



**WYCENA
POLSKICH
MENEDŻERÓW**

TOP 30

EDYCJA 2017



**PIERWSZY RANKING
NAJWYŻEJ WYCENIANYCH MENEDŻERÓW
NA GPW – TOP 30 EDYCJA 2017**

ZBIGNIEW JAGIEŁŁO

PREZES PKO BP

WART 521 MLN ZŁOTYCH

Prezes PKO BP Zbigniew Jagiełło jest „najdroższym” giełdowym menedżerem wg rankingu Martis CONSULTING TOP 30 edycja 2017. Jego wartość oszacowano na 521 mln zł. Tuż za nim uplasował się Wojciech Jasiński z PKN ORLEN (514 mln zł) i Brunon Bartkiewicz z ING BSK (307 mln zł). O taką hipotetyczną wartość spadłaby giełdowa wycena zarządzanych przez nich spółek w przypadku ich rezygnacji lub odwołania.

Raport „Wycena polskich menedżerów TOP 30 edycja 2017” to pierwszy w Polsce ranking wartości osób kierujących spółkami notowanymi na polskiej giełdzie. Badaniem zostali objęci prezesi największych spółek notowanych na GPW z indeksów WIG20 i mWIG40, którzy zajmują swoje stanowiska co najmniej od 1 kwietnia 2016 r. O miejscu w rankingu decydowały trzy podstawowe czynniki – dynamika zmiany kursu w okresie 01.01.2016 – 30.06.2017 i dynamika zmiany EBITDA na koniec 2016 roku oraz ekspercka ocena kompetencji, umiejętności i doświadczenia prezesów. Dodatkowym czynnikiem wyceny prezesów była wielkość zarządzanej przez nich firmy, mierzona kapitalizacją.

Bazą do ostatecznej wyceny była procentowa historyczna średnia wartość spadku kapitalizacji spółki na GPW w wyniku odejścia dobrze postrzeganego przez rynek prezesa z zajmowanego stanowiska (-4,2%). Po korekcie związanej z odreagowaniem na kolejnej sesji wskaźnik ten wyniósł (-1,57%). W paru przypadkach spadki kursów po rezygnacji „głośnych” nazwisk były tak spektakularne, że wartość spółki w ciągu 2-3 dni topniała np. aż o 1,77 mld zł (Michał Krupiński – PZU), czy o 0,8 mld zł (Dominik Libicki – Cyfrowy Polsat).

Łączna wartość trzydziestu menedżerów zaprezentowanych w rankingu wynosi 3,1 mld zł. Najwyżej, na 521 mln zł, wyceniony został Zbigniew Jagiełło, prezes PKO BP. Drugie miejsce, z wyceną 514 mln zł, przypadło Wojciechowi Jasińskiemu, prezesowi PKN ORLEN. Trzecie miejsce zajął Brunon Bartkiewicz, prezes ING Banku Śląskiego, którego wartość dla spółki została oszacowana

na 307 mln zł. Łączna wartość menedżerów zajmujących miejsca na podium została oszacowana na 1,34 mld zł, a więc ponad 43% wartości całego rankingu. Na kolejnych miejscach w TOP10 uplasowali się Piotr Woźniak (PGNiG), Cezary Stypułkowski (mBank), Dariusz Miłek (CCC), Marek Piechocki (LPP), Tobiasz Solorz (Cyfrowy Polsat), Jorge Joao Bras (Bank Millennium), Henryk Baranowski (PGE).



Tabela 1. Ranking wyceny prezesów w pierwszym raporcie „Wycena polskich menedżerów TOP 30 edycja 2017”

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Wycena prezesa
1	PKO BP	Jagiełło	Zbigniew	521 143 740 zł
2	PKN ORLEN	Jasiński	Wojciech	513 666 243 zł
3	ING Bank Śląski	Bartkiewicz	Brunon	307 456 432 zł
4	PGNiG	Woźniak	Piotr	228 777 654 zł
5	mBank	Stypułkowski	Cezary	203 310 872 zł
6	CCC	Milek	Dariusz	155 036 958 zł
7	LPP	Piechocki	Marek	125 781 341 zł
8	Cyfrowy Polsat	Solorz	Tobias	103 429 743 zł
9	Bank Millennium	Joao Bras	Jorge	97 208 338 zł
10	PGE	Baranowski	Henryk	91 847 424 zł
11	Kruk	Krupa	Piotr	89 713 047 zł
12	CD Projekt	Kiciński	Adam	87 411 370 zł
13	Budimex	Blocher	Dariusz	68 228 791 zł
14	Bank Handlowy	Sikora	Sławomir	64 882 420 zł
15	GTC	Kurzmann	Thomas	50 930 586 zł
16	Kęty	Mańko	Dariusz	45 609 562 zł
17	Kernel	Verevskiy	Andrey	41 015 661 zł
18	Enea	Kowalik	Miroslaw	40 169 197 zł
19	Stalprodukt	Janeczek	Piotr	35 442 822 zł
20	Orbis	Clavie	Gilles	35 378 657 zł
21	Eurocash	Amaral	Luis	35 378 614 zł
22	Asseco Poland	Góral	Adam	30 272 687 zł
23	Forte	Formanowicz	Maciej	23 767 946 zł
24	Bogdanka	Szlaga	Krzysztof	22 342 214 zł
25	Ciech	Tybura	Maciej	21 648 653 zł
26	Comarch	Filipiak	Janusz	16 532 030 zł
27	Sanok	Łęcki	Marek	14 223 802 zł
28	Medicalgorithmics	Dziubiński	Marek	14 018 570 zł
29	Robyg	Okoński	Zbigniew	11 432 060 zł
30	Wawel	Orłowski	Dariusz	10 508 966 zł

