

czwartek, 8 listopada 2018 | komentarz specjalny

Vistula Retail Group – Fuzja z wysokim potencjałem

Vistula (VST PW) | pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 4,06 PLN

Bytom (BTM PW) | pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 2,68 PLN

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Po 1,5 roku od ujawnienia pierwszej informacji w sprawie prowadzonych rozmów, proces fuzji spółek Vistula oraz Bytom jest bliski finalizacji. Po zaakceptowaniu przez NZWA obu spółek planu połączenia oraz parytetu wymiany akcji BTM/VST, ostatnim krokiem w transakcji pozostaje rejestracja fuzji w KRS (planowana na XI'18). Powyższe pozwoliłoby na realizację scenariusza konsolidacji wyników obu spółek od XII'18. Połączenie obu spółek powinno wygenerować synergie przychodowe/marżowe ze względu na ujednolicenie polityki promocji (zakładamy 10 mln PLN synergii w 2019 r.). Zwiększenie kapitalizacji podmiotu po fuzji (922 mln PLN przy cenie 4,06 PLN/akcję) może przełożyć się na wzrost zainteresowania inwestorów oraz na awans Vistula Retail Group (VRG) do mWIG40 w średnim terminie. Biorąc pod uwagę słabe wyniki sprzedażowe obu spółek w okresie IX-X'18 oraz niższą od zakładanej rentowność YTD, korygujemy nasze prognozy EBITDA o 12,5%/14,3% odpowiednio dla VST/BTM. Po uwzględnieniu naszych zrewidowanych prognoz oraz potencjalnych synergii szacujemy, że EBITDA/zysk netto VRG poprawi się o 35%/42% r/r (względem danych pro-forma) do odpowiednio 139/88 mln PLN w 2019 roku. Uwzględniając nasze prognozy, VRG jest wycenione na 10,5x P/E'19 oraz 6,8x EV/EBITDA'19, a wskaźnik P/E'19 jest 25% poniżej średniej 5-letniej wskaźnika P/E 12M BF dla Vistuli. Biorąc pod uwagę aktualny parytet ceny akcji BTM/VST na poziomie 0,66x (8,3% poniżej zatwierdzonego parytetu 0,72x) preferujemy zakup akcji BTM.

Finalizacja połączenia w listopadzie'18

Zgodnie z przedstawionym przez spółki harmonogramem, pod koniec X'18 miała miejsce decyzja NWZA obu spółek w sprawie zatwierdzenia planu połączenia oraz parytetu wymiany akcji BTM/VST na poziomie 0,72x. Spółki oczekują rejestracji połączenia przez KRS pod koniec XI'18, co pozwoli na konsolidowanie wyników obu podmiotów przez Vistula Retail Group od XII'18. W początkowej fazie spółki koncentrować się będą na integracji biznesów, a pierwszych synergii przychodowo/marżowych można oczekiwać podczas sprzedaży kolekcji wiosna-lato'19.

Szacunki wyników VRG pro forma w latach 2018-20

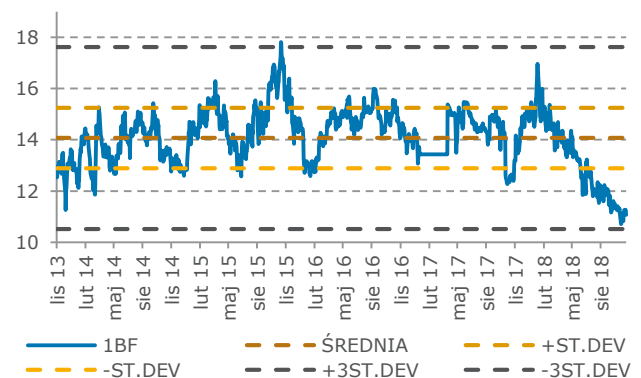
(mln PLN)	2018P*	2019P	zmiana	2020P	zmiana
Sprzedaż	984,9	1 125,8	+14,3%	1 215,8	+8,0%
Zysk brutto na sprzedaży	506,8	584,0	+15,2%	634,2	+8,6%
marża	51,5%	51,9%		52,2%	
EBIT	85,4	115,6	+35,3%	133,7	+15,6%
EBITDA	108,2	139,4	+28,9%	158,9	+14,0%
marża	11,0%	12,4%		13,1%	
Zysk netto	62,2	88,2	+41,8%	103,3	+17,1%
EV/EBITDA	9,1	6,8		5,5	
P/E	14,8	10,5		8,9	

*dane pro-forma przy założeniu konsolidacji wyniku w całym roku
Źródło: Bytom, Vistula, Dom Maklerski mBanku

