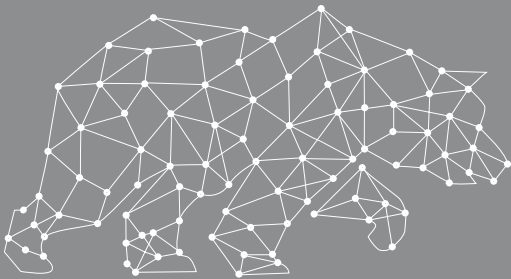


WYCENA POLSKICH

MENADŻERÓW

TOP 30

EDYCJA 2018





**WYCENA TOP 30
GIEŁDOWYCH MENADŻERÓW**
EDYCJA 2018

ZBIGNIEW JAGIEŁŁO

PREZES PKO BP

WART 880 MLN ZŁ

Prezes PKO BP, Zbigniew Jagiełło, po raz drugi został „najdroższym” giełdowym Prezesem wg rankingu Martis CONSULTING za 2018 r. Jego wartość oszacowano na 880 mln zł, co stanowi wzrost o 360 mln zł w porównaniu z 2017 r. Tuż za nim znalazł się Prezes Santander Bank Polska, Michał Gajewski (560 mln zł), natomiast podium uzupełnił Piotr Woźniak z PGNiG (505 mln zł). W rankingu najlepszych menadżerów giełdowych zwyciężył Grzegorz Miechowski z 11 bit.

Wycena menadżerów TOP 30 warszawskiej giełdy to pierwszy i jedyny tego typu ranking w Polsce. W raporcie dla każdego z prezesów obliczono hipotetyczną wartość spadku kapitalizacji spółki, którą kieruje, w razie jego odwołania lub rezygnacji. Bazą do obliczeń są uśrednione historyczne przeceny akcji po odwołaniu dobrze postrzeganego przez rynek prezesa. Ranking powstał na bazie trzech subrankingów, o następujących kryteriach – wzrost wartości EBITDA, zmiana kursu akcji i kompetencje menadżerskie.

Łączna wartość menadżerów zajmujących miejsca na podium została oszacowana na 1,95 mld zł, a więc 36% wartości całego rankingu. Na kolejnych miejscach w TOP10 uplasowali się Paweł Surówka (PZU), Michał Krupiński (Pekao), Brunon Bartkiewicz (ING Bank Śląski), Marek Piechocki (LPP), Cezary Stypułkowski (mBank), Adam Kiciński (CD Projekt) oraz Szymon Piduch (Dino Polska).

W tegorocznym rankingu w pierwszej trójce zabrakło ubiegłorocznego wicelidera, Prezesa PKN Orlen, Wojciecha Jasińskiego, wycenionego na 521 mln zł. Co prawda, jego rządy w paliwowym koncernie były przez wielu krytykowane, zwłaszcza pod kątem jego braku

doświadczenia w branży i politycznej przeszłości to „zmiana” 5 lutego 2018 r. kosztowała akcjonariuszy 1,75 mld zł. O tyle bowiem spadła kapitalizacja spółki w ciągu 2 dni po odwołaniu Prezesa. Na pierwszej sesji „konsumującej” informacje kurs Orlenu niżkował o 5,5% i był to największy spadek ze spółek WIG20. Na kolejnej sesji kurs odreagował 1,7-proc. wzrostem. Reakcja była gwałtowniejsza niż wynikało to z naszych szacunków, prawdopodobnie dlatego, że inwestorzy dodatkowo doszacowali ryzyko związane z powołaniem jego następcy.

W rankingu na najlepszego menadżera spółek giełdowych zwyciężył Grzegorz Miechowski z 11 bit. Na drugim miejscu znalazł się Szymon Piduch z Dino Polska,



a na najniższym stopniu podium stanął Marek Piechocki z LPP.

W badaniu wzięto pod uwagę Prezesów przedsiębiorstw znajdujących się w indeksach WIG20 oraz mWIG40. Warunkiem koniecznym było kierowanie spółką co najmniej od 1 lipca 2017 r. do 30 września 2018 r. Ranking ustalono w oparciu o trzy kategorie: zmianę EBITDA (dla banków zysk na działalności bankowej) oraz zmianę kursu akcji w okresie od 1 października 2017 r. do 30 września 2018 r. Trzecim czynnikiem była ekspercka ocena kompetencji menadżerskich, której podstawą były niezależne rankingi najlepszych prezesów, opublikowane w 2018 r. przez Harvard Business Review („Najsukuteczniejsi Prezesi”), Gazetę Giełdy PARKIET („Nominacje Byki i Niedźwiedzie”), jak również Puls Biznesu („Kompetencje Zarządu – Giełdowa

spółka roku”). W ostatnim kroku wynik został adjustowany o kapitalizację poszczególnych spółek. Podstawą do wyceny Prezesów była przeprowadzona historyczna analiza, określająca średni procentowy spadek wartości przedsiębiorstwa na GPW po odwołaniu bądź odejściu przewodniczącego zarządu z zajmowanego stanowiska. W badaniu posłużono się sześcioma przykładami. Brano pod uwagę zarówno kurs zamknięcia w dniu odejścia (średnia zmiana -4,4%), jak również korektę związaną z odreagowaniem po danej informacji w dniu kolejnym. Finalna średnia zmiana została ustalona na poziomie (-1,96%). W niektórych przypadkach spadki średniej wyceny spółki po rezygnacji bądź odwołaniu były naprawdę spektakularne, wartość spółki w ciągu 2-3 dni topniała np. aż o 1,77 mld zł (Michał Krupiński – PZU), 1,75 mld zł (Wojciech Jasiński – PKN ORLEN), czy o 0,8 mld zł (Dominik Libicki – Cyfrowy Polsat).

