Radosław Pastusiak
Uniwersytet Łódzki

INWESTYCJE NA PLATFORMIE NEWCONNECT – BUDOWA PORTFELA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Wstęp

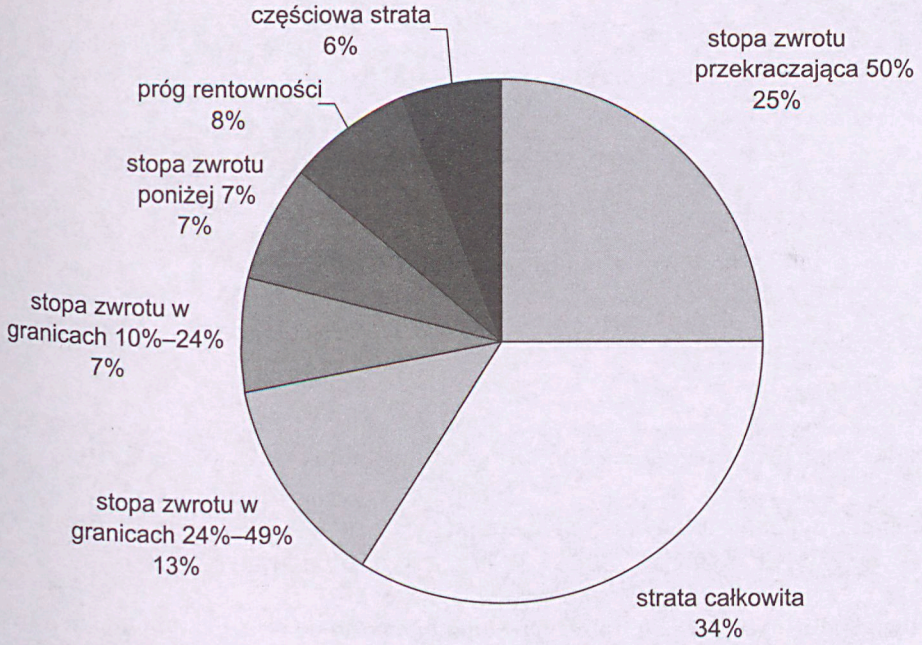
Rynek NewConnect (NC) na stałe wpisał się w krajobraz polskiego rynku kapitałowego. Z założenia został on stworzony dla przedsiębiorstw chcących pozyskać kapitał, jako przystanek przed rynkiem regulowanym kapitałowym. Rynek NC oferuje inwestorom możliwość zakupu akcji przedsiębiorstw z wielu sektorów, mają one jednak pewną cechę wspólną – dużą zawartość nowej myśli technologicznej oraz know-how.

Celem tego artykułu jest próba określenia procedury budowy portfela papierów wartościowych z udziałem akcji spółek notowanych na rynku ASO. Aby zrealizować cel, postawiono hipotezę, mówiącą, że skuteczne inwestowanie na rynku NC wiąże się z zastosowaniem narzędzi i mechanizmów wyboru portfela, jak przy inwestycjach *venture capital.*

1. Inwestycje NewConnect a inwestycje na rynku niepublicznym

Inwestowanie na rynku NewConnect jest zaliczane do grona inwestycji o dużym ryzyku. Wiąże się to ze specyfiką tego rynku, w znacznej mierze młode przedsiębiorstwa, sprzedające właściwie swoje plany oraz wizję i marzenia założycieli, są narażone na różnorodne ryzyko, od najbardziej prozaicznego nietrafienia z produktem lub usługą w oczekiwania klientów, do konfliktu wewnątrz spółki. Konsekwencją tego jest zupełna nieprzewidywalność kursu akcji nawet w krótkim terminie, co oznacza dużą zmienność i możliwość straty zainwestowanego kapitału, ale także odniesienie znacznych zysków. Przypomina to inwestycje podejmowane na rynku niepublicznym przez aniołów biznesu czy fundusze *venture capital.* Na rysunku 1 przedstawiono rozkład stóp zwrotu z inwestycji dokonywanych

przez aniołów biznesu. Ewidentnie widać polaryzację otrzymanych wyników – 25% inwestycji osiąga zwrot ponad 50-procentowy, ale 34% inwestycji kończy się bankructwem.