Podstawowym warunkiem koniecznym dla uwzględnienia w badaniu było pełnienie przez menedżera funkcji prezesa zarządu nie krócej niż od 1 kwietnia 2016 roku – początku II kwartału i jednocześnie szczytu sezonu publikacji raportu rocznych. Przyjęciu takiego ograniczenia przyświecało założenie, że menedżer zajmujący swoje stanowisko w krótszym okresie, nie miał jeszcze szansy zbudować odpowiedniej pozycji i wartości dla spółki. Dlatego też w rankingu nie znaleźli się m.in. prezesi niektórych spółek Skarbu Państwa, którzy stanowiska objęli w ostatnich miesiącach. Ostatecznie do wycenienia zakwalifikowało się trzydzieści osiem spółek, z których trzydzieści prezentujemy w rankingu.

Na uwagę zwraca brak kobiet w zestawieniu. To pochodna wciąż niskiej reprezentacji pań w zarządach. Jak wynika z piątej (2017) edycji raportu Deloitte „Kobiety w zarządach. Perspektywa globalna” w Polsce kobiety mają 15,2 proc. udziału w radach nadzorczych i stoją na czele zaledwie 6,3 proc. zarządów firm spośród ponad 480

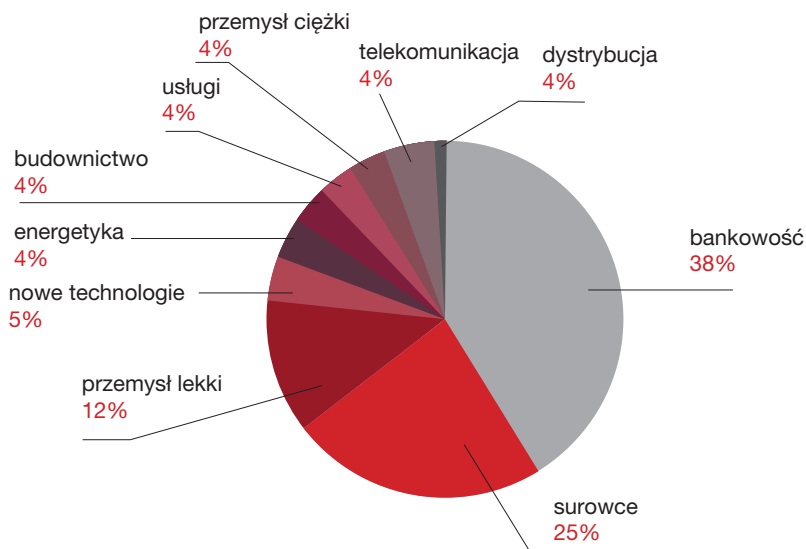
spółek giełdowych notowanych w czasie opracowywania raportu na rynku głównym GPW.

W podziale branżowym rankingu dominują przedstawiciele sektora finansowego. Pierwsze miejsce, z łączną wartością 1 194 mln złotych zajmują banki, stanowi to 38% wartości całego rankingu. Kolejne miejsce zajmują menedżerowie spółek z branży surowcowej (765 mln zł, 25% udziału), trzecie miejsce przypadło przemysłowi lekkiemu (356 mln zł, 12% udziału), do którego zaliczyliśmy takie spółki jak CCC, LPP, Forte, Kernel czy Wawel. Nowe technologie zajęły czwarte miejsce (148 mln zł, 5%). Segment ten jest bardzo zróżnicowany. Jednym mianownikiem objęliśmy zarówno największego na GPW producenta gier komputerowych – CD Projekt, czempiony IT takie jak Comarch i Asseco, czy gwiazdy segmentu nowych technologii jak Medicalgorithmics. Na piątym miejscu uplasowała się energetyka z łączną wyceną menedżerów na poziomie 132 mln zł.