Wycena na poziomie 10,5x P/E'19 VRG

Połączenie obu podmiotów oraz potencjalne synergie powinny pozwolić VRG na poprawę EBITDA/zysku netto o odpowiednio 34%/41% do 139/88 mln PLN w 2019 roku. W naszych szacunkach uwzględniamy synergie w związku z fuzją na poziomie około 10 mln PLN w 2019 roku, z czego większość dodatkowych korzyści powinna zostać rozpoznana na liniach przychodów/zysku brutto na sprzedaży ze względu na usprawnienie polityki promocyjnej. W związku z powyższym oczekujemy wzrostu marży brutto na sprzedaży o 0,4p.p. r/r do 51,9% w 2019 roku (baza porównawcza uwzględnia skonsolidowane wyniki BTM i VST). W naszych założeniach uwzględniamy negatywny wpływ umocnienia USDPLN na rentowność sprzedaży w 2019 roku (obie spółki denominują ponad 30% COGS w USD).

VST wskaźnik P/E 12M blended forward



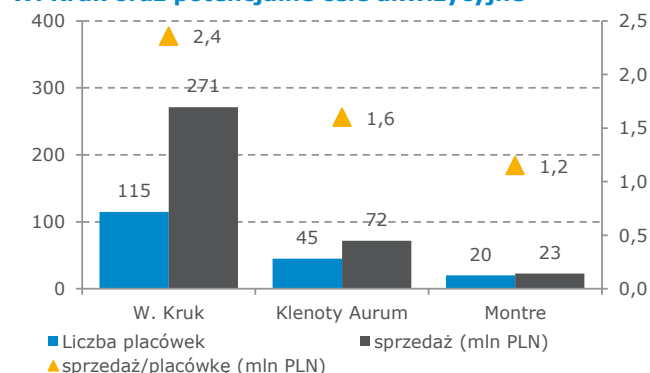
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku;

Po wyłączeniu potencjalnych synergii, szacujemy że skonsolidowana EBITDA/zysk netto VRG urosłaby o odpowiednio 20%/26% w 2019 roku. Uwzględniając nasze szacunki, VRG jest wycenione na 10,5x P/E'19 oraz 6,8x EV/EBITDA'19, co jest poziomem 25% niższym niż średni historyczny poziom wskaźnika P/E 12M blended forward dla VST, który wyniósł średnio 14,1x w latach 2013-18.

Planowana dywersyfikacja geograficzna

Celem strategicznym powołania VRG jest stworzenie „domu marek” który będzie obejmował również rynki zagraniczne. Pod koniec sierpnia Vistula poinformowała o podpisaniu listów intencyjnych przejęcia dwóch biznesów: Klenoty Aurum (lidera na czeskim rynku biżuteryjnym) oraz Montre (kluczowy gracz na słowackim rynku jubilerskim). Zgodnie z informacjami opublikowanymi przez Vistula, Klenoty Aurum posiada istotnie wyższą skalę biznesu oraz lepszą rentowność niż biznes słowacki.

W. Kruk oraz potencjalne cele akwizycyjne



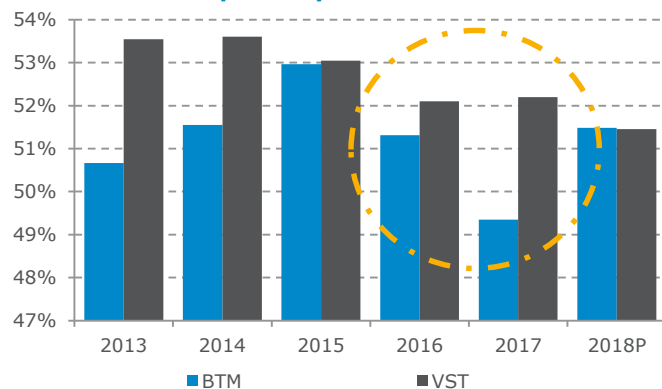
Źródło: Vistula, Dom Maklerski mBanku

Harmonogram transakcji przedstawiony przez Zarząd Vistula zakłada przeprowadzenie due diligence oraz negocjacji w 3-4Q'18, następnie pozyskanie finansowania i ewentualne podpisanie umowy w 1Q'19 oraz konsolidację wyników przejętych podmiotów od 2Q'19. **W naszych prognozach wyników nie uwzględniamy potencjalnego wpływu transakcji. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu, VRG chce pozostać aktywnym graczem M&A, a preferowany obszar poszukiwań to segment odzieży damskiej.**