Rysunek 1. Stopa zwrotu z inwestycji dokonywanych przez aniołów biznesu w Wielkiej Brytanii

Źródło: (Introduction 2006, s. 58)

Pozostałe 41% inwestycji osiągnęło stopy zwrotu pomiędzy 49% a częściową stratą. Wydaje się, że w stosunku do ponoszonego przez aniołów biznesu ryzyka, związanego z całkowitą stratą kapitału, liczba projektów o dochodzie powyżej 50% jest relatywnie mała. W przypadku rynku ASO, nie są jeszcze dostępne porównywalne dane, jednakże analiza stóp zwrotu firm notowanych na NC pozwala na wyciągnięcie wniosków. Mianowicie ze 107 przedsiębiorstw notowanych na NC tylko 27 osiągnęło dodatnią stopę zwrotu od dnia debiutu do 8 stycznia 2010 r. (dane rynku NewConnect). Warto zauważyć, że kilka przedsiębiorstw osiągnęło stopę zwrotu większą niż 100%, jednocześnie siedemnaście firm straciło 75% swojej wartości początkowej. Należy zaznaczyć, że stopa zwrotu na polskim rynku ASO została osiągnięta w okresie złej koniunktury gospodarczej.

Zróżnicowanie w zakresie osiąganych stóp zwrotu jest pokaźne. Dodatkowych danych dostarczają tabele 1 i 2.

Tabela 1. Firmy z ASO z najwyższymi stopami zwrotu od dnia debiutu do 8 stycznia 2010 r.

Spółka	Data debiutu	Sektor	Stopa zwrotu (w %)
Domexbud	2008-10-09	nieruchomości	64,14
PTI	2009-05-18	usługi finansowe	72,06
Quercus	2008-09-11	inwestycje	75,00
EUIMPLANT	2008-03-18	zdrowie	92,86
ROCCA	2008-10-07	budownictwo	98,02
Pragmaink	2008-04-14	inwestycje	100,29
AUXILIUM	2007-09-27	usługi finansowe	103,80
ATON	2008-02-29	technologie	140,82
ReadGene	2009-02-12	technologie	170,37
Wealth Bay	2009-03-12	usługi inne	619,18

Źródło: dane rynku NewConnect.

W tabeli 1 zamieszczono spółki, od dnia debiutu do 8 stycznia 2010 r., które osiągnęły najwyższe stopy zwrotu. Specyfika ASO wskazuje na czas funkcjonowania firmy jako istotną zmienną warunkującą rentowność. Większość firm po raz pierwszy była notowana w 2008 i 2009 r., tylko jedna firma w 2007 r.

Tabela 2. Firmy z ASO z najniższymi stopami zwrotu od dnia debiutu do 8 stycznia 2010 r.

Spółka	Data debiutu	Sektor	Stopa zwrotu (w %)
Viaguara	2007-08-30	handel	-97,88
VENO	2008-02-07	inwestycje	-95,21
EPIGON	2008-02-13	handel	-91,09
Virtual Vision	2007-08-30	media	-89,87
WDM	2007-08-30	inwestycje	-88,42
Alumast	2008-01-03	budownictwo	-85,77
ECM	2008-01-24	inwestycje	-84,00
Zakupy.com	2008-06-24	handel	-83,83
Makolab	2007-12-21	informatyka	-83,73
Sakana	2008-05-08	wypoczynek	-83,52