Tabela 1. Ranking „Wycena polskich menadżerów TOP 30 edycja 2018”

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Wycena prezesa
1.	PKO BP	Jagiełło	Zbigniew	880 413 569 zł
2.	Santander Bank Polska	Gajewski	Michał	560 034 172 zł
3.	PGNIG	Woźniak	Piotr	504 933 211 zł
4.	PZU	Surówka	Paweł	496 437 513 zł
5.	Pekao	Krupiński	Michał	337 073 780 zł
6.	ING Bank Śląski	Bartkiewicz	Brunon	305 642 492 zł
7.	LPP	Piechocki	Marek	275 712 452 zł
8.	mBank	Stypułkowski	Cezary	267 815 777 zł
9.	CD Projekt	Kiciński	Adam	211 345 370 zł
10.	Dino Polska	Piduch	Szymon	174 311 391 zł
11.	Millennium Bank	Jorge	Joao	154 713 296 zł
12.	Bank Citi Handlowy	Sikora	Sławomir	147 521 362 zł
13.	Cyfrowy Polsat	Solorz	Tobias	139 144 657 zł
14.	PGE	Baranowski	Henryk	135 230 292 zł
15.	CCC	Mitek	Dariusz	129 897 132 zł
16.	Orange	Fallacher	Jean	81 405 127 zł
17.	Asseco Poland	Góral	Adam	67 534 635 zł
18.	Orbis	Clavie	Gilles	56 485 054 zł
19.	Famur	Bendzera	Miroslaw	54 360 539 zł
20.	Grupa Kęty	Mańko	Dariusz	50 692 681 zł

I.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Wycena prezesa
21.	Kernel	Verewski	Andriej	42 144 779 zł
22.	Inter Cars	Oleksowicz	Krzysztof	41 206 710 zł
23.	Enea	Kowalik	Miroslaw	38 060 682 zł
24.	Globe Trade Center	Kurzmann	Thomas	35 422 749 zł
25.	Kruk	Krupa	Piotr	34 889 764 zł
26.	Eurocash	Amaral	Luis	25 124 440 zł
27.	Wirtualna Polska	Świdorski	Jacek	22 964 326 zł
28.	Mabion	Chabowski	Artur	21 843 287 zł
29.	Stalprodukt	Janeczek	Piotr	19 790 109 zł
30.	Pfleiderer	Schabinger	Thomas	19 776 055 zł

Warunkiem koniecznym dla uwzględnienia w badaniu było pełnienie przez menadżera funkcji prezesa zarządu nie krócej niż od 1 lipca 2017 r. – początku III kwartału i jednocześnie zachowanie stanowiska co najmniej do 30 września 2018 r. Przyjęciu takiego ograniczenia przyświecało założenie, że menadżer 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 wyliczeń zakwalifikowały się 42 firmy, z których 30 prezentujemy w rankingu.

72%

**WZROST WARTOŚCI
TOP 30 PREZESÓW
WZGLĘDEM
EDYCJI 2017**

Podobnie jak w roku ubiegłym, w rankingu nie znalazła się żadna kobieta. To skutek wciąż niskiego udziału Pań w zarządach. Według raportu Deloitte z 2017 r. „Kobiety w zarządach. Perspektywa globalna” w Polsce kobiety mają 15,2% udziału w radach nadzorczych i stoją na czele zaledwie 6,3% zarządów firm spośród ponad 480 spółek giełdowych notowanych w czasie opracowywania raportu na rynku głównym GPW.

Tabela 2. Wycena polskich menedżerów TOP 30 edycja 2018 - branże

Branża	Wartość w mln zł
bankowość	2 653
usługi	629
surowce	505
przemysł lekki	468
nowe technologie	324
telekomunikacja	221
dystrybucja	199
energetyka	173
przemysł ciężki	125
budownictwo	35

W podziale branżowym ranking został zdominowany przez przedstawicieli bankowości. Zarządzający bankami stanowią połowę ogółu zestawienia z łączną wartością 2 653 mln zł. Kolejne miejsce zajmują menadżerowie spółek z branży usługowej (629 mln zł, 12% udziału). Na 3. miejscu uplasowała się branża surowcowa, która swą wysoką pozycję zawdzięcza jednej osobie w rankingu – Piotrowi Woźniakowi z PGNiG. Poza podium znalazł się przemysł lekki (468 mln zł, 9% udziału), do którego zaliczono takie spółki, jak CCC, LPP, Forte, Kernel oraz Wawel. Nowe technologie zajęły 5. miejsce (324 mln zł, 6%). Segment ten jest bardzo szeroko rozumiany. Jednym mianownikiem objęto zarówno największego na GPW producenta gier komputerowych – CD Projekt, lidera segmentu IT - Asseco, czy gwiazdę technologii medycznych - Mabion. W zestawieniu znalazła się również Wirtualna Polska, właściciel największego portalu informacyjnego w kraju.

