

czwartek, 16 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

## Banki

### Polska

## Obniżka stóp o 100 p.b. już w cenach

Kolejna obniżka stóp procentowych o 50 p.b. zmusza nas do kolejnej rewizji prognoz. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła bazową stopę do 50 p.b. (-50 p.b.) oraz depozytową do 0. Zmiana stopy bazowej powoduje, że zagregowana marża odsetkowa spadnie z 3,02% w 2019 roku do 2,76% w 2020 roku, a sam wynik odsetkowy sektora (liczony jako agregat analizowanych banków) obniży się o ponad 1,8 mld PLN. Jednocześnie nasze prognozy zakładają, że kwartalna marża odsetkowa w bankach zostanie odrobiona, co najmniej połowie, w najbliższych trzech latach, a pomagać w tym będzie bardzo dobra sytuacja płynnościowa banków wspierana przez programy rządowe (np. 100 mld PLN od PFR), która pozwoli na efektywne zastępowanie lokat rachunkami bieżącymi. Niemniej jednak zaznaczamy, że jakakolwiek kolejna obniżka stóp będzie już bardzo trudna do przeniesienia na klientów, choćby ze względu na spadek stopy depozytowej poniżej zera. Pozostawiamy bez zmian naszą prognozę kosztu ryzyka na poziomie 155 p.b., który będzie wspierany przez (rekomendowane przez EBA i KNF) elastyczne podejście do tworzenia rezerw oraz ww. częściowo bezzwrotny stimulus dla przedsiębiorstw. Nasze prognozy nie zakładają kolejnego cięcia stóp procentowych, co tłumaczymy przez: istotnie pogarszającą się sytuacją sektora finansowego (szczególnie SKOKi i Bank Spółdzielcze), kontr produktywny charakter (ujemna stopa depozytowa) do pakietu fiskalnego oraz wywołałoby to oczekiwania podwyżek w przyszłości, co z kolei mogłoby nie być korzystne dla koordynacji polityki monetarnej i fiskalnej i podwyższać koszt finansowania. Niemniej jednak zauważamy, że retoryka NBP pozostawia furtkę do dalszych cięć, co będzie utrzymywać rynki w niepewności. Obniżki stóp powodują, że nasze zagregowane prognozy zysku netto obniżają się o 19%-14% na lata 2020/21, ale „zaledwie” o 10% na rok 2022 ze względu na przeniesienie części obniżek na klientów banku. Szybka reakcja rynku praktycznie pozostawia nasze rekomendacje niezmienione chociaż łączny potencjał wzrostu spadł do 11%. Prezentujemy też negatywny scenariusz na wypadek niedoszacowania spowolnienia makroekonomicznego czy dłuższej kwarantanny.

### Nasza preferencja nadal dla Pekao

Naszym top-pick w polskim sektorze bankowym jest Pekao, notowany na historycznie niskim 0,6x P/BV 2021, a przy tym jeden z najodporniejszych banków na kryzysowe otoczenie. Z mniejszych preferujemy Aliora (największe ryzyko/potencjał wzrostu), ale zaznaczamy, że w czarnym scenariuszu potencjał wzrostu zamienia się w potencjał spadku.

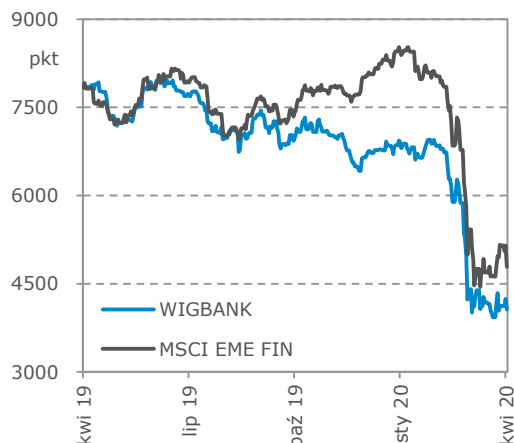
### Czarny scenariusz jeszcze bardziej czarny

Do naszych prognoz aplikujemy też scenariusz negatywny, w którym zakładamy kolejne cięcia stóp procentowych o 50 p.b. do 0 w 2021 roku oraz koszty ryzyka wyższe o 50 p.b. w 2020 i 2021 roku w stosunku do scenariusza bazowego. Tym razem uważamy, że cięcia kolejnych 50 p.b. byłoby już bardzo dotkliwe dla sektora i trudne do przełożenia na klientów, co odbija się w prognozach. Szacujemy, że w czarnym scenariuszu wynik netto spadłby o 28% w 2020 i 41% w 2021 roku w stosunku do bazy. W takim środowisku widzimy potencjał wzrostu jedynie w Banku Pekao, zaś Santander Bank Polska jest wyceniony adekwatnie.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	20P	21P	22P
PKO	14,1	10,2	8,1	0,6	0,6	0,6	4,6	6,2	7,7
PEO	8,6	8,3	6,3	0,6	0,6	0,5	6,8	6,8	8,5
SPL	16,5	11,0	8,6	0,6	0,6	0,5	3,8	5,5	6,6
ING	20,3	17,4	13,2	1,2	1,1	1,1	5,8	6,6	8,3
MIL	132,6	17,5	14,7	0,5	0,5	0,5	0,3	2,7	3,1
BHW	16,5	14,7	11,1	0,7	0,7	0,7	4,3	4,8	6,2
ALR	-	7,2	4,6	0,3	0,3	0,3	-0,6	4,3	6,3

WIG-Banki	4 060,20
MSCI EME Financials	151,52
2020P P/E	20,6x
2020P P/BV	0,7x

### WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	24,85	26,90	akumuluj	kupuj
PEO	77,70	83,51	kupuj	kupuj
SPL	194,52	229,52	kupuj	kupuj
ING	114,14	126,36	sprzedaj	sprzedaj
MIL	3,38	4,06	trzymaj	kupuj
BHW	39,86	45,66	trzymaj	trzymaj
ALR	21,00	24,72	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	22,14	24,85	+12,2%
PEO	54,30	77,70	+43,1%
SPL	160,70	194,52	+21,0%
ING	141,00	114,14	-19,0%
MIL	3,28	3,38	+3,0%
BHW	39,50	39,86	+0,9%
ALR	16,45	21,00	+27,7%

### Analitycy:

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/ EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Investowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich dla spółek: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, PKO BP, ING BSK, Santander Bank Polska

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, PKO BP, ING BSK, Santander Bank Polska

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 16 kwietnia 2020 o godzinie 08:28.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 16 kwietnia 2020 o godzinie 08:28.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskim mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.  
**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## Rekomendacje dotyczące spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

## Alior Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2020-02-21	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	24,72	30,50	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	13,00	26,62	29,34	51,10	52,80

## Handlowy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	45,66	63,46	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50
kurs z dnia rekomendacji	44,00	55,90	51,70	53,60	53,70	52,40	52,80

## ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	126,36	170,00	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	153,80	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50

## Millennium

rekomendacja	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	4,06	5,47	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	3,30	5,06	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

## Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30
cena docelowa (PLN)	83,51	115,20	119,75	121,00	121,00
kurs z dnia rekomendacji	55,32	96,34	99,88	112,95	103,75

## PKO BP

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	26,90	39,69	39,69	39,50	47,17	47,17	40,92
kurs z dnia rekomendacji	22,75	33,10	36,00	34,99	39,34	42,20	37,78

## Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-03-30	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	229,52	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27
kurs z dnia rekomendacji	173,90	304,00	279,00	317,40	286,00	319,60	357,20	365,20

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kluszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kluszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)