

ПОРЕЂЕЊЕ ВРЕДНОСТИ СТЕЧАЈНОГ ДУЖНИКА У БАНКРОТСТВУ И РЕОРГАНИЗАЦИЈИ

Бранко Радуловић
Правни факултет
Универзитет у Београду



Реорганизација и процена вредности у Закону о стечају

Спровођење реорганизације

Члан 155

Реорганизација се спроводи ако се тиме обезбеђује повољније намирење поверилаца у односу на банкрутство, а посебно ако постоје економско оправдани услови за наставак дужниковог пословања.

$$V_R > V_B$$

Одговор на питање да ли се обезбеђује повољније намирење поверилаца у односу на банкрутство даје процена вредности.

Стечајна пракса САД

„... процена [стечајног дужника] мора бити заснована на суду који је укључио све релевантне чињенице у погледу будућег приносног капацитета дужника, те стога треба да представи вредност укључујући и карактеристике имовине, претходне пословне резултате, као и све околности које указују да ли су ти резултати поуздани критеријум на основу кога се утврђују будуће перформансе. Збир свих вредности који је утврђен за појединачне имовинске јединице без узимања у обзир приносног потенцијала предузећа као целине је једноставно речено неадекватан.“

Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois, 312 U.S. 510,
525–526 (1941)

Процена вредности – битан елемент садржине плана реорганизације и УППР-а

- Члан 156 ст.1 тачке 4 ,12, 13
- План реорганизације садржи:
 - 4) висину новчаних износа или имовину која ће служити за потпуно или делимично намирење за сваку од класа поверилаца, као и средства резервисана за повериоце оспорених потраживања, начин измирења потраживања и временску динамику плаћања;
 - 12) финансијске пројекције, укључујући пројектовани биланс успеха, биланс стања и извештај о новчаним токовима за период извршења плана реорганизације;
 - 13) процену новчаног износа који би се добио уновчењем имовине спровођењем банкрутства;

- Tokom prethodnog postupka iz člana 159. stav 1. ovog zakona **stečajni sudija može**, na zahtev zainteresovanog lica ili po službenoj dužnosti, angažovati ovlašćena stručna lica (procenitelje, veštake ili revizore) u cilju utvrđivanja tačnosti podataka iz unapred pripremljenog plana reorganizacije.
- Stečajni sudija na zahtev zainteresovanog lica može izvršiti procenu visine potraživanja za potrebe glasanja, ako to lice dostavi dokaze da visina potraživanja navedena u unapred pripremljenom planu reorganizacije nije tačna.
- Stečajni sudija će po službenoj dužnosti ili na predlog zainteresovanog lica u roku od osam dana odbaciti predlog plana reorganizacije ako:
 - 1) nisu poštovane odredbe ovog zakona o ovlašćenim podnosiocima, sadržini i roku za podnošenje plana reorganizacije, a nedostaci se ne mogu otkloniti ili nisu otklonjeni u primerenom roku koji je odredio stečajni sudija;

Процена вредности стечајног дужника није детаљно уређена у српском праву

- Прописи који се односе на процену односе се на процену вредности имовине и капитала правних лица са друштвеним или државним капиталом примењивани су у контексту приватизације.
- Национални стандард бр. 2
- Национални стандард бр. 6

Стечајна пракса у Републици Србији

- Паушалне процене уновчења имовине у случају банкротства
- **Поређење погрешних вредности – одсуство дисконтовања –**
 - Приносни приступ се суштински не примењује у српској стечајној пракси
 - Планови не воде рачуна о временској вредности новца
 - Често намирење класа није 100% иако то планови тврде
 - Последица поређење погрешних вредности ликвидације и реорганизације
 - Укључивање будућег неизвесног догађаја

Стечајна пракса у Републици Србији

- Нетранспарентно приказивање садржаја наведених чл.
156 ст.1 тачке 4, 12 и 13
 - Планови не саопштавају претпоставке на основу којих су формиране пројекције
- Мере реорганизације нису узете у обзир или постоји несагласност између пројекција и мера предложених планом
 - На пример, пројекције не садрже продају имовинске целине у првој години иако је то предвиђено планом реорганизације
- Нереалне финансијске пројекције
- У пракси су неке од ових грешака отклоњене!