1. SUBRANKING – DYNAMIKA WZROSTU KURSU AKCJI

Pierwszym elementem, który brano pod uwagę przy wycenie menadżerów była dynamika kursu akcji w badanym okresie, to jest od 1 październi-

ka 2017 r. do 30 września 2018 r. Celem było zobrazowanie wpływu jakości zarządzania na wyniki spółki, a przez to – po części – na wycenę rynkową akcji. Wzięto pod uwagę cały rok, co pozwala na wykluczenie sezonowości w poszczególnych branżach.

Tabela 3. TOP 10 Subranking - dynamika wzrostu kursu akcji

L.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Zmiana kursu 02.10.2017-28.09.2018 (%)
1.	11 bit	Miechowski	Grzegorz	76%
2.	CD Projekt	Kiciński	Adam	64%
3.	Dino Polska	Piduch	Szymon	49%
4.	Millennium Bank	Jorge	Joao	30%
5.	PKO BP	Jagiello	Zbigniew	21%
6.	Wirtualna Polska	Świdorski	Jacek	15%
7.	Bank Citi Handlowy	Sikora	Sławomir	11%
8.	Santander Bank Polska	Gajewski	Michał	9%
9.	mBank	Stypułkowski	Cezary	8%
10.	Asseco Poland	Góral	Adam	4%

Największy wzrost kursu akcji zanotowały dwie spółki zajmujące się tworzeniem gier komputerowych – 11 bit, jak również CD Projekt odpowiednio o 76% i 64% rok do roku. Badany okres był bardzo dobry dla deweloperów gier, rosła

cała branża, stąd nie może dziwić ich wysokie miejsce w rankingu. Na 3. miejscu znalazło się Dino Polska, wschodząca gwiazda polskiego handlu detalicznego, ze wzrostem kursu na poziomie 49%.

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

11 bit	CD Projekt	Dino Polska
<p>Spółka tworzy gry o stosunkowo niewielkich budżetach, co nie oznacza, że nie są one w stanie odnieść sukcesu. Flagowym produktem firmy jest This War of Mine, która zadebiutowała na rynku w 2014 r. i z miejsca stała się hitem. W obecnym roku studio wydało kolejny hit – Frostpunk, grę, która odniosła znakomity sukces – w ciągu 66 godzin od premiery sprzedano 250 tys. kopii gry.</p>	<p>Grupa CD Projekt działa w niezwykle dynamicznie rozwijającej się branży elektronicznej rozrywki – gier wideo. Działalność opiera się na dwóch filarach – produkcji gier w ramach studia deweloperskiego CD Projekt Red oraz sprzedaży gier za pośrednictwem platformy GAG.com. Grupa wyrasta na globalnego lidera, zwłaszcza po wydaniu III części gry o Wiedźminie. W roku 2018 wyraźny wpływ na wyniki grupy miała gra Gwint, jak również dalsza, bardzo dobra sprzedaż gry Wiedźmin 3: Dziki Gon i jej dodatków, co pozwoliło na uzyskanie efektu tzw. długiego ogona.</p>	<p>Jedna z najszybciej rozwijających się grup sieci handlu spożywczego w Polsce. W ostatnich latach oddaje do użytkowania około 100 sklepów rocznie, mniej więcej tyle co Biedronka. Średnioroczny przyrost liczby punktów sprzedaży za lata 2010-2016 wynosił 33%, co stanowi imponujący wynik. Spółka rozwija swoją sieć w małych i średnich miastach, jak również na obrzeżach miast wojewódzkich. Jej misją jest bycie jak najbliżej klientów. Do 2020 r. Spółka chce mieć w Polsce 1,2 tys. sklepów średniej wielkości.</p>

2. SUBRANKING – DYNAMIKA WZROSTU EBITDA

Drugim czynnikiem, o który został oparty model wyceny wartości prezesów spółek notowanych na GPW, była dynamika EBITDA pomiędzy 1 października 2016 r. i 30 września 2017 r., a 1 października 2017 r. i 30 września 2018 r. Wskaźnik EBITDA, pomimo kilku niedoskonałości, jest obarczony

najmniejszą liczbą wad i jest uznawany za jeden z najbardziej rzetelnych mierników, dzięki czemu porównywanie wyników spółek jest o wiele bardziej wiarygodne. To jednocześnie wskaźnik, który stosunkowo dobrze skorelowany jest ze zdolnością przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych. Z racji, iż banki nie publikują wskaźnika EBITDA, zastosowano dla nich miernik zbliżony, to znaczy wynik na działalności bankowej.

Tabela 5. TOP 10 - Subranking – dynamika wzrostu EBITDA

L.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	zmiana EBITDA LTM 2018Q3/2017Q3
1.	11 bit	Miechowski	Grzegorz	391%
2.	Orange	Fallacher	Jean	125%
3.	Famur	Bendzera	Mirosław	77%
4.	LPP	Piechocki	Marek	49%
5.	CCC	Milek	Dariusz	47%
6.	Dino Polska	Piduch	Szymon	43%
7.	PZU	Surówka	Paweł	43%
8.	Asseco Poland	Góral	Adam	28%
9.	Orbis	Clavie	Gilles	24%
10.	Wirtualna Polska	Świdorski	Jacek	22%

