

piątek, 21 grudnia 2018 | komentarz specjalny

PKN Orlen – Aktualizacja strategii 2019-20

Rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 81,52 PLN | cena bieżąca: 107,70 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Zarząd PKN Orlen opublikował aktualizację strategii Grupy w perspektywie 2022 roku wraz z celami finansowymi na okres 2019-20. Dokument zakłada wzrost EBITDA LIFO bez odpisów do średniorocznie 10,3 mld PLN, czyli +12% w stosunku do lat 2017-18 (+19% jeśli skorygujemy zyski 2017-18 o zdarzenia jednorazowe i efekt NRV). Pasuje się to 34% powyżej naszych prognoz (14% powyżej konsensusu), ale jest głównie efektem bardziej optymistycznych założeń makro (oczekujemy cyklicznego pogorszenia rentowności w rafinerii z uwagi na nowe moce i normalizację dynamik po stronie popytowej, podczas gdy Spółka spodziewa się tu poprawy o 1,5 USD/Bbl w stosunku do okresu 2017-18 przede wszystkim z uwagi na efekt IMO). Jednocześnie Zarząd zapowiedział znaczny wzrost nakładów inwestycyjnych do 6,8 mld PLN średniorocznie (~5 mld PLN w 2019 i ponad 8 mld PLN w 2020) z 4,6 mld PLN w latach 2017-18. Jest to pochodną uwzględnienia nowych projektów w petrochemii i rafinerii (ze względu na czas inwestycji nie wpływają one jeszcze na EBITDA 2019-20) oraz zwiększenia planowanych nakładów odtworzeniowych średniorocznie o 1 mld PLN. Średni Capex zakładany w rynkowym konsensusie na kolejne 2 lata to 4,9 mld PLN (nasza prognoza 3,9 mld PLN). Spółka deklaruje systematyczną wypłatę dywidendy przy uwzględnieniu sytuacji finansowej koncernu. Strategia nie uwzględnia ewentualnego przejęcia Lotosu.

Podsumowując: 1) ambitne cele EBITDA z uwagi na równie optymistyczne naszym zdaniem założenia modelowej marżowości w rafinerii powinny być przez rynek przyjęte neutralnie; 2) rozpędzający się program inwestycyjny może nieco niepokoić, szczególnie w kontekście obiektywnego ryzyka znacznego wzrostu globalnych mocy wytwórczych w petrochemii i rafinerii (okresowa presja na FCF) i potencjalnego wydatku na przejęcie Lotosu; 3) implikowany przez prognozę Zarządu na 2017-18 szacunek EBITDA LIFO w 4Q'18 na poziomie ~1,6 mld PLN może być odebrany jako rozczarowanie, biorąc pod uwagę wzrosty kursu PKN w ostatnich tygodniach, ale naszym zdaniem nie należy tej liczby traktować jako „twardej” prognozy dla ostatniego kwartału, tylko jako ostrożną estymację na potrzeby prezentacji strategii.

Założenia makro

Główne parametry makro przyjęte do kalkulacji oczekiwanych poziomów EBITDA w okresie 2019-20 oceniamy jako mało konserwatywne, szczególnie w kontekście zakładanego przez nas cyklicznego osłabienia rentowności w sektorze (obserwowane globalnie negatywne tendencje po stronie popytowej w zestawieniu z perspektywą znacznego wzrostu mocy przerobowych w rafinerii i petrochemii). Spółka uwzględniła również znaczący wpływ efektu IMO w postaci znacznego wzrostu dyferencjału Ural/Brent średnio powyżej 3 USD, podczas gdy aktualnie oscyluje on wokół zera. Modelowa marża rafineryjna ma być zbliżona do okresu 2017-18 i 5-letniej średniej, która obejmuje przecież „złote czasy” dla sektora. Łączny benchmark dla rafinerii (cracki+dyferencjał) założono na poziomie 8,6 USD/

Założenia makro w strategii PKN Orlen na tle danych historycznych i założeń mBanku

	2019-20P	2017-18	średnia 5 lat	średnia 3M	2019-20 mBank
Marża rafineryjna	5,5	5,7	5,3	4,6	3,8
Dyferencjał U/B	3,1	1,4	1,7	1,2	1,5
Marża petchem (EUR/t)	808	900	842	889	737
Marża downstream	13,5	12,2	12,1	11,9	-
USD/PLN	3,70	3,69	3,56	3,74	3,70