Уобичајене грешке - Студија случаја

- ПРИМЕР
- Процена намирења стечајних поверилаца
 - Планом износ потраживања стечајних поверилаца конвертован у евре према средњем курсу на дан правноснажности решења о потврђивању плана
 - Стечајни повериоци намирују се применом следећих мера
 - Делимичан отпис дуга у висини од 20% главнице
 - Репрограм – грејс период од 2 године након правноснажности плана, након чијег истека преостала потраживања се наплаћују у 96 једнаких ануитета
- У плану је наведено да је степен намирења стечајних поверилаца у реорганизацији 80%
- Да ли је то тачно?

Приказ

- Национални стандард бр. 6 захтева да процена обавезно садржи упоредни приказ процене садашње вредности новчаног износа коју би остварила свака класа поверилаца у случају банкротства и реорганизације, узимајући у обзир реалне тржишне услове, односно просечне нивое реализације који се остварују код продаје имовине .

за сваку од класа и укупно

Класе према Плану реорганизације	Банкротство, дисконтована вредност намирења		Реорганизација, дисконтована вредност намирења	
	% намирења спровођењем банкротства	Процена новчаног износа намирења у РСД	% намирења спровођењем плана реорганизације	Процена новчаног износа намирења у РСД
Класа 1				
Класа 2				
Класа 3				
...				
...				
Укупно				

Класе према Плану реорганизације	Банкротство		Реорганизација	
	Процена недисконтованог новчаног износа намирења у РСД	Процена дисконтованог новчаног износа намирења у РСД	Процена недисконтованог новчаног износа намирења у РСД	Процена дисконтованог новчаног износа намирења у РСД
Класа 1				
Класа 2				
Класа 3				
...				
...				
Укупно				
Укупан износ потраживања				
Проценат намирења (Укупан износ дисконтованих износа намирења/Укупан износ потраживања)				

Пример изгледа адекватног поређења

Дисконтована вредност

По класама

Klasa shodno Planu	Procena sadašnje (diskontovane) vrednosti novčanog iznosa namirenja sprovođenjem reorganizacije shodno merama predloženim Planom, RSD 000	Procena sadašnje (diskontovane) vrednosti novčanog iznosa namirenja sprovođenjem bankrotstva, RSD 000
Klasa A	7.381 >	6.025
Klasa B	0	0
Klasa C	27.405 >	22.370
Klasa D	687.491 >	522.700
Klasa E	0	0
Ukupno sadašnja vrednost novčanog iznosa namirenja	722.277 >	551.095

Klasa shodno Planu	Reorganizacija		Bankrotstvo	
	Nediskontovano	Diskontovano	Nediskontovano	Diskontovano
	Procena nediskontovanog novčanog iznosa namirenja sprovođenjem reorganizacije shodno predloženom Planu, RSD 000 zaokruženo	Procena diskontovanog novčanog iznosa namirenja sprovođenjem reorganizacije shodno predloženom Planu, RSD 000 zaokruženo	Procena nediskontovanog novčanog iznosa namirenja sprovođenjem bankrotstva, RSD 000 zaokruženo	Procena diskontovanog novčanog iznosa namirenja sprovođenjem bankrotstva, RSD 000 zaokruženo
Klasa A	7.381	7.381	7.381	6.025
Klasa B	0	0	0	0
Klasa C	27.405	27.405	27.405	22.370
Klasa D	1.061.360	735.615	640.330	522.700
Klasa E	0	0	0	0
Ukupno novčani iznos namirenja	1.096.146	770.401	675.116	551.095
Ukupno klase	1.096.525	1.096.525	1.096.525	1.096.525
% iznos namirenja	99,97%	70,3%	61,6%	50,3%