Źródło: Analiza własna na podstawie bankier.pl

Tabela 6. TOP 3 spółki subrankingu - dynamika wzrostu EBITDA

11 bit	Orange	Famur
<p>Ponownie na pierwszym miejscu znalazł się producent gier komputerowych. Widać, że znaczny wzrost kursu giełdowego z pierwszej subkategorii ma odzwierciedlenie w dynamicznie rozwijającym się biznesie. Jeszcze rok temu EBITDA LTM dla Q32017 wynosiła 8,9 mln zł, w roku obecnym jest to już 43,7 mln. Związane jest to z dużym sukcesem kasowym gry Frostpunk.</p>	<p>Jeden z największych operatorów komórkowych i dostawca internetu na polskim rynku. Sukces Orange i drugie miejsce w zestawieniu to zasługa dużego skupienia giganta na cięciu kosztów, cross-sellingu oraz rekordowym przyłączeniom nowych klientów do sieci światłowodowej.</p>	<p>Spółka dostarcza maszyny dla sektora górniczego, głównie węgla kamiennego. Firma co prawda korzysta z dobrej koniunktury na rynku surowcowym, ale jej stabilny model biznesowy pozwala na przewidywalne wzrosty. Obecnie, po wykupieniu Kopexu, Grupa ma bardzo silną pozycję na polskim rynku i wygrywa niemal wszystkie przetargi na dostawy sprzętu dla rodzimych kopalń. Sprawne zarządzanie, szukanie nowych rynków zbytu, jak również zadbanie o obsługę posprzedażową, to główne założenia Zarządu, co przekłada się na znaczną poprawę prowadzonej działalności biznesowej.</p>

3. SUBRANKING – KOMPETENCJE MENADZERSKIE

Ostatnim czynnikiem brany pod uwagę, była ekspercka ocena kompetencji menadżerskich Prezesa w oparciu o różne rankingi zarządów spółek, przeprowadzane przez Harvard Business Review, Puls Biznesu oraz Gazetę Giełdy Parkiet. Przydzielając oceny w skali od 5 do 10, brano pod uwagę ogólnorynkowe docenienie zasługi menadżera,

jego doświadczenie, wykształcenie, sytuację w jakiej znajduje się spółka, którą kieruje, jak również jego historię osiągnięć. Co więcej, „10” mogli dostać tylko ci Prezesi, którzy zostali określani w minimum jednym z rankingów branżowych, jako osoba wyróżniająca się. Na najwyższe noty, zgodnie z decyzją zespołu eksperckiego, zasługiwało dziewięciu menadżerów. Wysokie oceny są odzwierciedleniem ich wpływu na budowę sukcesu firmy, którą zarządzają.

Tabela 7. Najlepiej oceniani (noty 10-8) w subrankingu – kompetencje menadżerskie

L.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	Ocena kompetencji menadżerskich
1.	Famur	Bendzera	Miroslaw	10
2.	Comarch	Filipiak	Janusz	10
3.	Asseco Poland	Góral	Adam	10
4.	PKO BP	Jagiello	Zbigniew	10
5.	Kruk	Krupa	Piotr	10
6.	CCC	Mitek	Dariusz	10
7.	Wawel	Orłowski	Dariusz	10
8.	LPP	Piechocki	Marek	10
9.	PGNiG	Woźniak	Piotr	10
10.	Santander Bank Polska	Gajewski	Michał	9
11.	Stalprodukt	Janeczek	Piotr	9
12.	Grupa Kęty	Mańko	Dariusz	9
13.	Dino Polska	Piduch	Szymon	9
14.	Amica Wronki	Rutkowski	Jacek	9
15.	PZU	Surówka	Paweł	9
16.	PGE	Baranowski	Henryk	8
17.	ING Bank Śląski	Bartkiewicz	Brunon	8
18.	Mabion	Chabowski	Artur	8
19.	Orbis	Clavie	Gilles	8
20.	Orange	Fallacher	Jean	8
21.	Fabryka Mebli Forte	Formanowicz	Maciej	8
22.	CD Projekt	Kiciński	Adam	8
23.	Enea	Kowalik	Miroslaw	8
24.	Pekao	Krupiński	Michał	8
25.	11 bit	Miechowski	Grzegorz	8
26.	Bank Citi Handlowy	Sikora	Sławomir	8
27.	mBank	Stypułkowski	Cezary	8
28.	Kernel	Verewski	Andriej	8

SYLWETKI NAJWYŻEJ OCENIANYCH MENADŻERÓW, KTÓRYM PRYZNANO 10 PUNKTÓW

MIROSŁAW BENDZERA – Famur

Od października 2014 r. jest Prezesem Famur S.A. Zajmował stanowisko menadżerskie w Toyota Motor Poland Co. Ltd. Od 2009 r. zasiada w zarządach spółek powiązanych z Grupą TDJ. Był Prezesem Zarządu w Odlewni Żeliwa Śrem, Pioma-Odlewnia oraz Polskiej Grupy Odlewniczej. Od 2013 r. należy do Rady Fundacji TDJ Na Rzecz Edukacji i Rozwoju. Od stycznia do lipca 2016 r. był również członkiem Zarządu spółki Elgór+Zamet Sp. z o.o.

JANUSZ FILIPAK – Comarch

Janusz Filipak w 1993 r. założył Comarch i do dziś pozostaje największym akcjonariuszem spółki. Jest profesorem i doktorem habilitowanym w zakresie nauk technicznych. Był konsultantem naukowym France Telecom oraz pełnił funkcję dyrektora pełnomocnego Teletraffic Research Centre na Uniwersytecie w Adelajdzie. Od 2015 r. jest ekspertem powołanej przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej Narodowej Rady Rozwoju w sekcji „Gospodarka, praca, przedsiębiorczość”. W 2016 r. został wyróżniony Indywidualną Nagrodą Gospodarczą Prezydenta RP.