Źródło: Orlen, Dom Maklerski mBanku

Bbl vs przyjęte w naszym modelu 5,3 USD/Bbl i 7 USD/Bbl dla ostatnich 5-lat (ostatni miesiąc to 6,6 USD). W przypadku marży petrochemicznej podejście jest bardziej ostrożne, ale tutaj również na lata 2019-20 nasze szacunki są mniej optymistyczne z uwagi na widoczne już efekty nadpodaży. Przy porównaniu średnioterminowych założeń Spółki z odczytami z ostatnich 3 miesięcy, nie można zapominać, iż listopad zarówno w przypadku marży rafineryjnej, jak i petrochemicznej był sztucznie zawyżony przez problemy logistyczne na Renie, co potwierdzają znacznie gorsze wskazania tych parametrów w grudniu. Warto też odnotować przyjęty spadek cen gazu w Polsce z 22,6 EUR/MWh w latach 2017-18 do 20 EUR/MWh w 2019-20 (aktualne odczyty to 25 EUR/MWh i oznaczałyby one nawet 0,6 mld PLN dodatkowych kosztów dla rafinerii Orlenu w skali roku).

Prognoza EBITDA

Orlen oczekuje, że średniorocznie EBITDA LIFO bez odpisów w latach 2019-20 wyniesie 10,3 mld PLN (konsensus rynkowy 9 mld PLN) vs 9,2 mld PLN w okresie 2017-18 (ta prognoza implikuje EBITDA LIFO w 4Q'18 na poziomie 1,6 mld PLN, ale sądzimy że to może być ostrożna kalkulacja i wynik ostatniego kwartału będzie trochę lepszy z uwagi na jednorazowy wpływ utrudnień logistycznych na Renie, które okresowo wywindowały cracki na dieslu i premię lądową). Ten szacunek obok uwzględnienia kończących się obecnie projektów inwestycyjnych (instalacja PE w Unipetrolu, metateza w Płocku) i pełnej utylizacji elektrociepłowni jest pochodną przyjętych założeń makro (nie ma w tym okresie efektów wyższego capex planowanego na lata 2019-20). Zwracamy jednocześnie uwagę, że podawana przez Spółkę EBITDA LIFO jest korygowana tylko o odpisy i nie uwzględnia innych zdarzeń jednorazowych, co dobrze obrazuje tabela na kolejnej stronie w kolumnie 2017-18 (raportowana EBITDA LIFO w tym okresie to 9,2 mld PLN, podczas gdy po oczyszczeniu o korekty NRV i odszkodowania to 8,6 mld PLN). W tym kontekście realny wzrost wyników zakładany przez Zarząd w okresie 2019-20 w relacji do realizacji z lat 2017-18 wynosi nie +12%, ale +19%. Odchylenie od naszych prognoz sięga 34% i jest głównie pochodną założeń makro w segmencie downstream (jeśli przyjęlibyśmy założenia Spółki dla marży rafineryjnej i dyferencjału to wpływ na EBITDA sięgnąłby 2,8 mld PLN i nasza prognoza wzrosłaby do 9,6 mld PLN). W pozostałych segmentach odchylenia są mniejsze: w wydobywaniu +0,1 mld PLN z uwagi na zakładane przez Orlen wyższe wolumeny i w detalu +0,2 mld PLN z uwagi na założenie

przyrostu marży pozapaliwowej o 30% i marży paliwowej o 3% w perspektywie 2022 roku (naszym zdaniem optymistyczne szacunki biorąc pod uwagę aktualne rekordowe odczyty na tych poziomach). Jeśli chodzi o cele operacyjne w perspektywie 2022 roku to warto jeszcze wspomnieć o zakładanym przez Zarząd wzroście wolumenu sprzedaży hurtowej paliw o 2,1 mln ton (+12% vs 2018), zwiększeniu uzysków produktów białych o 1,8 punktu procentowego oraz wzroście przerobu o 0,3 mln ton.