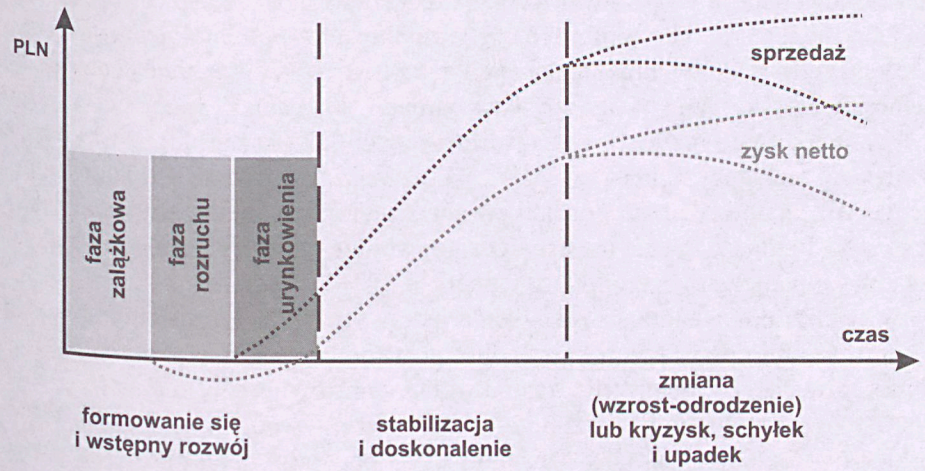
Źródło: jak do tabeli 1.

Tabela 2 pokazuje przedsiębiorstwa o najniższych stopach zwrotu od daty notowania. Tutaj również czas jest elementem decydującym, bowiem wszystkie firmy umieszczone w tym zestawieniu są kwotowane od 2007 i 2008 r., a trzy z nich (WDM, Viaguara, Virtual Vision) są notowane od początku funkcjonowania NC.

Dane te udowadniają jak trudno jest wypracować wartość dodaną ze spółek nowych technologii.

2. Założenia budowy portfela inwestycji na podstawie NewConnect

Zgodnie z rysunkiem 2, wartość dodana w początkowej fazie rozwoju przedsiębiorstwa jest maksymalizowana w trakcie formowania i wstępnego rozwoju przedsiębiorstwa. W tej fazie występuje największe ryzyko i największe przyrosty wartości akcji firmy, co jest widoczne po stopach zwrotu z akcji za 2009 r.



Rysunek 2. Fazy tworzenia nowego przedsiębiorstwa na tle cyklu życia

Źródło: Platonoff i Sysko-Romańczuk (2003)

Fazy zalążkowa, rozwoju oraz urynkowienia są w życiu firmy okresem, kiedy ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa jest szczególnie wysokie. Co więcej, zmienność cen jaka wówczas występuje jest znaczna, niestety, taka sytuacja oraz krótki okres danych dostępnych w początkowej fazie funkcjonowania firmy, według autora, uniemożliwia wykorzystanie klasycznych portfelowych metod optymalizacji inwestycji.

Aby zrealizować cele stawiane przed publikacją, założono, że parametrami decydującymi o podjęciu inwestycji w akcje notowane na NC będą: bieżąca wycena rynkowa, czas funkcjonowania przedsiębiorstwa, wskaźniki wyceny rynkowej, takie jak na P/E oraz P/BW, liczba akcji w wolnym obrocie (*free float*), oraz zaangażowanie innych instytucji finansowych. Ograniczenia założone dla tak skonstruowanego portfela opierały się na:

1. Czasie funkcjonowania portfela – trzy lata lub zysk 400% wartości początkowej.
2. Obronie spadku wartości cen akcji o 30% w stosunku do ceny wejścia.
3. Likwidacji zaangażowania instytucji finansowych.