ADAM GÓRAL – Asseco Poland

Założyciel i Prezes Zarządu Asseco Poland. Od 1991 r. rozwijał COMP Rzeszów, który po wprowadzeniu na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie jako Asseco Poland stał się liderem rozwoju Grupy Asseco na rynkach międzynarodowych. Sprawuje funkcje Przewodniczącego Rady Nadzorczej Asseco International, Asseco Central Europe, Asseco South Eastern Europe, Asseco Western Europe, Asseco Data Systems, Novum oraz Gdyńskiego Klubu Koszykówki ARKA, a także Wiceprzewodniczącego Rady Nadzorczej w Asseco Business Solutions.

ZBIGNIEW JAGIEŁŁO – PKO BP

Zbigniew Jagiełło jest Prezesem Zarządu PKO Banku Polskiego od października 2009 r. Wcześniej,

przez blisko 9 lat pełnił funkcję Prezesa Zarządu Pioneer Pekao TFI SA. W globalnej strukturze Pioneer Investments nadzorował także dystrybucję w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). W drugiej połowie lat 90. ubiegłego wieku m.in. jako Wiceprezes Zarządu współtworzył PKO/Credit Suisse TFI.

PIOTR KRUPA – Kruk

Piotr Krupa jest współzałożycielem spółki, a od 2003 r. Prezesem zarządu. W 1998 r. był jednym z założycieli wydawnictwa prawniczego KRUK. Wraz z rozwojem w Polsce usług konsumenckich dostrzegł niszę – dochodzenie wiarygodności konsumenckich. Obecnie jest Prezesem i znaczącym akcjonariuszem grupy zarządzającej wiarygodnościami w Europie Środkowej.

DARIUSZ MIŁEK – CCC

Dariusz Miłek karierę w CCC Sp. z o.o. z siedzibą w Polkowicach rozpoczynał w latach 1999-2004 jako prokurent. W 2004 r. został powołany na stanowisko Prezesa zarządu w CCC S.A. Zdobywca głównej nagrody European CEO Awards 2017 w kategorii Sustainable Apparel Industry. Obecnie koncentruje swoje działania na rozwoju spółki na rynkach europejskich.

DARIUSZ ORŁOWSKI – Wawel

Dariusz Orłowski w 2001 r. objął funkcję Prezesa Zarządu w Wawel S.A. Od września 2007 r. jest członkiem Rady Nadzorczej Publicznej Spółki akcyjnej „Łasoszczi” z siedzibą w Iwano-Frankowsku (Ukraina). Członek Rady Nadzorczej FFIL ŚNIEŻKA S.A. Wcześniej był związany m.in. z Gellwe na stanowisku dyrektora finansowego.

MAREK PIECHOCKI – LPP

Twórca i współzałożyciel LPP, a obecnie prezes zarządu spółki. Z branżą odzieżową związany od 1989 r. W 1991 r. wraz z Jerzym Lubiańcem założył przedsiębiorstwo Mistral, które w 1995 r. zostało przekształcone w spółkę LPP. Jako Prezes Zarządu, odpowiada za zarządzanie strategicznymi projektami inwestycyjnymi w Polsce i za granicą. W 2013 r. uznany przez prestiżowy magazyn Harvard Business Review za najsukcesowniejszego CEO w Polsce.

PIOTR WOŹNIAK – PGNiG

Od 2016 r. pełni funkcję prezesa zarządu spółki. W latach 1990-1991 doradca Ministra Rolnictwa i Ministra Przemysłu, a w latach 1992-1996 pełnił funkcję radcy handlowego w Ambasadzie RP w Kanadzie. Z PGNiG związany od 1999 r., gdy pełnił funkcję członka rady nadzorczej.

RANKING OSTATECZNY (SUMA PUNKTÓW Z SUBRANKINGÓW: DYNAMIKA WZROSTU KURSU AKCJI, DYNAMIKA WZROSTU EBITDA, KOMPETENCJE MENADŻERSKIE)

Zwycięzcą rankingu ostatecznego, który powstał po zsumowaniu punktów zdobytych w trzech kategoriach, został Prezes 11 bit Studio – Grzegorz Miechowski. Zdobył on 28 pkt. na 30 możliwych. Obecny wynik nie może dziwić, gdyż wygrał on w 2 z 3 kategorii – jego studio gier miało największą dynamikę ceny akcji, jak również EBITDA w badanym okresie. Na drugim miejscu znalazł się Szymon Piduch, zarządzający Dino Polska (27,3 pkt.) Dynamiczny rozwój sieci sprzedaży detalicznej i ekspansywna polityka opłaciły się, co miało bezpośrednie przełożenie na wzrosty giełdowe, jak również zyskowność prowadzonego biznesu. Podium uzupełnił Marek Piechocki z LPP. Odzieżowy gigant w badanym okresie zwiększył zysk EBITDA o 49%, co zaowocowało tak wysokim miejscem w rankingu na najlepszego menadżera.

