les habitudes de consommation sur le marché russe et ukrainien. En prenant en compte une estimation de la situation d'endettement de EUR 303 millions, la valeur de marché de SUN Interbrew (Base : valeur comptable) a été estimée entre EUR 797 millions et EUR 1.210 millions (pour 91,83% détenus par InBev après la transaction cette valeur s'élève entre EUR 732 millions et EUR 1.111 millions). Selon les calculs de l'équipe ad hoc, un investisseur serait prêt à payer, dans un but de détenir 91,83% pour une participation comparable à SUN Interbrew, une prime de contrôle allant de EUR 247 millions à EUR 287 millions – ou, en réalité, un investisseur serait prêt à déboursier un multiple de 10 à 13,5 fois l'EBITDA de cette année afin d'acquérir le contrôle.

L'accord définitif conclu entre les deux parties porte sur l'allocation de 12.500.001 actions InBev plus un paiement en espèces afin de rémunérer la participation acquise dans SUN Interbrew, y inclus la prime de contrôle. En se basant sur le cours de l'action InBev à la date de clôture du contrat (11 août 2004), s'élevant à EUR 26,51 pour l'évaluation de l'augmentation de capital et à EUR 28,90 pour l'évaluation du paiement en espèces, cela signifierait une rémunération de EUR 548 millions. Ce montant porterait la différence globale entre la valeur comptable implicite de la participation de 16,66% dans SUN Interbrew et le prix payé entre EUR 222 millions et EUR 156 millions – ou un montant moyen de EUR 189 millions. Ce montant reste inférieure aux 50% de la prime de contrôle moyenne estimée par l'équipe ad hoc (50% d'une telle moyenne serait EUR 267 millions) et, en définitive est considéré comme un prix acceptable à payer pour racheter les 50% des actionnaires co-contrôlant de la « joint venture ».

3 Rémunération de l'apport en nature

Le conseil d'administration propose d'émettre 12.500.001 actions InBev en rémunération de l'apport en nature, représentant une valeur de EUR 331.375.026,51 basé sur le cours de clôture au 11 août 2004 de EUR 26,51 par action InBev.

En prenant en considération le paiement supplémentaire de la prime de contrôle pour rémunérer la sortie de l'associé de la « joint venture », la combinaison de l'investissement initial d'InBev joint à la rémunération actuelle de l'apport amène l'investissement total à un niveau approximatif de 7 fois l'EBITDA de 2004. Ce multiple sera même inférieur si on tient compte de l'EBITDA estimé pour les années ultérieures à 2004.

Nous pouvons donc conclure, en considérant le règlement de la prime de contrôle pour rémunérer la sortie de l'associé de la « joint venture », que la valeur des actifs apportés est au moins égale au nombre et au pair comptable des actions InBev nouvellement émises (EUR 9.625.000,77) augmenté de la prime d'émission de 321.750.025,74.

4 Procédures de contrôle effectuées

Nous avons effectué ou nous sommes basés sur les travaux suivants:

- Audit des comptes consolidés d'InBev des trois dernières années, ainsi que la revue des états financiers intermédiaires de 2004, en tant que commissaire du groupe InBev ;
- Audit des comptes annuels de SUN Interbrew des trois dernières années, ainsi que la revue des états financiers intermédiaires de 2004, en tant que commissaire du groupe SUN Interbrew ;
- Examen par KPMG Corporate Finance du modèle de valorisation de l'équipe ad hoc d'InBev (assisté par deux banques d'investissements internationales), en ce compris l'évaluation des hypothèses de base, ainsi qu'une comparaison avec d'autres opérations récentes dans le même secteur ;
- Examen suivant l'ISA 810 des prévisions financières ;
- Révisions afin d'actualiser les évaluations initiales, entre la mi-août 2004 et janvier 2005.

5 Conclusion

L'apport en nature consiste en l'émission de 12.500.001 nouvelles actions ordinaires InBev à SUN Trade, comme rémunération de l'apport en nature de 6.556.949 actions Classe B (avec droit de vote) et de 5.557.220 actions Classe A (sans droit de vote) de SUN Interbrew.

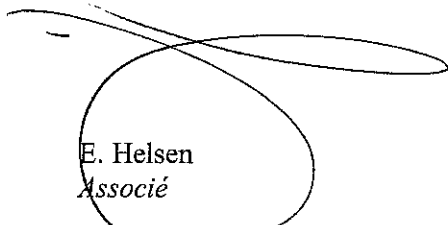
Au terme de nos procédures de contrôle, nous sommes d'avis que:

- l'opération a été contrôlée conformément aux normes de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises (IBR-IRE) en matière d'audit d'apports en nature. Le conseil d'administration d'InBev est responsable de la valorisation des actifs apportés, ainsi que de la détermination du nombre de nouvelles actions à émettre par InBev en contrepartie de l'apport en nature;
- la description de l'apport en nature répond aux exigences normales de précision et de clarté;
- les méthodes de valorisation utilisées sont économiquement justifiées et conduisent à une valeur qui correspond au moins au nombre et au pair comptable des actions d'InBev nouvellement émises, augmentée de la prime d'émission.

La rémunération de l'apport consiste en 12.500.001 actions InBev, sans désignation de valeur nominale.

Nous souhaitons enfin rappeler au lecteur que notre mission ne consiste pas à nous prononcer sur le caractère légitime et équitable de l'opération. Notre rapport est établi pour la seule information des destinataires prévus et ne peut être utilisé que dans le contexte de l'opération décrite ci-dessus.

Klynveld Peat Marwick Goedeler Réviseurs d'Entreprises
Commissaire
représentée par



E. Helsen
Associé

Bruxelles, le 20 janvier 2005