Pierwszym filtrem dla wyboru przedsiębiorstw będzie bieżąca wycena rynkowa, kalkulowana jako stopa zwrotu z akcji od daty debiutu na NC. Arbitralnie przyjęto założenie, że można wziąć pod uwagę jedynie przedsiębiorstwa z dodatnią lub maksymalnie 30-procentową ujemną stopą zwrotu. Według danych na 8 stycznia 2010 r., tylko 48 przedsiębiorstw spełniało to kryterium. Oczywiście, tak słabe wyniki mogą być skutkiem bieżącej sytuacji rynkowej, okresowych wahań cen spółki, ale także złej sytuacji przedsiębiorstwa. Kolejnym kryterium jest czas funkcjonowania firmy – oczywiście, najbardziej newralgiczne są pierwsze trzy lata działalności, zatem to kryterium będzie gratyfikowało spółki o dłuższym stażu.

Wskaźniki rynkowe oraz liczba akcji w wolnym obrocie to inne cechy przedsiębiorstwa na zorganizowanym rynku wymiany, jakie należy wziąć pod uwagę.

Zaangażowanie innych instytucji finansowych jako kryterium jest być może działaniem asekuracyjnym na zasadzie, „jak się inni zaangażowali, to i ja też mogę", ale weryfikacja firmy przez sformalizowane kryteria analizy inwestycyjne, jakimi dysponują fundusze i firmy inwestycyjne, powoduje ugruntowanie w inwestorach zasadności podjętej decyzji inwestycyjnej.

W załączniku 1 zamieszczono pełną listę wybranych przedsiębiorstw, wraz z informacjami dotyczącymi kursu, obrotu, wartości rynkowej, sektora, udziału inwestorów instytucjonalnych, czasu utworzenia firmy i notowania na NC.

Aby uszczegółowić i bardziej zawęzić analizę, wśród wybranych 48 przedsiębiorstw dokonano bardziej szczegółowego podziału, dzięki któremu można wyciągnąć pewne wnioski. Firmy pogrupowano według czynników, które mogą decydować o atrakcyjności inwestycyjnej akcji, a dotyczą wskaźników rynkowych, udziału drobnych inwestorów (poniżej 5% akcji), sektorów oraz daty utworzenia przedsiębiorstwa. W tabeli 3 umieszczono przedsiębiorstwa, które generują zysk netto, dzięki czemu można dla nich policzyć wskaźnik P/E. Wartości wskaźników P/E oraz P/BW w niektórych przedsiębiorstwach są bardzo wysokie. Oznacza to, że stosunek ceny akcji do przypadającego na nią zysku netto jest bardzo wysoki, co świadczy o oczekiwaniach inwestorów na nadzwyczajne zyski wypracowywane przez firmy w przyszłości. Powyższe wskaźniki są w dużej mierze zależne od sektora, w jakim działa dane przedsiębiorstwo.

Innym zestawieniem, dla którego informacji dostarcza tabela w załączniku 1, jest liczba sektorów reprezentowanych przez firmy na NC. Na koniec 2009 r. na tym rynku było reprezentowanych trzynaście sektorów. W danym sektorze jest notowanych od dwóch do dziesięciu firm. Zdecydowanie największą średnią wartość firmy ma sektor zdrowie, pomimo że są tam tylko cztery przedsiębiorstwa. W tabeli 4 zamieszczono dane przedsiębiorstw o największym udziale drobnych inwestorów

– poniżej 5% głosów na WZA. Duży udział inwestorów indywidualnych wskazuje na potencjalne możliwości zajmowania pozycji, bez konsekwencji wpływu na kurs. Ale jednocześnie zwiększa się prawdopodobieństwo ataków spekulacyjnych.

Tabela 3. Wybrane przedsiębiorstwa według wskaźników rynkowych

Lp.	Spółka	Sektor	Data pierwszego notowania	P/BW i P/E	Udział drobnych inwestorów (poniżej 5%)
1	Read Gene	technologie	2009-02-12	16,49 / 129,8	15,60
2	Auxilium	usługi finansowe	2007-09-27	2,09 / 13,3	34,10
3	Pragmaink	inwestycje	2008-04-14	2,26 / 8,80	14,37
4	Euroimplant	zdrowie	2008-03-18	6,47 / 14,97	10,72
5	PTI	usługi finansowe	2009-05-18	6,66 / 78,10	67,92
6	Domeexbud	nieruchomości	2008-10-09	3,48 / 73,60	5,59
7	APS	technologia	2008-12-19	4,48 / 19,0	48,48
8	Transpol	usługi inne	2008-09-12	13,75 / 130,50	6,63
9	TesGas	budownictwo	2009-07-08	3,00 / 16,10	24,49
10	Ekopol	technologie	2008-08-27	1,06 / 12,70	26,69

Źródło: jak do tabeli 1.