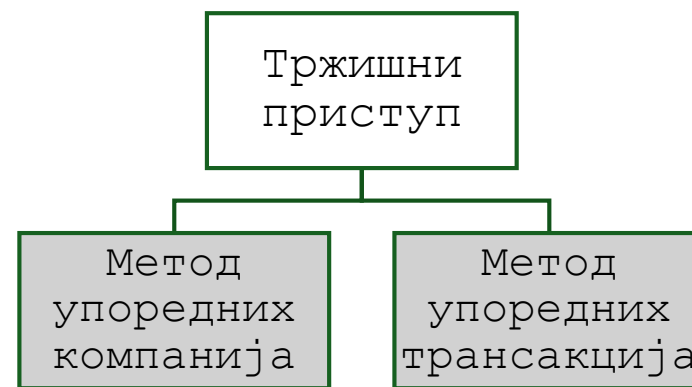
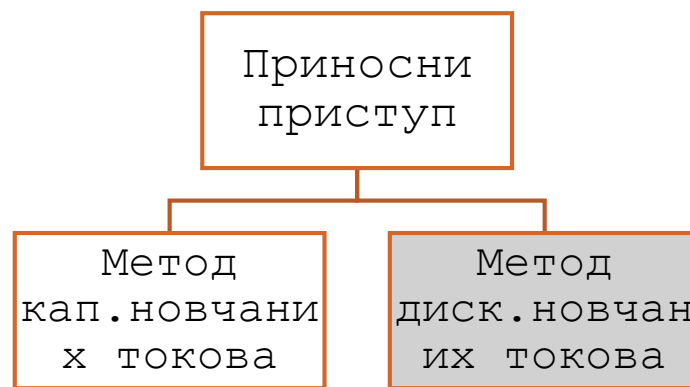
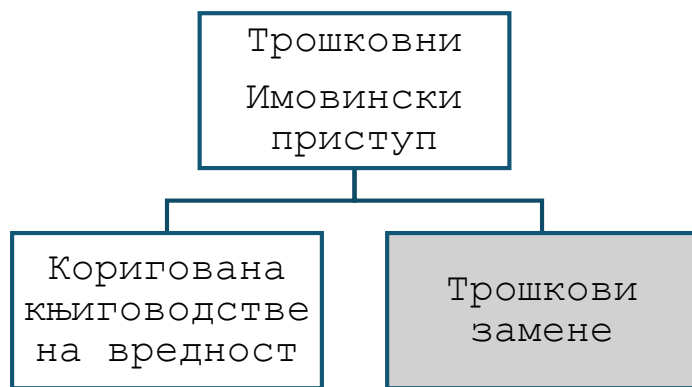
Процена вредности у случају банкрутства

- Национални стандард бр.2 наводи да ликвидациона вредност представља новчани износ који би се остварио **продајом имовине на датом тржишту у разумном року, док се у случају продаје правног лица користи приносни метод (метод дисконтованих новчаних токова).**
- Књиговодствена вредност имовине стечајног дужника не узима се у обзир, осим у случају када је та вредност од значаја за утврђивање ликвидационе вредности.
- Процена ликвидационе вредности треба да буде заснована на најпоузданијим расположивим подацима у тренутку процене.
- **Процена непокретности биће обрађена у наредној сесији**

Пример

Pozicije (u RSD)	Knjigovodstvena vrednost	Procenjena vrednost	Novčani iznos unovčenja u bankrotu
STALNA IMOVINA	331.335.782	324.838.736	164.789.551
Nematerijalna imovina	190.285	190.285	-
Koncesije, patenti, licence, robne i uslužne marke, softver i ostala nematerijalna imovina	190.285	190.285	-
Nekretnine, postrojenja i oprema	326.076.148	319.579.102	159.789.551
Zemljište i građevinski objekti	64.399.597	188.506.402	94.253.201
Postrojenja i oprema	261.676.551	131.072.700	65.536.350
Dugoročni finansijski plasmani i dugoročna potraživanja	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Ostali dugoročni finansijski plasmani i ostala dugoročna potraživanja	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Dugoročna aktivna vremenska razgraničenja	69.349	69.349	-
OBRTNA IMOVINA	641.766.864	559.889.479	545.326.067
Zalihe	804.484	677.485	609.737
Plaćeni avansi za zalihe i usluge u zemlji	804.484	677.485	609.737
Potraživanja po osnovu prodaje	144.874.868	144.874.868	130.387.382
Potraživanja od kupaca u zemlji	144.874.868	144.874.868	130.387.382
Ostala kratkoročna potraživanja	(680.471)	81.765	73.589
Ostala potraživanja	(680.471)	81.765	73.589
Kratkoročni finansijski plasmani	214.367.333	202.454.874	202.454.874
Ostali kratkoročni finansijski plasmani	214.367.333	202.454.874	202.454.874
Kratkoročna aktivna vremenska razgraničenja	282.400.649	211.800.487	211.800.487
UKUPNA POSLOVNA IMOVINA	973.102.646	884.728.215	710.115.618