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

L.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	SUMA punktów trzech subrankingów
1.	11 bit	Miechowski	Grzegorz	28,0
2.	Dino Polska	Piduch	Szymon	27,3
3.	LPP	Piechocki	Marek	26,6
4.	Asseco Poland	Góral	Adam	26,1
5.	Famur	Bendzera	Mirosław	25,8
6.	PKO BP	Jagiello	Zbigniew	25,1
7.	Wirtualna Polska	Świdorski	Jacek	23,5
8.	Bank Citi Handlowy	Sikora	Sławomir	22,4
9.	Santander Bank Polska	Gajewski	Michał	22,3
10.	Mabion	Chabowski	Artur	22,3
11.	PZU	Surówka	Paweł	22,1
12.	Orbis	Clavie	Gilles	22,0
13.	CCC	Mitek	Dariusz	21,9
14.	mBank	Stypułkowski	Cezary	21,6
15.	Comarch	Filipiak	Janusz	21,4
16.	Orange	Fallacher	Jean	21,4
17.	Grupa Kęty	Mańko	Dariusz	21,2
18.	Millennium Bank	Jorge	Joao	21,1
19.	PGNiG	Woźniak	Piotr	20,6
20.	ING Bank Śląski	Bartkiewicz	Brunon	19,6

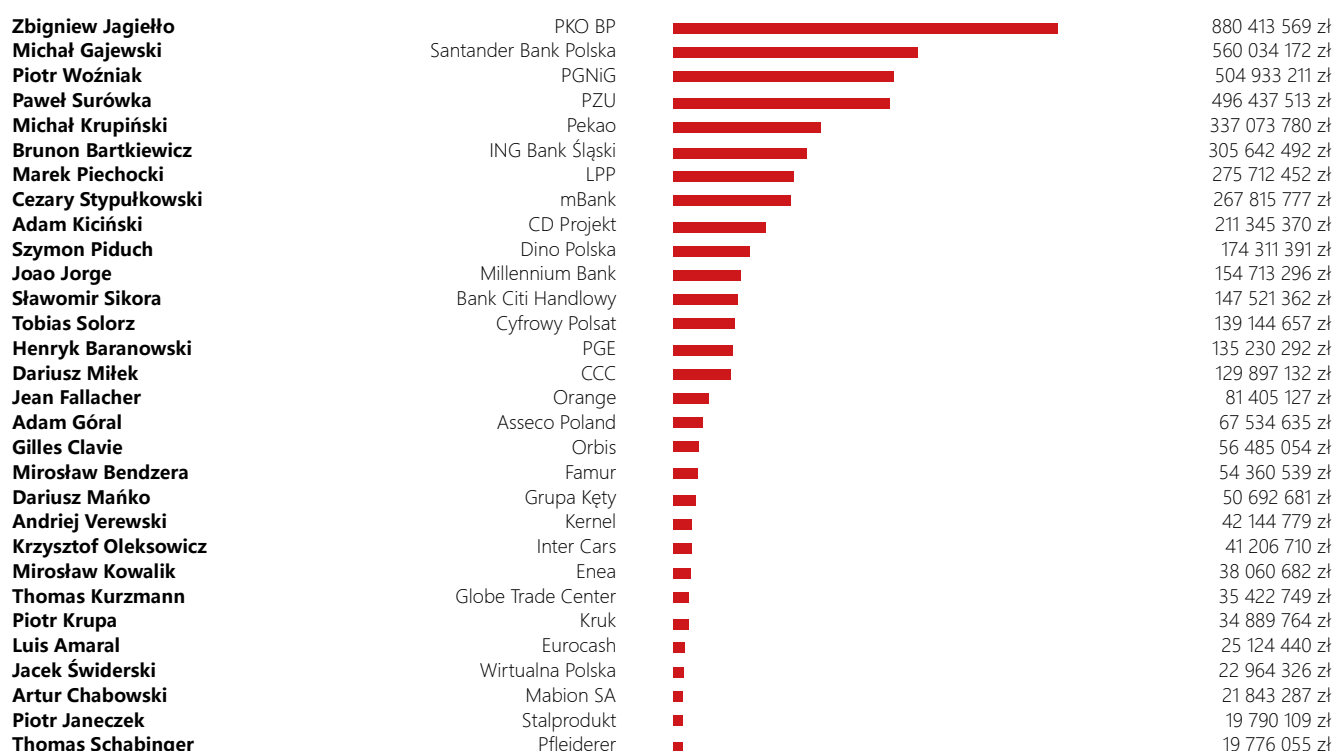
L.p.	Spółka	Nazwisko	Imię	SUMA punktów trzech subrankingów
21.	Pekao	Krupiński	Michał	18,5
22.	CD Projekt	Kiciński	Adam	17,9
23.	Inter Cars	Oleksowicz	Krzysztof	17,4
24.	Enea	Kowalik	Mirosław	16,5
25.	Wawel	Orłowski	Dariusz	16,1
26.	Kernel	Verewski	Andrzej	15,7
27.	Livechat Software	Cieply	Mariusz	15,5
28.	LC Corp	Niedośpiął	Dariusz	15,3
29.	Eurocash	Amaral	Luis	15,3
30.	Cyfrowy Polsat	Solorz	Tobias	15,0

KAPITALIZACJA

Celem, który przyświecał tworzeniu niniejszego rankingu było zbadanie, o ile hipotetycznie mogła-by spaść wycena spółki po odwołaniu jej Prezesa. Ogół kompetencji menadżerskich ma istotne znaczenie, ale wymaga on dostosowania o giełdową wycenę przedsiębiorstwa. Szczegółowe wyniki analizy

dla wszystkich spółek uwzględnionych w rankingu przedstawiono na poniższym wykresie. Warto również dodać, iż zwycięzca rankingu na najlepszego menadżera – Grzegorz Miechowski z 11 bit - nie znalazł się w zestawieniu, gdyż relatywnie niska kapitalizacja giełdowa zarządzanej przez niego spółki, nie pozwoliła mu zakwalifikować się do czołowej 30-stki, natomiast jego wartość określono na 14,2 mln zł.