Tabela 2. Wycena polskich menedżerów TOP 30 edycja 2017 - branże

I.p.	Branża	Wycena (mln zł)
1	bankowość	1 194
2	surowce	765
3	przemysł lekki	356
4	nowe technologie	148
5	energetyka	132
6	budownictwo	131
7	usługi	125
8	przemysł ciężki	117
9	telekomunikacja	103
10	dystrybucja	35

Wykres 1. Wycena polskich menedżerów TOP 30 edycja 2017 - branże



1. SUBRANKING

– DYNAMIKA WZROSTU KURSU AKCJI

Jednym z elementów branych pod uwagę przy konstruowaniu wyceny była dynamika kursu akcji spółki w okresie od początku 2016 roku, do połowy 2017 roku. Celem było zobrazowanie wpływu jakości zarządzania na wyniki spółki, a przez to – po części – na wycenę rynkową akcji. By było to możliwe, konieczne było rozciągnięcie badanego okresu do momentu publikacji wyników rocznych.

Pierwsze miejsce, z imponującym wzrostem 292% zajął CD Projekt. Kolejne miejsce zajęła Bogdanka ze wzrostem kursu akcji o 105%. Trzecie miejsce na podium przypadło spółce Comarch ze wzrostem kursu akcji o 90%.

Tabela 3. TOP 10 - Subranking – dynamika wzrostu kursu akcji

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Zmiana kursu 04.01.2016-30.06.2017 (%)
1	CD Projekt	Kiciński	Adam	292
2	Bogdanka	Szłaga	Krzysztof	105
3	Comarch	Filipiak	Janusz	90
4	Kruk	Krupa	Piotr	80
5	PKN ORLEN	Jasiński	Wojciech	72
6	CCC	Mitek	Dariusz	72
7	Stalprodukt	Janeczek	Piotr	64
8	Forte	Formanowicz	Maciej	58
9	ING Bank Śląski	Bartkiewicz	Brunon	56
10	mBank	Stypułkowski	Cezary	50

Źródło: Dane historyczne GPW (gpw.pl)

Tabela 4. TOP 3 spółki subrankingu - dynamika wzrostu kursu akcji

CD PROJEKT	LUBELSKI WĘGIEL BOGDANKA	COMARCH
<p>Grupa działająca w dynamicznie rozwijającej się branży elektronicznej rozrywki – gier wideo.</p> <p>Działalność opiera się na dwóch silnych fundamentach – produkcji gier w ramach studia deweloperskiego CD Projekt Red oraz globalnej, cyfrowej dystrybucji realizowanej przez serwis GAG.com. Grupa znana jest na świecie jako twórca gier o Wiedźminie. W roku 2016 największy wpływ na wyniki grupy miała dalsza, bardzo dobra sprzedaż gry Wiedźmin 3: Dziki Gon i jej dodatków, w tym wydanego w maju 2016 roku dodatku Krew i Wino.</p>	<p>Lubelski Węgiel Bogdanka jest jednym z liderów rynku producentów węgla kamiennego w Polsce. Sprzedawany surowiec stosowany jest przede wszystkim do produkcji energii elektrycznej, ciepłej i produkcji cementu.</p> <p>W roku 2016 spółka istotnie poprawiła wyniki finansowe obniżając znacząco koszty. Rok 2016 był także pierwszym pełnym rokiem, w którym funkcjonowała w ramach Grupy Enea. Przełożyło się to na poprawę efektywności kosztowej, dzięki wykorzystaniu efektu synergii między podmiotami.</p>	<p>Grupa Kapitałowa Comarch jest producentem systemów informatycznych dla kluczowych sektorów gospodarki zarówno w Polsce, jak i za granicą: telekomunikacji, finansów i bankowości, administracji publicznej, medycyny, dużych oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Oferta spółki obejmuje systemy klasy ERP, finansowo-księgowo, systemy CRM, oprogramowanie lojalnościowe, systemy wsparcia sprzedaży i elektronicznej wymiany dokumentów.</p> <p>W 2016 roku Grupa Comarch zwiększyła tempo inwestycji i skutecznie dywersyfikowała segmenty działalności, rozwijając także sprzedaż na rynku globalnym.</p>

2. SUBRANKING

– DYNAMIKA WZROSTU EBITDA

Drugim filarem, o który został oparty model szacowania wartości menedżera była dynamika EBITDA w 2016 roku. Wskaźnik EBITDA, mimo niedoskonałości, jest obciążony najmniejszą ilością wad i pozwala doprowadzić

do pewnej porównywalności wyników spółek. To jednocześnie wskaźnik, który stosunkowo dobrze skorelowany jest ze zdolnością przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych.