Приступи и методи процени вредност



Избор приступа процене вредности

- Вредност стечајних дужника који настављају пословање процењује се коришћењем приносног приступа (Национални стандард бр. 6)
 - Приликом процене вредности стечајног дужника који је поднео план реорганизације подразумева се да он тежи реорганизацији својих дугова и наставку пословања, уместо ликвидацији.
 - У том контексту прикладан је приносни метод који се фокусира на будућу профитабилност и способност стечајног дужника да генерише новчане токова из којих ће се намиривати повериоци након усвајања плана
 - Начело континуираног пословања (Going Concern принцип)
- С обзиром да је циљ да дужник настави да послује након усвајања плана реорганизације, може се претпостави да он наставља континуирано да послује (Going Concern).

Флексибилност процене вредности

- Нема „јединственог“ нити једноставног правила како се врши процена вредности

- Пример – Стечајни закон САД §506

“Вредност се одређује у односу на сврху процене и предложеног начина располагања или коришћења имовине, и у односу на расправу у погледу таквог располагања или коришћења или у погледу плана којим се утиче на интересе поверилаца”

Захтевана стопа приноса



Премија на ризик
додатни принос који се
захтева због прихватања
ризика

Вредност стечајног дужника

- Вредност стечајног дужника представља збир садашњих вредности будућих нето прилива, које повериоци и власници као резидуални повериоци могу остварити у случају испуњења плана реорганизације.
- Напомена: Процена вредности предузећа помоћу ове методе захтева познавање концепта временске вредности новца, односно технике дисконтовања