Tabela 4. Wybrane przedsiębiorstwa według udziału drobnych inwestorów

Lp.	Udział inwestorów poniżej 5% akcji (%)	Spółka	Sektor
1	67,92	PTI	usługi finansowe
2	64,38	Lokatybud	media
3	48,48	APS	technologia
4	46,34	ATON	technologia
5	42,55	Carbon	technologia
6	40,93	Telestrada	telekomunikacja
7	40,55	Ekoexport	usługi inne
8	36,12	Quercus	inwestycje
9	34,10	Auxilium	usługi finansowe
10	32,74	Inbook	e-handel

Źródło: jak do tabel 1.

W tabeli 5 przeanalizowano przedsiębiorstwa według udziału inwestorów instytucjonalnych.

Tabela 5. Wybrane przedsiębiorstwa według udziału inwestorów instytucjonalnych

Lp.	Nazwa	Sektor
1	ATON	Technologia
2	Pragmaink	Inwestycje
3	Symbio	Handel
4	Internity	Budownictwo
5	Inteliwis	Informatyka
6	KREC	Usługi inne
7	Carbon	Technologia

Źródło: jak do tabeli 1.

Wśród wybranych przedsiębiorstw występuje jedynie siedem firm, w które zainwestowały fundusze inwestycyjne zajmujące się zawodowo inwestowaniem. Spektrum sektorów wskazuje na różnorodne zainteresowania funduszy.

Ostatnie wzięte pod uwagę kryterium dotyczy wieku utworzenia przedsiębiorstwa. Analizując wiek firmy na podstawie informacji zawartych w załączniku, można wyróżnić trzy grupy przedsiębiorstw – utworzonych pomiędzy 1989 a 2000 r., utworzonych pomiędzy 2001 a 2005 r. oraz po 2005 r. Zależności pomiędzy wiekiem przedsiębiorstwa a zyskownością są wyraźnie widoczne. Prawie wszystkie przedsiębiorstwa utworzone w 2000 r. lub wcześniej generują zysk netto. Z tej grupy na trzynaście firm jedynie trzy nie mają zysku netto. Z drugiej grupy przedsiębiorstw siedem na piętnaście firm nie ma zysku netto. Natomiast z firm utworzonych po 2005 r., jedynie pięć na dwadzieścia ma zysk netto. W tym przypadku czas funkcjonowania przedsiębiorstwa jest elementem zmniejszającym ryzyko poprzez lepsze rozpoznanie na rynku, inną fazę wzrostu przedsiębiorstwa, stabilniejszy akcjonariat i stosunki korporacyjne.

Podsumowanie

W końcowym etapie podejmowania decyzji należy się skoncentrować na przedsiębiorstwach, które wyróżniają się z punku widzenia wskaźników rynkowych oraz czasu funkcjonowania, przy jednoczesnym wzięciu pod uwagę składu akcjonariatu. Przeprowadzone analizy wskazują na duże zróżnicowanie przedsiębiorstw notowanych na NC, na które składa się zróżnicowanie sektorowe, zyskowność, długość trwania firmy, udział inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Na skutek przeprowadzonych analiz, wyodrębniono kilkanaście spółek spełniających wyznaczone kryteria, które mogą rokować osiągnięcie zysków w przyszłości przy jednoczesnym akceptowalnym ryzyku inwestycyjnym.