Wykres 1. Ranking wyceny prezesów w pierwszym raporcie „Wycena polskich menadżerów TOP 30 edycja 2018”



METODOLOGIA

Model szacujący wartości menadżerów dla spółek został oparty o trzy czynniki:

1. dynamikę kursu akcji;
2. dynamikę EBITDA (dla banków zysk na działalności bankowej);
3. ekspercką ocenę kompetencji menadżera.

Analizie poddano prezesów największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wchodzących w skład indeksów WIG20 i mWIG40. Warto nadmienić, iż wartości odpowiadające menadżerom znajdują uzasadnienie w relacji do wartości przedsiębiorstw, którymi zarządzają. Należy również zastrzec, iż obecny raport nie jest rekomendacją w żadnym tego słowa znaczeniu, czy próbą wyceny całej spółki. Podstawowym założeniem i warunkiem koniecznym dla uwzględnienia w badaniu było pełnienie przez menadżera funkcji Prezesa Zarządu nie krócej niż od 1 lipca 2017 r. – początku III

kwartału – do 30 września 2018 r. – końca III kwartału 2018 r., będącego okresem już po publikacji wyników półrocznych. Na końcową wycenę menadżera wpływ miała także kapitalizacja kierowanej przez niego spółki.

Istotną kwestią przy tworzeniu założeń do modelu było przyjęcie punktu odniesienia. W celu jego wyznaczenia zebrano dane dotyczące zmian cen akcji powstałych w wyniku odwołania/rezygnacji ze stanowiska sześciu Prezesów (tabela nr 9), którzy cieszyli się dobrym postrzeganiem rynku i wymiernymi, widocznymi efektami w kierowaniu przedsiębiorstwami. Uśredniony spadek walorów spółki w wyniku publikacji informacji o odejściu menadżera sięgnął 4,4%. Uwzględniając odreagowanie powstałe po zaskoczeniu opublikowaną informacją, jakie nastąpiło na następnej sesji, średni spadek wyniósł 1,96%. Tak uzyskana wartość stanowi wstęp do wycenienia wkładu menadżera dla zarządzanej przez siebie spółki.

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

Michał Krupiński pełnił funkcję Prezesa PZU od stycznia 2016 r. do marca 2017 r., będąc odwołanym przez radę nadzorczą. Najmłodszy w historii prezes spółki, która pod jego przewodnictwem przeprowadziła nabycie udziałów w Banku Pekao, a wcześniej BPH przez Alior Bank, budując największą w Europie Środkowo-Wschodniej grupę finansową. Niespodziewana zmiana na stanowisku prezesa PZU negatywnie wpłynęła na kurs akcji. W ciągu dwóch dni po publikacji komunikatu kurs akcji spadł o 5,39%, zmniejszając kapitalizację o 1,77 mld zł.

Dominik Libicki nieoczekiwanie zrezygnował z kierowania Cyfrowym Polsatem w październiku 2014 r. Współtwórca sukcesu Cyfrowego Polsatu przez wielu uważany za skutecznego menadżera. Spółka w trakcie jego prezesury stała się jedną z największych polskich firm oraz wiodącą grupą medialno-technologiczną w naszym regionie. Kurs akcji zareagował spadkiem o 6,3% w dniu publikacji wiadomości. Trend spadkowy na akcjach trwał do stycznia 2015 r. W ciągu dwóch dni kapitalizacja spółki zmalała o 793 mln zł.

Mirosław Taras pełnił funkcję Prezesa Bogdanki od 2009 r. do 2012 r. W trakcie kadencji z sukcesem wprowadził spółkę na giełdę oraz według rynku był jednym z najlepszych zarządzających na warszawskim parkiecie. Zyskał zaufanie i uznanie wśród inwestorów, chroniąc Bogdankę w 2010 r. przed wrogim przejęciem przez New World Resources. Odwołanie prezesa ze stanowiska wywołało duże zaskoczenie a kapitalizacja spółki stopniała w ciągu dwóch dni o 166 mln zł.

Dariusz Krawczyk przejął stery w Ciechu w 2012 r., gdy w spółce panowała trudna sytuacja finansowa. Osiągnął sukces i wyprowadził firmę na prostą. W przeszłości był także odpowiedzialny za restrukturyzację Synthosu, w którym pełnił obowiązki Prezesa w latach 2005-2012. W 2015 r. został niespodziewanie odwołany ze swojego stanowiska w Ciechu. Kurs akcji na tę wiadomość zareagował spadkami nawet o 3,9%. W jeden dzień kapitalizacja Ciechu spadła o 58 mln zł.