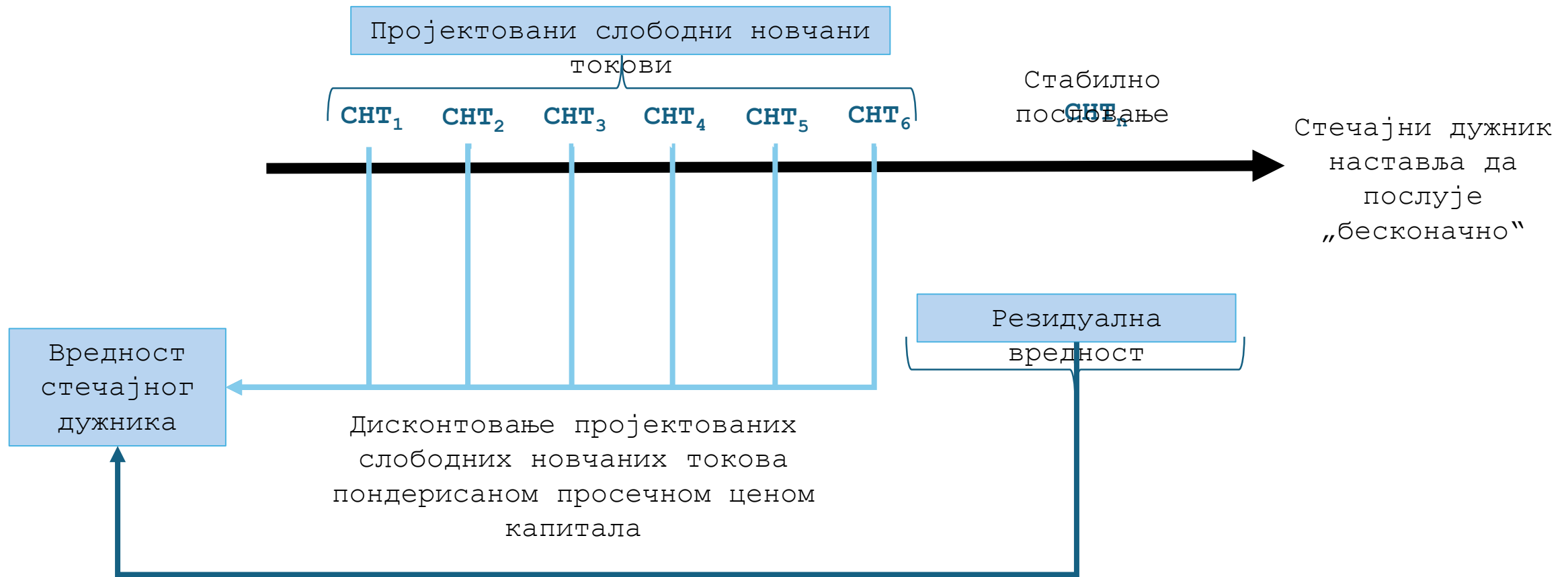
Дисконтовање

- Свођење садашње на будућу вредност
- Колико вреди 1 евро за годину дана ако је каматна стопа 10%
- Дисконтовање је обрнут процес
- Колико вреди 1,1 евро идуће године, данас
- Одговор је ...

Предности и недостаци ДНТ

- Допушта проценитељу да узме низ фактора у обзир
- Флексибилан метод који омогућава укључивање промена пословне стратегије (мера реорганизације) и измену кључних променљивих
- Вредност мање подложна егзогеним факторима попут макроекономских кретања или тржишних околности (у односу на тржишне приступе)
- Процена може бити исувише оптимистична у случају реорганизација
 - мотив подносиоца плана да прикаже намирење што вишим како би убедио повериоце да гласају за план
- Процена је изузетно осетљива у односу на претпоставке које утичу на:
 - кретање новчаних токова,
 - прорачун дисконтне стопе и
 - резидуалну вредност

Три елемента ДНТ метода



Шта су новчани токови?

- Нето новчани токови – разлика прилива и одлива готовине и готовинских еквивалената
- Новчани токови су боље мерило резултата пословања у односу на добит
 - У мањој мери предмет манипулације и креативног рачуноводства
- На основу претпоставки о будућем пословању стечајног дужника пројектују новчани токови.

Колико ће новца моћи да генерише стечајни дужник током спровођења плана реорганизације?

- Способност предузећа (стечајног дужника) да (након усвајања плана) генерише довољно новца којим ће финансирати пословне активности и плаћати доспеле обавезе (у складу са планом)

Вредност стечајног дужника и новчани токови

- Вредност методом ДНТ (дисконтованим новчаним токовима) процењује се на основу новчаних токова (у случају плана реорганизације) који преостају повериоцима и власницима
- Слободни новчани ток пре намирења поверилаца (у даљем тексту слободни новчани ток или FCFF) представља износ готовине који је расположив за расподелу повериоцима (и власницима) након улагања у средства која су неопходна за спровођење мера усвојених планом (дугорочна и краткорочна улагања).
- Готовина расположива за исплату поверилаца и власника – свих субјеката који имају неки облик потраживања према предузећу

Неновчани трошкови (амортизација), капитални издаци и инвестиције у обртни капитал

Амортизација

- прибављање сталне имовине захтева издатак готовине само у тренутку набавке
- књиговодствена констатација смањења вредности сталне имовине и обрачун трошкова амортизације не захтевају било какав одлив готовине.
- Капитални издаци
 - подразумевају одлив новца, односно смањују расположиве новчане токове повериоцима и власницима
 - Ако стечајни дужник купује и продаје опрему (нпр. камионе) онда се такве активности пребијају
- Инвестиције у обртни капитал
 - $\text{Раст обртног капитала} = \text{раст залиха} + \text{раст потраживања} - \text{раст обавеза према добављачима и ПБР}$

Израчунавање слободног новчаног тока

- $FCF = EBIT (1-T) + Am- CAPEX - WCI$

Пројекције - кораци

- При пројектовању потребно је
 - одредити потребну дужину пројектованог периода – у пракси најчешће једнака дужини плана отплате
 - прорачунати пословне и финансијске приходе и расходе
 - прорачунати потребне нивое улагања у сталну имовину
 - прорачунати потребан ниво обрних средстава и извора из текућег пословања
 - приказати тир основна билансна прегледа у Плану реорганизације – биланс успеха, биланс стања и новчане токове
- Пројектовање новчаних токова захтева анализу историјских података
- Разговори са стечајном управом дужника
- Усклађеност са мерама предвиђеним планом реорганизације
 - нпр. продајом делова стечајног дужника, набавком опреме, и сл.