W toku przeprowadzonych analiz można wyciągnąć następujące wnioski:

Załącznik. Zestawienie przedsiębiorstw wybranych dla analizy

Lp.	Nazwa firmy	Sektor	Data pierwszego notowania	Utworzenie firmy	Inne instytucje	P/BW i P/E	Udział akcjonariuszy poniżej 5%.	Zmiana kursu akcji (%)
1	Wealth Bay	Usługi inne	2009-03-12	2008-12-17	–	60,35/ -	13,05	619,18
2	Read Gene	Technologie	2009-02-12	2009-01-19	–	16,49/ 129,8	15,60	170,37
3	ATON	Technologie	2008-02-29	2005-09-08	tak	5,6 / -	46,34	140,82
4	Auxilium	Usługi finansowe	2007-09-27	1995-01-16	–	2,09 / 13,3	34,10	103,80
5	Pragmaink	Inwestycje	2008-04-14	2002-04-19	tak	2,26 / 8,80	14,37	100,29
6	Rocca	Budownictwo	2008-10-07	2005-02-16	–	6,06 / -	3,52	98,02
7	Euroimplant	Zdrowie	2008-03-18	2000-08-28	–	6,47 / 14,97	10,72	92,86
8	Quercus	Inwestycje	2008-09-11	2007-08-21	–	9,71 / -	36,12	75,00
9	PTI	Usługi finansowe	2009-05-18	1999-10-20	–	6,66 / 78,10	67,92	72,06
10	Domeexbud	Nieruchomości	2008-10-09	2004-01-08	–	3,48 / 73,60	5,59	64,14
11	PGSSOFT	Informatyka	2008-10-29	2006-09-01	–	4,30 / -	10,28	63,33
12	APS	Technologie	2008-12-19	1993-10-08	–	4,48 / 19,0	48,48	56,00
13	Transpol	Usługi inne	2008-09-12	2008-05-26	–	13,75 / 130,50	6,63	53,85
14	ORZLOpony	e-handel	2008-04-10	2007-12-19	–	2,41 / -	24,17	47,43
15	TesGas	Budownictwo	2009-07-08	2000-06-27	–	3,00 / 16,10	24,49	39,90
16	Ekopol	Technologie	2008-08-27	1989-12-01	–	1,06 / 12,70	26,69	39,07
17	Artele	Usługi inne	2009-07-31	2003-08-23	–	11,80 / 45,40	22,50	35,29
18	C2A	Media	2009-08-25	2008-02-26	–	21,20 / -	10,47	35,29
19	Symbio	Handel	2008-12-15	1998-06-01	tak	6,49 / 12,89	0,41	30,16
20	Milkpol	Handel	2008-11-14	2008-04-30	–	5,93 / 26,89	17,46	25,00
21	IAI	Informatyka	2009-12-16	2009-10-01	–	12,32 / -	8,04	19,43
22	Ekoexport	Usługi inne	2009-07-16	2003-02-10	–	2,59 / 17,40	40,55	18,23
23	Internity	Budownictwo	2008-12-16	1992-01-01	tak	5,89 / -	9,74	17,92
24	OneRay	Inwestycje	2009-10-08	1990-01-01	–	2,93 / -	17,55	11,11