Wojciech Sobieraj jest założycielem i Prezesem zarządu w Alior Banku. Na koniec 2007 r. poinformował o zamiarze założenia nowego banku. Uznawany za jednego z najlepszych polskich menadżerów (w trakcie zarządzania detaliczną częścią BPH, portfel banku prześcignął portfel Pekao). Po ogłoszeniu decyzji o odejściu z Alior Banku notowania spółki runęły o 5%.

Wojciech Jasiński, zaraz po wyborach w 2015 r., zrzekł się mandatu poselskiego i został prezesem PKN Orlen. Funkcję tę pełnił od grudnia 2015 r. do 5 lutego 2018 r., kiedy to został odwołany ze stanowiska. Jego największym sukcesem było osiągnięcie porozumienia z władzami Litwy w sprawie rafinerii w Możejkach, które zakończyło wieloletni spór, w którym Litwini sabotowali działalność rafinerii. Dzień po ogłoszeniu odwołania Wojciecha Jasińskiego kurs PKN ORLEN spadł 5,5%, a kapitalizacja koncernu skurczyła się o niemal 2,5 mld zł.

W kolejnym kroku dostosowano subrankingi zmiany kursu akcji, EBITDA oraz kompetencji menadżerskich tak, aby można było porównać między sobą wyniki osiągnięte przez spółki Prezesów w badanym okresie. Charakterystykę przyjętych założeń zaprezentowano poniżej:

1. Dynamika zmiany kursu akcji spółki w okresie od początku IV kwartału 2017 r., do końca III kwartału 2018 r.

Celem analizy było zbadanie wpływu stylu zarządzania na wyniki przedsiębiorstw, a tym samym również na wycenę notowań. Spółki uszeregowano od najwyższego do najniższego wzrostu kursu akcji. Uzyskany ranking w postaci szeregu został podzielony na percentyle. Spółka znajdująca się na pierwszym miejscu dostała 10 pkt., a każda kolejna miała tę wartość pomniejszaną o około 0,24 pkt. ($100\% / 42 = \sim 2,4\%$; $10\text{pkt} \times 2,4\% = 0,24\text{ pkt}$), tak, że ostatnia firma, biorąca udział w rankingu otrzymywała 0 pkt. w danej kategorii.

2. Dynamika zmiany EBITDA spółki w okresie od początku IV kwartału 2017 r., do końca III kwartału 2018 r.

Wskaźnik EBITDA, pomimo kilku niedoskonałości, jest obarczony najmniejszą liczbą wad i jest uznawany za jeden z najbardziej rzetelnych wskaźników, dzięki czemu porównywanie wyników spółek jest o wiele bardziej wiarygodne. To jednocześnie miernik, który stosunkowo dobrze skorelowany jest ze zdolnością przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych. Z racji, iż banki nie publikują wskaźnika EBITDA, zastoso-

wano dla nich miernik zbliżony, to znaczy wynik na działalności bankowej. Badane spółki uszeregowano pod kątem dynamiki wskaźnika EBITDA. Uzyskany ranking w postaci szeregu został podzielony na percentyle. Firma znajdująca się na pierwszym miejscu dostała 10 pkt., a każda kolejna miała tę wartość pomniejszaną o około 0,24 pkt. ($100\% / 42 = \sim 2,4\%$; $10\text{pkt} \times 2,4\% = 0,24\text{ pkt}$), tak, że ostatnie przedsiębiorstwo, biorące udział w rankingu, otrzymywało 0 pkt. w danej kategorii.

3. Ocena kompetencji menadżerskich Prezesa Zarządu.

Przydzielono oceny w skali od 5 do 10. Pod uwagę brano poziom doświadczenia menadżera, ocenę w niezależnych rankingach branżowych, wykształcenie oraz sytuację, w jakiej znajduje się spółka, którą kieruje.

Maksymalna, możliwa do uzyskania w rankingu liczba punktów wynosiła 30. Przyjęto, że menadżerowie, których odejścia posłużyły za podstawę do oszacowania wpływu na wycenę giełdową spółki (uwzględnieni w powyższej tabeli) stanowią punkt wyjściowy, a zatem średnia zmiana cen akcji po ich odejściu bądź odwołaniu, stanowi maksymalną możliwą liczbę punktów do uzyskania. W ten sposób każdy 1 punkt w rankingu przekłada się na możliwość przeceny spółki o 0,065% (średni spadek kursu w reakcji na odwołanie prezesa 1,96% podzielony przez 30). Odniesienie tej wartości procentowej do kapitalizacji spółki (z końca września 2018 r.) pozwoliło uzyskać szacunkową wartość menadżera dla spółki przez niego zarządzanej.

AUTORZY RAPORTU



DARIUSZ JAROSZ

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



MICHAŁ STĘPNIEWSKI

Dział Analiz
Martis CONSULTING Sp. z o.o.
michal.stepniewski@mc.com.pl



KAROL PIETRASIAK

Dział Analiz
Martis CONSULTING Sp. z o.o.
karol.pietrasiak@mc.com.pl



Martis Consulting Sp. Z o.o.
ul. Bukowińska 22 lok. 14b
02-702 Warszawa
Telefon: 22 24 45 700
e-mail: biuro@mc.com.pl
www.mc.com.pl

© Wszelkie prawa zastrzeżone
Niniejszy raport stanowi własność
Martis CONSULTING Sp. z o.o. i
podlega ochronie praw autorskich,
znaków towarowych i własności inte-
lektualnej zgodnie z prawem