Припрема пројекција – кључна питања

- Индустијски сектор
 - Да ли је дошло до битних промена унутар сектора пословања стечајног дужника?
 - Да ли је реч о брзорастућем, зрелом или сектору у фази опадања?
 - Колика је величина тржишта?
- Стечајни дужник
 - Позиција унутар сектора
 - Очекивања управе и њихова оправданост
 - Будући изазови

Пројекције (студија случаја)

ПРОЈЕКТОВАНИ БИЛАНС УСПЕХА СТЕЧАЈНОГ ДУЖНИКА							
(У 000 RSD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Приходи од продаје	300.000	350.000	500.000	600.000	860.000	1.040.000	1.300.000
Набавна вредност продате робе	5.000	5.000	8.000	9.000	13.000	16.000	20.000
Трошкови материјала	90.000	112.000	150.000	174.000	249.000	302.000	377.000
Бруто добит	205.000	233.000	342.000	417.000	598.000	722.000	903.000
Бруто маргина	68,3%	66,6%	68,4%	69,5%	69,5%	69,4%	69,5%
Трошкови зараде	80.000	90.000	120.000	150.000	220.000	270.000	340.000
Трошкови производних услуга и остали пословни расходи	90.000	106.000	150.000	186.000	267.000	322.000	403.000
EBITDA	35.000	37.000	72.000	81.000	111.000	130.000	160.000
EBITDA маргина	12%	11%	14%	14%	13%	13%	12%
Амортизација	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
EBIT	-	2.000	37.000	46.000	76.000	95.000	125.000
EBIT маргина	0,00%	0,57%	7,40%	7,67%	8,84%	9,13%	9,62%
Финансијских резултат	-	-	-	-	-	-	-
Ванредни резултат	378	-	-	60.000	100.000	110.000	140.000
EBT	378	2.000	37.000	106.000	176.000	205.000	265.000
EBT маргина	0,13%	0,57%	7,40%	17,67%	20,47%	19,71%	20,38%
Порез	57	300	5.550	15.900	26.400	30.750	39.750
Нето добит	321	1.700	31.450	90.100	149.600	174.250	225.250
Нето профитна маргина	0%	0%	6%	15%	17%	17%	17%

Пројекције (наставак)

ПРОЈЕКТОВАНИ НОВЧАНИ ТОКОВИ СТЕЧАЈНОГ ДУЖНИКА							
(У 000 RSD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Нето добит	321	1.700	31.450	90.100	149.600	174.250	225.250
Амортизација	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Промена нето обртних средстава	3.998	20.000	36.900	- 6.600	- 6.500	68.400	123.500
Приходи ванредни који није новчани ток	- 378	-	-	-	-	-	-
Новчани ток из пословних активности	38.941	56.700	103.350	118.500	178.100	277.650	383.750
Инвестиције у основна средства	1.000	1.000	1.000	10.000	20.000	10.000	10.000
Новчани ток из активности инвестирања	- 1.000	- 1.000	- 1.000	- 10.000	- 20.000	- 10.000	- 10.000
Класа 1	- 7.381	-	-	-	-	-	-
Класа 2	- 0	-	-	-	-	-	-
Класа 3	- 27.405	-	-	-	-	-	-
Класа 4	-	- 53.068	- 106.136	- 106.136	- 159.204	- 265.340	- 371.476
Класа 5	-	-	-	-	-	-	-
Новчани ток из активности финансирања	- 34.786	- 53.068	- 106.136	- 106.136	- 159.204	- 265.340	- 371.476
Свега (прилив/odliv)	3.155	2.632	- 3.786	2.364	- 1.104	2.310	2.274
Готовина на почетку периода	-	3.155	5.787	2.001	4.365	3.261	5.571
Нето профитна маргина	3.155	5.787	2.001	4.365	3.261	5.571	7.845

Дисконтна стопа

- Када се врши процена вредности стечајног дужника она одражава све изворе финансирања – и позајмљени и сопствени капитал
 - Трошак ангажованог позајмљеног капитала
 - Трошак ангажованог сопственог капитала

Пондерисана просечна цена капитала

Изабрана дефиниција слободног новчаног тока (новчаног тока пре сервисирања дугова) захтева избор одговарајуће дисконтне стопе

Дисконтна стопа – пондерисана просечна цена капитала (ППЦК) одражава захтевану стопу повраћаја укупно ангажованог дугорочног капитала.