Założenia EBITDA w strategii PKN Orlen na tle danych historycznych i założeń mBanku

(mld PLN)	2019-20P	2017-18*	średnia 5 lat
EBITDA LIFO bez odpisów (PKN Orlen)	10,3	9,2	7,4
downstream	8,3	7,4	6,2
detal	2,4	2,2	1,6
upstream	0,5	0,3	0,1
pozostałe	-0,9	-0,7	-0,6
EBITDA LIFO oczyszczona (mBank)*	6,8	8,6	7,1
downstream	5,0	6,8	6,0
detal	2,2	2,2	1,6
upstream	0,4	0,3	0,1
pozostałe	-0,8	-0,7	-0,6

*dane za 2017-18 w przypadku prognoz mBanku oczyszczone o zdarzenia jednorazowe, stąd różnica w wykonaniu za ten okres
Źródło: PKN Orlen, Dom Maklerski mBanku

Prognoza CAPEX

Orlen zakłada, że średnioroczny poziom nakładów inwestycyjnych w latach 2019-20 wyniesie 6,8 mld PLN (zgodnie z wywiadem CEO w latach 2019-22 może on wynieść 7,5 mld PLN) vs 4,6 mld PLN w okresie 2017-18. Inwestycje rozwojowe mają wzrosnąć z 2,7 mld PLN do 3,9 mld PLN średniorocznie, a odtworzeniowe z 1,9 mld PLN do 2,9 mld PLN (m.in. zwiększenie intensywności prac remontowych). Warto w tym miejscu zaznaczyć, że rok 2019 będzie jeszcze pod tym względem rozruchowy (około 5 mld PLN), a na wyższe poziomy wydatków rzędu 8 mld PLN rocznie Orlen wejdzie w latach kolejnych, kiedy pojawią się zapowiedziane projekty rozbudowy kompleksu petrochemicznego (olefiny, fenol, aromaty, nawozy) i rafineryjnego (biopaliwa, visbreaking, hydrocracking w Możejkach) oraz nakłady przygotowawcze na morską farmę wiatrową. W naszym modelu na lata 2019-20 zakładamy średnioroczne wydatki na poziomie 4 mld PLN, a rynkowy konsensus plasuje się na 4,9 mld PLN (spada do 3,8 mld PLN w 2021 roku). Szacunki Orleńskie nie uwzględniają ewentualnego przejścia Lotosu i po tej transakcji strategia będzie zaktualizowana.

Bilans i dywidenda

Strategia zakłada utrzymanie wskaźnika długu netto/EBITDA na poziomie poniżej 1,5x do 2022 roku (nasze szacunki na lata 2019-20 to 0,6x) i rating na poziomie inwestycyjnym. Spółka deklaruje systematyczną wypłatę dywidendy, uwzględniającą sytuację finansową.

Zapowiedź odwrócenia odpisów księgowych

Orlen poinformował, że zatwierdzona aktualizacja strategii oraz przyjęty w jej ramach, plan średnioterminowy na lata 2019-2022, oparty o zaktualizowane założenia makroekonomiczne, stanowią, zgodnie z MSR 36, przesłankę do weryfikacji wartości odzyskiwalnej jej aktywów. W związku z tym Spółka identyfikuje prawdopodobieństwo odwrócenia w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za 4 kwartał 2018 roku części dokonanych historycznie odpisów aktualizujących wartość majątku trwałego Grupy Unipetrol. Może to mieć istotny pozytywny niegotówkowy wpływ na wysokość skonsolidowanego zysku operacyjnego EBITDA.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie dla Parkietu Prezes Daniel Obajtek potwierdził dotychczasowe plany związane ze strukturą transakcji przejęcia Lotosu (najpierw transakcja ze Skarbem Państwa na pakiet 32,9%, a następnie wezwanie do 66% – kolejne kroki będą przedmiotem analiz). Prezes zadeklarował, że chce, aby PKN Orlen był koncernem przewidywalnym i stabilnym, a Zarząd będzie rekomendował wypłatę dywidendy. Inwestycja w Ruch może pozwolić na realizację synergii w obszarze detalicznym i dlatego Spółka ją analizuje. Rozwój Grupy mają w perspektywie kolejnych 4 lata zapewnić inwestycje, które mogą wynieść 30 mln PLN.

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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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
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 Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniej jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – 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 postępującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Cognor Holding, PBKM.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź 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 Domu 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/analizy_i_rynki/analizy_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 Domu 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 Domu Maklerskiego 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.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl