

ANALIZA ISPLATIVOSTI INVESTICIONIH PROJEKATA

EVALUATION OF INVESTMENT PROJECTS

**Dragan Lončar
Lidija Barjaktarović
Renata Pindžo**

IZDAVAČ:

Ekonomski institut a.d. Beograd,
ul. Kralja Milana 16,
www.ecinst.org.rs

AUTORI:

prof. dr Dragan Lončar
prof. dr Lidija Barjaktarović
doc. dr Renata Pindžo

RECENZENTI

prof. dr Dragan Đuričin
prof. dr Stevo Janošević
prof. dr Snežana Popovčić-Avrić

DIZAJN I PRIPREMA ZA ŠTAMPU:

MaxNova Creative, Beograd
www.maxnova.rs

DIZAJN KORICA:

MaxNova Creative, Beograd
www.maxnova.rs

ŠTAMPA:

Čugura print d.o.o. Beograd.

ISBN:

© 2015.

Sva prava su zadržana. Nijedan deo ove publikacije ne može biti reprodukovan niti smešten u sistem za pretraživanje ili transmitovanje u bilo kom obliku, elektronski, mehanički, fotokopiranjem, snimanjem ili na drugi način, bez prethodne pismene dozvole autora.

| 0 | UVODNE NAPOMENE

Poznato je da je Srbija privreda u tranziciji, koja u značajnoj meri pati od investicione kratkovidosti uslovljene niskim stepenom efektivnosti prethodno implementiranih projekata. U takvim okolnostima uočava se potreba za prihvatanjem najbolje kombinacije metoda za finansijsku evaluaciju projekata.

Za razliku od konvencionalnog pristupa, koji teži skraćivanju faze konceptualizacije projekta i što bržem započinjanju faze izvršenja projekta, danas se, pre započinjanja realizacije projekta zahteva priprema svih neophodnih analiza. Srce projektne dokumentacije, koja će biti osnova za realizaciju projekta, čini studija izvodljivosti projekta, a u okviru nje studija finansijske izvodljivosti projekta.

Studija finansijske izvodljivosti projekta treba da pomogne investitoru u donošenju odluke u vezi investiranja novca u konkretni projekat. Ideja je da se na bazi projektovanih novčanih tokova projekta izračuna vrednost odabranih investicionih pokazatelja i da se, na bazi jasnih i/ili subjektivnih investicionih kriterijuma, interpretira dobijena vrednost projekta. Navedeni postupak spada u domen metodologije za finansijsku evaluaciju projekata.

Osnovni cilj ove monografije je prikaz i razjašnjenje metodologije za finansijsku evaluaciju projekata. Ideja je da se na jednom mestu izlože karakteristike svih relevantnih metoda za vrednovanje projekata, kao i da se na praktičan i računarski podržan način prođe kroz algoritam njihove primene u praksi. Korisno je kritički sagledati domete preovlađujućih metoda za finansijsku evaluaciju projekata, kao što su neto sadašnja vrednost (NPV) i interna stopa prinosa (IRR) i predložiti odgovarajuća rešenja za njihovo unapređenje. Na ovom mestu je veoma bitno dati teorijsku i praktičnu elaboraciju metoda analize realnih opcija (ROA), koja polako ali sigurno zamenjuje metod NPV i IRR u procesu finansijske evaluacije projekata.

Drugi značajan cilj autora je da dovedu u vezu metode za istraživanje tržišta i metode za vrednovanje projekata u procesu selekcije projekata i na ovaj način pruži korisne preporuke donosiocima odluka koje metode koristiti kod različitih tipova projekata. Fokus je na dodirnim tačkama ove dve karike ili faze procesa odlučivanja sa ciljem iznalaženja najprihvatljivijih kombinacija metoda za istraživanje tržišta i metoda za finansijsku evaluaciju projekata. Osnovna ideja uparivanja ove dve grupe metoda leži u težnji da se zaokruži i integralno posmatra proces odlučivanja u vezi sa projektima. Polazeći od specifičnosti različitih tipova projekata analiza ide u pravcu uopštavanja kako bi se utvrdile zakonitosti koje važe za najveći broj ili čak za sve vrste projekata.

U svrhu ostvarenja prethodno navedenih ciljeva, knjiga je strukturirana u osam povezanih celina.

Prvi deo ovog rada ima za cilj da pruži konceptualno razjašnjenje osnovnih pojmova. Ideja je da se napravi distinkcija između redovnih i projektnih aktivnosti u okviru preduzeća, kako bi se utvrdile specifičnosti upravljanja novim poduhvatima, odnosno projektima. Težište je na definiciji projekta, klasifikaciji projekata po različitim kriterijumima i elaboraciji pojma životnog ciklusa projekta. Projekat će se definisati iz ugla prirode aktivnosti i rezultata, iz ugla mrežnih modela i iz organizacionog ugla. Navešće se nekoliko ključnih klasifikacija projekata pri čemu će se najviše insistirati na kriterijumu područja realizacije. Pojam životnog ciklusa projekta će biti sagledan iz opšteg konceptualnog ugla, uzimajući pri tome u obzir specifičnosti faza životnog ciklusa kod različitih tipova projekata.