Tabela 5. TOP 10 - Subranking – dynamika wzrostu EBITDA

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	EBITDA 2016/2015 %
1	Medicalgorithmics	Dziubiński	Marek	125
2	Robyg	Okoński	Zbigniew	106
3	GTC	Kurzmann	Thomas	75
4	Budimex	Blocher	Dariusz	69
5	Bank Millennium	Joao Bras	Jorge	68,5
6	PKN ORLEN	Jasiński	Wojciech	55
7	Forte	Formanowicz	Maciej	42
8	CCC	Milek	Dariusz	38,5
9	Kruk	Krupa	Piotr	38
10	PKO BP	Jagiello	Zbigniew	36

Źródło: Wyniki finansowe, bankier.pl

Tabela 6. TOP 3 spółki subrankingu - dynamika wzrostu EBITDA

MEDICALGORITHMICS	ROBYG	GTC
Medicalgorithmics to polska firma działająca w branży wysokich technologii. Jest dostawcą rozwiązań systemowych oraz algorytmicznych w diagnostyce kardiologicznej, w szczególności w zakresie analizy sygnału EKG. W 2016 roku Spółka przejęła strategicznego partnera amerykańskiego, Medi-Lynx Cardiac Monitoring, LLC, stając właścicielem 75% udziałów w kapitale spółki Medi-Lynx. Efekty widoczne są już w wynikach za rok 2016 – przychody Grupy sięgnęły 127.921 tys. zł, a EBITDA – 51.124 tys. zł.	Grupa Robyg prowadzi działalność głównie w branży deweloperskiej i zajmuje się budową oraz sprzedażą nieruchomości mieszkaniowych. Bank ziemi będący w posiadaniu spółki zapewnia możliwość zbudowania kolejnych czternastu tysięcy lokali. Główny teren działania to Warszawa i Gdańsk. W 2016 r. zanotowała rekordowe wyniki finansowe. Wyniki spółki wspiera bardzo dobra koniunktura na rynku deweloperskim.	Grupa GTC jest jedną z czołowych spółek sektora nieruchomości komercyjnych w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowej. Prowadzi inwestycje w trzech głównych segmentach rynku nieruchomości: budynki biurowe, centra handlowo-rozrywkowe oraz budownictwo mieszkaniowe. Kluczowym dla wyników 2016 roku było zakończenie procesu restrukturyzacji i rozpoczęcie okresu inwestycji. Spółka realizuje obecnie szeroko zakrojony program zakupów nieruchomości na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej.

3. SUBRANKING

KOMPETENCJE MENEDŻERSKIE

Trzecim czynnikiem brany pod uwagę, była ekspercka ocena kompetencji menedżerskich prezesa zarządu. Przydzielając oceny w skali od 2 do 10, braliśmy pod uwagę doświadczenie menedżera, jego wykształcenie oraz sytuację w jakiej znajduje się spółka, którą kieruje. W tym wypadku było zdecydowanie trudniej. Na najwyższe noty, zgodnie z decyzją zespołu zasługiwało sześciu

menedżerów. 9 punktów przyznaliśmy kolejnym ośmiu menedżerom. Tak wysokie oceny odzwierciedlają udział menedżera w budowaniu sukcesu spółki, którą zarządza. Każda z tych osób odegrała kluczową rolę w tworzeniu spółek i/lub prowadzeniu ich ku sukcesowi jako firma odniosła.

Tabela 7. Najlepiej oceniani (noty 10-9) w subrankingu – kompetencje menedżerskie

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Ocena kompetencji menedżerskich
1	Asseco Poland	Góral	Adam	10
2	CCC	Miłek	Dariusz	10
3	CD Projekt	Kiciński	Adam	10
4	Eurocash	Amaral	Luis	10
5	Kęty	Mańko	Dariusz	10
6	Kruk	Krupa	Piotr	10
7	Forte	Formanowicz	Maciej	9
8	LPP	Piechocki	Marek	9
9	Medicalgorithmics	Dziubiński	Marek	9
10	PKO BP	Jagiełło	Zbigniew	9
11	Robyg	Okoński	Zbigniew	9
12	Sanok	Łęcki	Marek	9
13	Stalprodukt	Janeczek	Piotr	9
14	Wawel	Orłowski	Dariusz	9

SYLWETKI NAJWYŻEJ OCENIANYCH MENEDŻERÓW (PRZYZNANYCH 10 PUNKTÓW) PRZYBLIŻAMY PONIŻEJ.

ADAM GÓRAL – ASSECO POLAND

Adam Góral, współzałożyciel Asseco Poland. Od roku 1995 na stanowisku wiceprezesa i dyrektora generalnego, następnie od 2004 roku prezes spółki. W latach 2007-2008 był prezesem zarządu Prokom Software, po roku 2009 objął stanowisko prezesa ABG, aż do połączenia z Asseco Poland w 2010 roku.