Analiza wyników BTM oraz VST

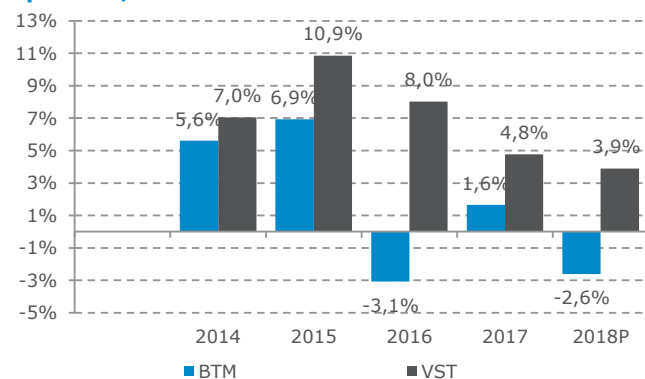
W 2016-17 agresywna polityka promocyjna była jednym z czynników wpływających na kształtowanie się marży brutto na sprzedaży obu spółek. Dodatkowo presja na rentowność wywierało umocnienie się USD/PLN oraz zmiana polityki cenowej w BTM. VST charakteryzowała się wyższą odpornością marży brutto na sprzedaży ze względu na wyższą dywersyfikację biznesu.

Marża brutto na sprzedaży w latach 2013-18P



Źródło: Vistula, Bytom, Dom Maklerski mBanku

Sprzedaż/mkw. w latach 2013-18P

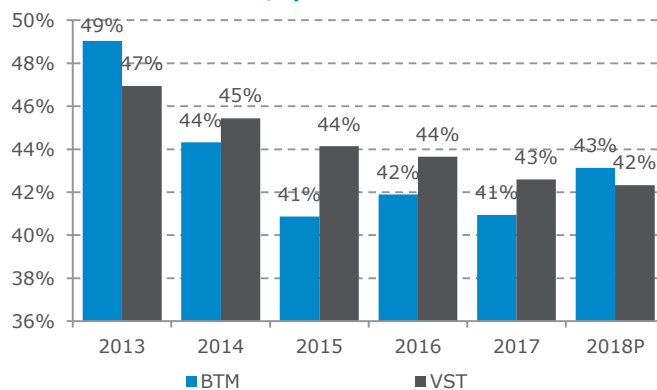


Źródło: Vistula, Bytom, Dom Maklerski mBanku

Obniżenie marży brutto na sprzedaży w BTM w latach 2016-17 nie miało bezpośredniego przełożenia na efektywność sprzedaży spółki w tym okresie.

Dodatkowy wpływ na efektywność sprzedaży spółki miała modyfikacja polityki cenowej. VST odnotowała stabilne wzrosty sprzedaży/mkw. w latach 2014-18P w czym pomagały skuteczna polityka marketingowa oraz dobre wyniki segmentu jubilerskiego.

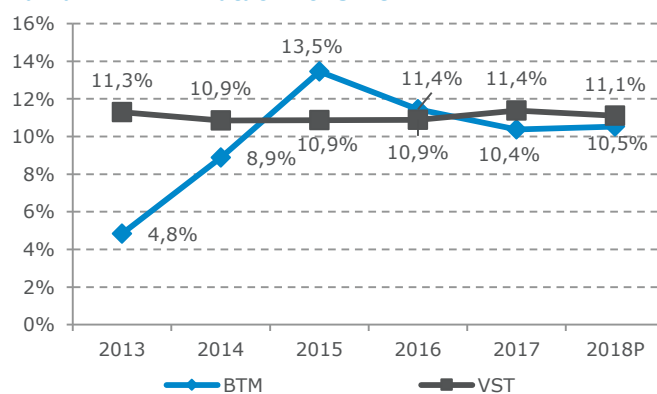
Narzut kosztów SG&A/sprzedaż w latach 2013-18P



Źródło: Vistula, Bytom, Dom Maklerski mBanku

Istotne wzrosty Ifl w 2015 roku przełożyły się na zmniejszenie narzutu kosztów SG&A/sprzedaż w obu spółkach w tym okresie. Pomimo spadku sprzedaży/mkw. w BTM w 2016 roku, wprowadzona dyscyplina kosztowa pozwoliła na utrzymanie zbliżonego poziomu narzutu SG&A/sprzedaż r/r w tym okresie. Wysoka dyscyplina kosztowa w otoczeniu dynamicznie rosnących kosztów wynagrodzeń, stwarza ryzyko wzrostu kosztów SG&A w kolejnych okresach, co uwzględniamy w naszych prognozach dla spółki.