Drugi deo rada će imati naglasak na fazi izvodljivosti projekta, i, još preciznije, na fazi finansijske izvodljivosti projekta. Studija finansijske izvodljivosti projekta će se posmatrati kroz tri bitne celine. To su: tehnički deo, ekonomski deo i finansijski deo. Najveći akcenat će biti na finansijskom delu studije izvodljivosti i procesu finansijske evaluacije projekta u tri koraka (projekcija novčanih tokova, obračun vrednosti investicionog pokazatelja i donošenje odluke). Na ovom mestu će se posebno analizirati metode za projektovanje novčanih tokova, dok će se elaboracija obračuna investicionih pokazatelja ostaviti za treći i četvrti deo ove knjige.

Treći i četvrti deo će se baviti analizom metoda za finansijsku evaluaciju projekata. Ove metode se dele u tri grupe: tradicionalne statičke, tradicionalne dinamičke i savremene. Tradicionalne statičke metode su: računovodstvena stopa prinosa

i period povraćaja. Tradicionalne dinamičke metode su: neto sadašnja vrednost, interna stopa prinosa, indeks rentabiliteta i diskontovani period povraćaja. Predstavnici savremenih metoda za finansijsku evaluaciju projekata su: analiza realnih opcija, Monte Karlo simulacija, drvo odlučivanja i razne forme optimizacionih modela. Tradicionalne metode će biti ukratko teorijski elaborirane, potom će biti navedeni računski primeri i ukazaće se na njihove prednosti i mane. Složene metode će biti detaljno elaborirane, uz navođenje argumentacije u prilog njihove konceptualne superiornosti u odnosu na osnovne metode, ali i razloga još uvek sporog prihvatanja ovih metoda od strane donosioca odluka.

Peti deo knjige će se baviti komparacijom svih navedenih metoda za finansijsku evaluaciju projekata, pri čemu će se prezentovati studije slučajeva iz prakse u vezi primene pojedinačnih metoda finansijske evaluacije projekata, kao i specifičnosti primene ovih metoda kod različitih tipova projekata.

Šesti deo knjige će pokušati da osvetli veze koje postoje između metoda analitičkog marketinga i metoda finansijske evaluacije projekata. Navešće se tri primera finansijske evaluacije projekata iz prakse, gde će se u konkretnom projektnom ambijentu, naglasiti tačke upliva rezultata istraživanja tržišta u proces finansijske evaluacije projekta.

U sedmom delu knjige, biće analizirano projektno finansiranje sa aspekta najznačajnijih kreditora na domaćem i inostranom tržištu - poslovnih banaka. Prvo će biti obrađeno pojmovno određenje, karakteristike i značaj projektnog finansiranja. Potom će biti prezentovana operativna realizacija projektnog finansiranja, na primeru garni hotela. U svrhu boljeg razumevanja navedene problematike, biće prezentovano donošenje odluke o investicionom kreditu kompanije u industriji štampe i grafičkog dizajna, i kreditu za projektno finansiranje izgradnje stambeno-poslovnog objekta u Beogradu (u prilogu knjige).

U osmom delu rada, biće prikazane mogućnosti finansiranja infrastrukturnih projekata od strane javnog sektora, kao i moguća partnerstava javnog i privatnog sektora u realizaciji kapitalnih javnih investicija. Ovde će se analizirati prakse obračuna vrednosti za novac u Velikoj Britaniji, Kanadi, Australiji, Republici Hrvatskoj i Republici Srbiji, kao i definisanje komparatora javnog sektora. Poglavlje će biti završeno prikazom konkretnih primera: obračuna vrednosti za novac na primeru izgradnje bolnice u Australiji, poređenja troškova izgradnje studentskog

doma primenom tradicionalnog i JPP modela, obračuna komparatora javnog sektora na projektu izgradnje auto-puta i primene realnih opcija za potrebe vrednovanja JPP projekata (u prilogu knjige).

U zaključnim napomenama će se izvesti ključne ideje i ukazati na bitne trajektorije za buduća relevantna istraživanja autora.

Poseban doprinos knjige se ogleda u praktičnoj primeni teorijskih saznanja iz oblasti vrednovanja projekata na:

- korišćenje *Microsoft Office - Excel* alata u svrhu donošenja odluka o isplativosti projekata,
- donošenje odluka o odobravanju investicionog kredita i kredita za projektno finansiranje, iz perspektive domaćih i inostranih kreditora,
- realizaciju projekata javno-privatnog partnerstva u oblasti obrazovanja i infrastrukture.

Autori su zajednički radili na izradi ove knjige, pri čemu je prof. dr Dragan Lončar dao značajan doprinos u prvih šest delova knjige, prof. dr Lidija Barjaktarović u sedmom delu knjige, dok je docent dr Renata Pindžo imala konkretan doprinos u osmom delu knjige.

Autori koriste ovu priliku da se posebno zahvale recezentima i drugim saradnicima čije su ideje i korisne sugestije doprinele unapređenju kvaliteta knjige. Takođe, autori će sa zahvalnošću prihvatiti sve sugestije i dobronamerne kritike koje bi mogle doprineti da ova knjiga u svojim narednim izdanjima još bolje ispuni svrhu kojoj je namenjena.

Autori

Beograd, 2015.