DARIUSZ MIŁEK – CCC

Dariusz Miłek jest twórcą potęgi sieci obuwniczej CCC. Jego pierwsze sklepy franczyzowe, Żółta Stopa, ruszyły w 1996 r. W latach 1999-2004 pracował w CCC Sp. z o.o. z siedzibą w Polkowicach jako prokurent, a od 2002 r. jako prezes zarządu. Od roku 2004 pełni w CCC S.A. funkcję prezesa zarządu. Obecnie na grupę składa się ponad 700 salonów z markami CCC, Boti i Lasocki. W 2015 r. zakupił internetową platformę sprzedaży butów e-obuwie. Poprzez spółkę Ultro S.A. posiada blisko 35% akcji CCC.

ADAM KICIŃSKI – CD PROJEKT

Adam Kiciński jest prezesem zarządu CD Projekt. W latach 1995-1999 tworzył i kierował siecią sklepów firmowych CD Projekt, a od 1999 do 2004 r. zajmował w tej spółce stanowisko dyrektora handlowego. Od 2004 r. współkierował, a od 2006 r. kierował pracami CD Projekt RED – nowej spółki z grupy odpowiedzialnej za stworzenie Wiedźmina. Kierował również pracami nad stworzeniem, promocją i sprzedażą drugiej części Wiedźmina oraz stworzeniem własnej technologii do produkcji gier. Równocześnie w 2009 r. był liderem transakcji połączenia z notowanym na giełdzie Optimusem.

LUIS AMARAL – EUROCASH

Luis Amaral, autor sukcesu Eurocashu. Do Polski przyjechał w 1995 jako dyrektor generalny Jeronimo Martins. Stał za sukcesami firmy w Polsce w latach 1995-1999. W 2003 roku wraz zespołem wykupił Eurocash od Jeronimo Martins, dokonał restrukturyzacji i rozpoczął konsekwentną budowę pozycji lidera w branży.

DARIUSZ MAŃKO – GRUPA KĘTY

Dariusz Mańko jest od sierpnia 2005 r. prezesem zarządu Grupy Kęty SA. W latach 1993-1996 pracował w firmie SAPA POLAND należącej do szwedzkiego koncernu SAPA, początkowo jako przedstawiciel handlowy, a następnie jako kierownik marketingu i rozwoju. Od 1996 roku związany jest zawodowo z Kętami. W latach 1996-1999 był dyrektorem Zakładu Prasowni ZML Kęty SA. Od 1999 do 2005 roku był prezesem zarządu i dyrektorem generalnym Aluprof SA. W latach 2000- 2005 był także członkiem zarządu Grupy Kęty SA.

PIOTR KRUPA – KRUK

Piotr Krupa, współzałożyciel spółki Kruk, a od 2003 r. jej prezes zarządu. W 1998 r. był jednym z założycieli wydawnictwa prawniczego KRUK. Wraz z rozwojem w Polsce usług konsumenckich dostrzegł niszę - dochodzenie masowych wierzytelności konsumenckich, zmieniając profil dotychczasowej działalności. Obecnie jest prezesem i znaczącym akcjonariuszem największej grupy zarządzającej wierzytelnościami w Europie Środkowej.

4. RANKING OSTATECZNY

SUMA PUNKTÓW Z SUBRANKINGÓW:

DYNAMIKA WZROSTU KURSU AKCJI, DYNAMIKA WZROSTU EBITDA, KOMPETENCJE MENEDŻERSKIE

Piotr Krupa jest zwycięzcą rankingu ostatecznego, który powstał po zsumowaniu punktów zdobytych w trzech subrankingach. Drugie miejsce zajął Dariusz Miłek, twór-

ca potęgi potęgi CCC. Trzecie miejsce przypadło prezesowi Markowi Dziubińskiemu, założycielowi i prezesowi zarządu Medicalgorithmics, która od 2005 r. zajmuje się produkcją urządzeń do zdalnego monitorowania pracy serca. Marek Dziubiński od czerwca 2005 r. (z przerwami) jest jej prezesem oraz Chief Technology Officer (CTO). Stworzył koncepcję produktów i strategię rozwoju Medicalgorithmics. Jest autorem modelu biznesowego spółki, jej międzynarodowej ekspansji oraz autorem patentów posiadanych przez spółkę. Wcześniej pracował dla Aud-X Team, Waveformatic i Houpert Digital Audio, a także w projekcie Presto-Space. spółce Comarch ze wzrostem kursu akcji o 90%.