Пондерисана просечна цена капитала

- У случају реорганизација, врло вероватно је да стечајни дужник има проблематичан биланс стања, односно структура пасиве није одржива
- Проценитељ зато користи оптималну структуру капитала како би пондерисао значај сопственог и позајмљеног капитала и добио просечну пондерисану цену капитала (дисконтну стопу)
- На пример, проценитељ може да утврди да је 45% структуре капитала потребно финансирати из позајмљених извора, а 55% из сопствених извора
- ППЦК или WACC – weighted average cost of capital

Методи одређивања цене сопственог капитала

- За одређивање цене сопственог капитала, могуће је користити три методе:
 - Метод “зидања” (Build-Up Method)
 - Примерен у највећем броју планова реорганизације
 - Метод CAPM (Capital Asset Pricing Model)
 - Основна метода, али веома ограничена примена у стечајном оквиру Републике Србије
 - Подразумева развијено тржиште капитала
 - Веома мали број стечајних дужника претходно на берзи – Бамби, Фиделинка,
 - Доступне информације потребне за обрачун
- Други методи

Методи одређивања цене сопственог капитала

- Заједничко за све три наведене методе је дефинисање цене (стопе повраћаја) улагања без ризика, која се у основи своди на повраћај улагања у државне обвезнице (сигурно и ликвидно улагање).
- Различито се одређује захтевана стопа повраћаја за "ризик пословног подухвата". Другим речима, до премије ризика се долази различитим нумеричким, искуственим методама и експертским оценама.

Очекивани принос на капитал

- Принос на безризичне пласмане
1%
- Премија на сопствени капитал
6%
- Бета
1,5%
- Премија ризика на величину стечајног дужника
4%
- Специфични ризик стечајног дужника
1,5%
- Премија ризика индустријског сектора
1,25%

CAPM (Capital Asset Pricing Model)

- Цена капитала = Стопа без ризика + β x премија на ризик + алфа премија
 - Бета коефицијент представља меру колебања за упоредиве компаније чије се акције котирају на берзи
 - Премија за улагање представља додатни принос који инвеститори захтевају за улагање у инвестиције без ризика (државне обвезнице)
 - Разлика између CAPM и метода зидања је у бета коефицијенту
 - Алфа коефицијент специфични ризик

Метод зидања

- Стопа ризика улагања у предузеће чији се капитал процењује пословни и финансијски ризик конкретног стечајног дужника
- Потребно
 - одредити ниво ризика
 - одредити начин квантификације ризика.
- Уобичајена подела на
 - пословни ризик
 - финансијски ризик

Метод зидања у Републици Србији

- **“Key man” – ризик кључног човека.**
 - мала, новооснована предузећа имају већи ризик
 - Ако пословни резултат зависи од специјализованог “незаменљивог” знања једног или групе стручњака, постоји присуство овог ризика.
- **Величина предузећа.**
 - мала предузећа која послују у израженим конкурентским условима (конкурентски амбијент) носе већи ризик.
- **Финансијска структура.**
 - показатељ вертикалне и хоризонталне финансијске структуре, као и структуре пословног резултата указују на ниво ризика
- **Производна / географска диверсификација**
 - већа диверсификација смањује потенцијални ризик
- **Диверсификација купаца**
 - оријентација на мањи број купаца носи већи ризик
- **Могућност предвиђања.**
 - Приликом пројектовања будућих резултата пословања, процењивачи се често ослањају на историјске трендове.