Marża EBITDA w latach 2013-18



Źródło: Vistula, Bytom, Dom Maklerski mBanku

Utrzymanie dyscypliny niskiego poziomu narzutu kosztów SG&A na sprzedaży w BTM pozwoliło spółce na ograniczenie negatywnego wpływu spadku marży brutto na sprzedaży na marżę EBITDA w latach 2016-17. Stabilna poprawa efektywności sprzedaży w VST pozwalała spółce stopniowo poprawiać rentowność na poziomie EBITDA. **Połączenie obu spółek oraz ujednolicenie polityki promocyjnej powinno przełożyć się pozytywnie na marżę brutto na sprzedaży, gdzie widzimy największy potencjał do synergii. Biorąc pod uwagę relatywnie niski narzut kosztów SG&A/sprzedaż widzimy niższy potencjał do synergii w tym obszarze. Jednocześnie zwracamy uwagę, że utrzymywanie wysokiej dyscypliny kosztowej przez BTM w ostatnich latach może przełożyć się na wzrost kosztów w kolejnych okresach.**

Niesprzyjające warunki pogodowe w IX-X'18 a wyniki spółek

Pomimo relatywnie wysokiej odporności wyniku BTM oraz VST na warunki pogodowe (o czym pisaliśmy w publikacji Sezonowość Sprzedaży), widoczny jest wpływ tego czynnika na rezultaty sprzedażowe w IX'18 oraz X'18. Biorąc pod uwagę nasze szacunki wyników za 3Q'18 oraz słabe wyniki sprzedażowe w październiku'18, obniżamy nasze szacunki EBITDA'18 VST/BTM o odpowiednio 13%/14%. Przyjmujemy bardziej konserwatywne założenie dotyczące generowanych wyników w obu spółkach na lata 2019-20 ze względu na umocnienie się USDPLN (negatywny wpływ tego czynnika częściowo ogranicza efekty synergii przychodowo/marżowych) oraz rosnące koszty wynagrodzeń.

Zmiana prognoz dla VST dla lat 2018-20

(mln PLN)	2018	2019	2020
Sprzedaż	780,2	894,0	968,3
Zysk brutto na sprzedaży	401,4	464,3	505,8
marża	51,5%	51,9%	52,2%
EBIT	69,6	97,4	111,6
EBITDA	86,6	115,4	130,8
marża	11,1%	12,9%	13,5%
Zysk netto	51,1	74,3	86,3
Zmiana vs. poprzednie założenia			
Sprzedaż	-2,3%	-0,5%	-2,1%
Zysk brutto na sprzedaży	+11,7%	+11,9%	+8,5%
EBIT	-15,9%	-1,7%	+1,8%
EBITDA	-12,5%	-1,0%	+1,7%
Zysk netto	-16,0%	-0,4%	+3,1%

Źródło: Vistula, Dom Maklerski mBanku

W VST obniżamy nasze szacunki wyniku EBITDA o 12,5% dla 2018 roku ze względu na niską sprzedaż w miesiącach IX-X'18 oraz niższą od zakładanej marżę brutto na sprzedaży. W latach 2019-20 efekt synergii przychodowo marżowych powinien tłumić negatywny wpływ rosnących kosztów związanych z rosnącymi kosztami wynagrodzeń oraz potencjalnymi kosztami integracji.

W BTM uwzględniliśmy pozytywny wpływ synergii na marżę brutto na sprzedaży w latach 2018-20. Biorąc pod uwagę wysoką dyscyplinę kosztową w BTM utrzymywaną przed transakcją fuzji, szacujemy wzrost kosztów SG&A w 2019 roku, co powinno ograniczyć pozytywny wpływ wzrostu rentowności sprzedaży na marżę EBITDA.

Zmiana prognoz dla BTM dla lat 2018-20

(mln PLN)	2018	2019	2020
Sprzedaż	204,7	231,8	247,5
Zysk brutto na sprzedaży	105,4	119,8	128,4
marża	51,5%	51,7%	51,9%
EBIT	15,9	18,2	22,0
EBITDA	21,6	24,0	28,1
marża	10,5%	10,4%	11,4%
Zysk netto	11,2	13,9	16,9
Zmiana vs. poprzednie założenia			
Sprzedaż	-4,2%	-4,8%	-5,3%
Zysk brutto na sprzedaży	-2,9%	-0,1%	+1,2%
EBIT	-19,9%	-16,0%	-6,1%
EBITDA	-14,3%	-12,3%	-5,1%
Zysk netto	-30,3%	-20,3%	-10,4%

Źródło: Bytom, Dom Maklerski mBanku

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 ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

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.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem związanych ryzyk 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 8 listopada 2018 o godzinie 08:40.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 listopada 2018 o godzinie 08:40.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 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_rynek/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 wyliczeniach zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Bytom wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważa	przeważa	przeważa
data wydania	2018-11-08	2018-05-23	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,68	2,92	2,50

Rekomendacje dotyczące spółki Vistula wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważa	przeważa	równoważ	przeważa	równoważ	przeważa
data wydania	2018-11-08	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,06	4,79	5,16	4,34	4,36	3,88

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczy

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

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

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 86
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