Tabela 8. Ranking prezesów pod względem liczby uzyskanych punktów w trzech subrankingach (dynamika wzrostu kursu akcji, dynamika wzrostu EBITDA, kompetencje menedżerskie)

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Suma punktów trzech subrankingów
1	Kruk	Krupa	Piotr	26,9
2	CCC	Miłek	Dariusz	26,7
3	Medicalgorithmics	Dziubiński	Marek	26,2
4	Forte	Formanowicz	Maciej	25,5
5	Stalprodukt	Janeczek	Piotr	24,3
6	Kęty	Mańko	Dariusz	22,9
7	Robyg	Okoński	Zbigniew	22,2
8	ING Bank Śląski	Bartkiewicz	Brunon	22,1
9	Budimex	Blocher	Dariusz	22,0
10	PKO BP	Jagiełło	Zbigniew	22,0
11	Comarch	Filipiak	Janusz	21,7
12	Bank Millennium	Joao Bras	Jorge	21,3
13	mBank	Stypułkowski	Cezary	21,0
14	GTC	Kurzmann	Thomas	20,7
15	CD Projekt	Kiciński	Adam	20,3
16	PKN ORLEN	Jasiński	Wojciech	19,5
17	Orbis	Clavie	Gilles	17,6
18	Sanok	Łęcki	Marek	17,6
19	Bogdanka	Szlaga	Krzysztof	16,6
20	Emperia	Kalinowski	Dariusz	15,7
21	Amica	Rutkowski	Jacek	15,5
22	Kernel	Verevskiy	Andrey	15,5
23	LPP	Piechocki	Marek	15,4
24	Asseco Poland	Góral	Adam	14,6
25	Wawel	Orłowski	Dariusz	13,5
26	Bank Handlowy	Sikora	Sławomir	13,4
27	Neuca	Sucharski	Piotr	13,4
28	Eurocash	Amaral	Luis	12,4
29	Ciech	Tybura	Maciej	12,0
30	Enea	Kowalik	Mirosław	11,6

5. KAPITALIZACJA

W naszym rankingu, którego celem jest oszacowanie jak hipotetyczna rezygnacja lub odwołanie prezesa ze stanowiska wpłynie na wycenę spółki istotnym czynnikiem jest kapitalizacja. Dlatego też liczba uzyskanych w sumie

punktów została przełożona na wartość prezesa spółki w odniesieniu do jej kapitalizacji. Końcowe zestawienie dla wszystkich trzydziestu spółek, przedstawia poniższy wykres

Zbigniew Jagiełło	PKO BP		521 143 740 zł
Wojciech Jasiński	PKN ORLEN		513 666 243 zł
Brunon Bartkiewicz	ING Bank Śląski		307 456 432 zł
Piotr Woźniak	PGNiG		228 777 654 zł
Cezary Stypułkowski	mBank		203 310 872 zł
Dariusz Miłek	CCC		155 036 958 zł
Marek Piechock	LPP		125 781 341 zł
Tobiasz Solorz	Cyfrowy Polsat		103 429 743 zł
Jorge Joao Bras	Bank Millennium		97 208 338 zł
Henryk Baranowski	PGE		91 847 424 zł
Piotr Krupa	Kruk		89 713 047 zł
Adam Kiciński	CD Projekt		87 411 370 zł
Dariusz Blocher	Budimex		68 228 791 zł
Sławomir Sikora	Bank Handlowy		64 882 420 zł
Thomas Kurzmann	GTC		50 930 586 zł
Dariusz Mańko	Kęty		45 609 562 zł
Andrey Verevskiy	Kernel		41 015 661 zł
Mirosław Kowalik	Enea		40 169 197 zł
Piotr Janeczka	Stalprodukt		35 442 822 zł
Gilles Clavie	Orbis		35 378 657 zł
Luis Amaral	Eurocash		35 378 614 zł
Adam Góral	Asseco Poland		30 272 687 zł
Maciej Formanowicz	Forte		23 767 946 zł
Krzysztof Szlaga	Bogdanka		22 342 214 zł
Maciej Tybura	Ciech		21 648 653 zł
Janusz Filipiak	Comarch		16 532 030 zł
Marek Łęcki	Sanok		14 223 802 zł
Marek Dziubiński	Medicalgorithmics		14 018 570 zł
Zbigniew Okoński	Robyg		11 432 060 zł
Dariusz Orłowski	Wawel		10 508 966 zł

6. METODOLOGIA

Model szacowania wartości menedżerów dla spółek został oparty o trzy kluczowe czynniki: dynamikę kursu akcji, dynamikę EBITDA oraz o ocenę kompetencji menedżera. Analizę objęci zostali prezesi największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, skupionych w indeksach WIG20 i mWIG40. Wyjaśnić należy, że wartości przypisane menedżerom

znajdują uzasadnienie w relacji do przedsiębiorstw, którymi kierują. W oderwaniu od takiego kontekstu wartość menedżerów nie mogłaby być oszacowana w ten sam sposób. Zastrzegamy również, że tak oszacowane wartości nie mogą stanowić żadnej rekomendacji czy próby wyceny całej spółki. Podstawowym założeniem i warunkiem koniecznym dla uwzględnienia w badaniu było pełnienie

przez menedżera funkcji prezesa zarządu nie krócej niż od 1 kwietnia 2016 roku – początku II kwartału i jednocześnie szczytu sezonu publikacji raportu rocznych – do 30 czerwca 2017 – końca drugiego kwartału 2017, będącego okresem już po publikacji wyników rocznych za wcześniejszy rok. Na końcową wycenę menadżera wpływ miała także kapitalizacja kierowanej przez niego spółki.

Kluczowym elementem metodologii jest przyjęcie punktu odniesienia. W celu jego wyznaczenia zebraliśmy dane dotyczące przecen akcji w następstwie odwołania/rezygnacji ze stanowiska pięciu prezesów

(tabela nr 9), którzy cieszyli się dobrym postrzeganiem rynku i wymiernymi, dobrymi efektami w zarządzaniu przedsiębiorcami. Uśredniony spadek ceny akcji w wyniku publikacji informacji o odejściu menedżera sięgnął 4,2%. Po uwzględnieniu odreagowania po zaskoczeniu w wyniku publikacji informacji, jakie następowało na następnej sesji, średni spadek wyniósł 1,57%. Tak uzyskana wartość stanowi wstęp do szacowania wartości menedżera dla spółki, którą zarządza.

Tabela 9. Sylwetki prezesów pięciu spółek, których konsekwencje odejścia (przecena akcji) stanowiły punkt odniesienia w rankingu

MICHAŁ KRUPIŃSKI stanął na czele PZU SA w styczniu 2016 roku. Prezesem zarządu ubezpieczeniowego giganta był do marca 2017 roku kiedy to został odwołany z funkcji przez Radę Nadzorczą spółki. Był najmłodszym prezesem PZU w historii. Pod kierownictwem Krupińskiego spółka przeprowadzała proces nabycia udziałów Banku Pekao SA a wcześniej BPH przez Alior Bank, budując tym samym największą w Europie Środkowo-Wschodniej grupę finansową. Zaskakująca zmiana na stanowisku prezesa PZU wpłynęła negatywnie na kurs akcji spółki. W ciągu 2 dni po publikacji komunikatu kurs akcji spadł o 5,39 proc., zmniejszając tym samym kapitalizację o 1,77 mld zł.

DOMINIK LIBICKI, w październiku 2014 roku, po trzynastu latach pracy na stanowisku prezesa zarządu Cyfrowego Polsatu SA nieoczekiwanie zrezygnował ze swojej funkcji. Był współtwórcą sukcesu Cyfrowego Polsatu, postrzeganym przez rynek jako wyjątkowo skuteczny manager. Spółka pod kierownictwem prezesa Libickiego stała się jedną z największych polskich firm oraz wiodącą grupą medialno-technologiczną w regionie. W dniu podania do publicznej wiadomości informacji o zmianie na stanowisku prezesa zarządu kurs akcji spółki spadł o 6,3 proc. i pozostawał w trendzie spadkowym aż do stycznia 2015 roku. Tylko w ciągu dwóch dni kapitalizacja grupy skurczyła się o 793 mln zł.

MIROSLAW TARAS, prezes Bogdanki, którą w 2009 roku z sukcesem wprowadził na giełdę, został odwołany ze stanowiska we wrześniu 2012 roku. Za jego kadencji Bogdanka uznawana była za jedną z najlepiej zarządzanych spółek na GPW. Szczególne uznanie wśród inwestorów zyskał w 2010 roku gdy skutecznie przeciwstawił się wrogiemu przejęciu Bogdanki przez New World Resources. Odwołanie prezesa było dużym zaskoczeniem dla rynku. Spółka dzień przed ogłoszeniem informacji o zmianie na stanowisku prezesa wyceniana była na 4,265 mld zł. W ciągu dwóch dni jej kapitalizacja spadła o 166 mln zł.

DARIUSZ KRAWCZYK prezesem Ciech SA został w 2012 roku. Chemiczna spółka była wówczas w fatalnej sytuacji finansowej. Nowy prezes skutecznie wyprowadził ją z kryzysu. Po dwóch latach jego rządów analitycy ogłosili, że Ciech najgorsze ma już za sobą. W przeszłości z sukcesem zrestrukturyzował spółkę Synthos, której prezesem był w latach 2005-2012. W lipcu 2015 roku prezes został nieoczekiwanie odwołany ze swej funkcji. Rynek zareagował na tę zmianę negatywnie, kurs spółki w dniu wydania komunikatu spadał nawet o 3,9 proc. W jeden dzień kapitalizacja Ciechu obniżyła się o 58 mln zł.

WOJCIECH SOBIERAJ, założyciel i prezes zarządu Alior Banku. Pod koniec 2007 roku ogłosił zamiar założenia nowego banku. Jego sukces na tak konkurencyjnym i nasyconym rynku był niemałym zaskoczeniem dla wszystkich. Uznawany za najzdolniejszego polskiego menedżera (kiedy Sobieraj zarządzał detaliczną częścią BPH, portfel banku stał się większy od portfela Pekao). O tym, jak bardzo inwestorzy utożsamiają Alior Bank z Wojciechem Sobierajem, świadczy to, iż po ogłoszeniu jego decyzji notowania Alior Banku tąpnęły o 5 proc.

W dalszym etapie konieczne było stworzenie podstawy do oszacowania wartości, w tym celu przyjęliśmy metodologię przyznawania punktów bazowych opartą o trzy równoważne filary:

1. DYNAMIKA ZMIANY KURSU AKCJI SPÓŁKI W OKRESIE OD POCZĄTKU 2016 ROKU, DO POŁOWY 2017 ROKU.

Celem było zobrazowanie wpływu jakości zarządzania na wyniki spółki, a przez to – po części – na wycenę rynkową akcji. By było to możliwe, konieczne było rozciągnięcie badanego okresu do momentu publikacji wyników rocznych. Ta, jak wiadomo, może mieć miejsce nawet w trakcie drugiego kwartału następnego roku. Uzyskany ranking spółek w postaci szeregu został podzielony na decyle. W przyjętym modelu, kolejne decyle otrzymywały odpowiednią liczbę punktów, i tak spółki z decylu pierwszego otrzymały 1 punkt, a spółki z decylu dziesiątego – 10 punktów.

2. DYNAMIKA ZMIANY EBITDA SPÓŁKI W 2016 ROKU.

Wskaźnik EBITDA, mimo pewnych niedoskonałości, jest obarczony najmniejszą ilością wad i pozwala doprowadzić do pewnej porównywalności wyników spółki. To jednocześnie wskaźnik, który stosunkowo dobrze skorelowany jest ze zdolnością przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych. Badane spółki uszeregowaliśmy pod kątem dynamiki wskaźnika EBITDA. Uzyskany ranking w postaci szeregu został także podzielony na decyle. Spółki z decylu pierwszego otrzymały 1 punkt, a spółki z decylu dziesiątego – 10 punktów.

3. OCENA KOMPETENCJI MENEDŻERSKICH PREZESA ZARZĄDU.

Przydzielono oceny w skali od 2 do 10. Pod uwagę brano doświadczenie menedżera, jego wykształcenie oraz sytuację w jakiej znajduje się spółka, którą kieruje.

Maksymalna, możliwa do uzyskania w rankingu liczba punktów wynosiła 30.

Przyjęto, że menedżerowie, których odejścia posłużyły nam za podstawę do oszacowania wpływu na wycenę giełdową spółki (uwzględnieni w tabeli 9), zasługują na przyznanie maksymalnej liczby punktów. W ten sposób każdy 1 punkt uzyskany w rankingu przekłada się na możliwość przeceny spółki o 0,052% (średni spadek kursu w reakcji na odwołanie prezesa 1,57% podzielony przez 30). Odniesienie tej wartości procentowej do kapitalizacji spółki (z września 2017 roku) pozwoliło uzyskać szacunkową wartość menedżera dla spółki przez niego zarządzanej.

NADZÓR MERYTORYCZNY



Dariusz Jarosz
Prezes Zarządu
Martis CONSULTING Sp. z o.o.
dariusz.jarosz@mc.com.pl

AUTORZY RAPORTU



MARIUSZ BABULA
Dział Analiz
Martis CONSULTING Sp. z o.o.
mariusz.babula@mc.com.pl



Paweł Bernat
Dział Analiz
Martis CONSULTING Sp. z o.o.
pawel.bernat@mc.com.pl



Aneta Rumniak
Dział Analiz
Martis CONSULTING Sp. z o.o.
aneta.rumniak@mc.com.pl



Martis CONSULTING Sp. z o. o.
ul. Bukowińska 22 lok 14B
02-702 Warszawa
T: +48 22 244 57 00
F: +48 22 898 36 56
biuro@martis-consulting.pl

© Wszelkie prawa zastrzeżone.
Niniejszy raport stanowi własność
Martis CONSULTING Zp. z o.o.
i podlega ochronie praw autorskich,
znaków towarowych i własności
intelektualnej zgodnej z prawem.