Lp.	Nazwa firmy	Sektor	Data pierwszego notowania	Utworzenie firmy	Inne instytucje	P/BW i P/E	Udział akcjonariuszy poniżej 5%.	Zmiana kursu akcji (%)
25	Urlopy.pl	Wypoczynek	2008-09-02	2007-06-25	–	8,55 / 39,50	7,50	9,09
26	Inteliwis	Informatyka	2008-04-15	2008-01-23	tak	17,02 / -	12,55	5,49
27	Mineral	Informatyka	2008-07-01	2002-10-18	–	2,84 / 7,60	8,43	2,12
28	Cerabud	Budownictwo	2009-12-21	2007-09-01	–	3,40 / -	10,61	0,00
29	Telestrada	Telekomunikacja	2007-11-15	2001-06-01	–	1,64 / 7,60	40,93	-3,06
30	Pharmena	Zdrowie	2008-08-25	2002-11-02	–	9,81 / -	8,38	-5,45
31	Hydrapres	Technologie	2009-03-06	2003-09-15	–	0,59 / -	18,86	-8,00
32	Lokatybud	Media	2008-12-12	2008-05-08	–	33,24 / -	64,38	-10,00
33	MERA	Budownictwo	2007-09-20	1989-03-10	–	1,12 / 12,30	25,54	-16,15
34	XPLUS	Informatyka	2008-05-29	2007-11-09	–	15,42 / -	9,33	-16,67
35	Fastfin	Inwestycje	2008-05-06	2004-07-06	–	6,20 / 19,80	11,96	-17,11
36	DentA Medical	Zdrowie	2009-12-17	2005-04-15	–	–	–	-17,65
37	Ruch Chorzów	Wypoczynek	2008-12-04	2004-11-23	–	–	15,22	-19,02
38	SSI	Technologie	2007-11-06	2004-11-25	–	2,41 / 14,70	32,63	-19,44
39	Selenity	Zdrowie	2009-10-30	2007-12-21	–	28,41 / -	7,69	-20,00
40	Epictures	Media	2009-12-22	2009-08-12	–	–	–	-22,37
41	KREC	Usługi inne	2008-02-14	2007-10-30	tak	1,69 / 34,40	10,82	-23,37
42	BGSenergy	Technologia	2009-09-28	2004-06-29	–	3,88 / -	24,67	-23,86
43	Hotblok	Budownictwo	2009-05-19	2000-12-28	–	3,08 / -	23,22	-25,19
44	WADEX	Budownictwo	2008-06-03	1996-06-01	–	2,06 / 8,70	5,93	-25,26
45	PPG	Nieruchomości	2009-10-13	2008-10-10	–	5,50 / -	0,87	-27,73
46	Karbon	Technologie	2008-10-08	2007-08-16	tak	9,29 / -	42,55	-28,57
47	Inbook	e-handel	2008-11-27	2000-12-18	–	5,68 / 43,70	32,74	-29,41
48	Dom zdrowia.pl	e-handel	2008-09-16	2007-09-27	–	–	–	-30,00

Źródło: jak do tabeli 1.

- Inwestycje na rynku NC charakteryzują się dużym ryzykiem inwestycyjnym, co potwierdza zmienność stóp zwrotu. Podobne ryzyko inwestycyjne występuje przy inwestycjach *venture capital*.
- Czas funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku ASO jest czynnikiem wpływającym na osiąganą stopę zwrotu – im dłuższy okres, tym niższy zysk. Oznacza to trudności z realizacją założonej strategii przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę sformułowane wnioski, postawiona hipoteza wydaje się potwierdzona.

Bibliografia

Dane statystyczne rynku NewConnect

Introduction to business angels and business angels activity in Europe, (2006) EBAN za: Mikołajczyk B., Krawczyk M., Aniołowie biznesu w sektorze MSP, Difin, Warszawa 2007.

Platonoff A., Sysko-Romańczuk S. (2003), *Dynamiczne modelowanie funkcjonowania przedsiębiorstwa*, Organizacja i kierowanie, nr 2 (112).

INVESTMENTS IN NEWCONNECT – BUILDING STOCKS PORTFOLIO

Summary

Platform NewConnect is fixed element of the polish capital market. NC was created for companies which would like to find equity capital before to main market. Main goal of this paper is describe procedure of building portfolio stocks with NC. Paper verifying hypothesis: efficient investing in NC, is very close to investing in non public capital market like venture capital funds or Business Angel and risk procedures should be similar. Analysis shows serious differentiation companies in NC, in braches, efficiency, lifetime of companies, investment funds and individuals. Analyzed factors are the same like procedures in venture capital funds in non public market, of course apart personal analysis owner and directors.