Прорачун пондерисане просечне цене капитала

- Просечна цена капитала (ППЦК) – дисконтна стопа као просечна цена сопствених и позајмљених (кредитних) извора који се користе за финансирање пословања стечајног дужника обухвата следеће кораке:
 - утврђивање цене сопственог капитала,
 - утврђивање цене позајмљених извора финансирања,
 - одређивање пондера,
 - финални прорачун ППЦК.

Прорачун пондерисане просечне цене капитала

- **Утврђивање цене сопственог капитала**

- У српској пракси цена сопственог капитала утврђује једним од метода

- **Утврђивање цене кредитних извора финансирања**

- Цена кредитних извора финансирања је одређена банкарском каматном стопом за коришћење дугорочних кредита.

Пројектовани период

- Претпоставка је да стечајни дужник наставља да послује
- За који период је потребно вршити пројекцију?
 - Пројекција треба да обухвати довољно дуг период да би стечајни дужник достигао стабилан ниво пословања / или крај реструктурирања
 - Ако је период кратак
 - Долази до потцењивања вредности
 - у пракси то није случај, јер интерес подносиоца плана по правилу није да потцени вредност
 - претпостављају се високе стопе раста чиме се прецењује резидуал, а тиме и општа процена

Обрачун резидуала

- Поред пројекција потребно је извршити обрачун резидуала
 - Пројекције су направљене за период од 6 година, али стечајни дужник наставља да послује и после тога (бесконечно!)
- Процена вредности стечајног дужника добија се сабирањем садашњих вредности слободног готовинског тока за пројектовани период и садашње вредности резидуала
- У зависности од специфичних, пројекција, обухваћеног периода, дисконтне стопе и других фактора могуће је да резидуал представља незнатан део укупне садашње вредности стечајног дужника

Резидуална вредност

- Постоји више начина за обрачун резидуала
- Уобичајено се користи Гордонов модел
 - $RV = FCF_n \times (1+g) / (r-g)$ или срспка варијанта $RV = DSNT_r (1+SR_r) / (DS-SR_r)$

RV – Резидуална вредност

FCF_n или $DSNT_r$ – Дисконтовани слободни новчани ток у резидуалној години

r или DS – Дисконтна стопа

g или SR_r – Стопа раста у резидуалу

Пример обрачуна вредности стечајног дужника

Пондерисана просечна цена капитала – WACC						12%
Период	1	2	3	4	5	
Година	2009	2010	2011	2012	2013	
Слободни новчани ток (FCF)	178.7	134.7	150.8	184.9	223.9	
	1.120	1.254	1.404	1.573	1.762	
Дисконтни фактор $(1+WACC)^n$	0	4	9	5	3	
	159.5	107.3	107.3	117.5	127.0	
Дисконтована вредност $FCF / (1+WACC)^n$	5	8	4	1	5	
(1) Збир слободних новчаних токова пројектованог периода						618.8
						3
						127.0
Дисконтовани нето новчани ток у последњој пројектованој години						5
Стопа раста СНТ после 2013. године						3%
* $RV = FCF_n \times (1+g) / (r-g) = 127.05 \times (1+0.03) / (0.12-0.03) = 1.453,98$						1453.98
(2) Резидуална вредност*						98
						2262

Прилагођавање вредности

- Прилагођавање се врши за вредност непословних средстава и/или неангажованих пословних средстава
- Процена вредности стечајног дужника применом метода ДНТ заснована је на нето новчаним токовима по основу ангажовања пословних средстава у будућем пројектованом периоду

Пример обрачуна вредности стечајног дужника

Пондерисана просечна цена капитала – WACC						12%
Период	1	2	3	4	5	
Година	2009	2010	2011	2012	2013	
Слободни новчани ток	178.7	134.7	150.8	184.9	223.9	
	1.120	1.254	1.404	1.573	1.762	
Дисконтни фактор $(1+WACC)^n$	0	4	9	5	3	
	159.5	107.3	107.3	117.5	127.0	
Дисконтована вредност	5	8	4	1	5	
(1) Збир слободних новчаних токова пројектованог периода						618.8
						3
Дисконтовани нето новчани ток у последњој пројектованој години						127.0
						5
Стопа раста СНТ после 2013. године						3%
						1453.
(2) Резидуална вредност						98