

środa, 14 sierpnia 2019 | komentarz specjalny

## Ceny gazu vs nienaruszony trend na CO<sub>2</sub>

**PGE (PGE PW)** rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 13,26 PLN | cena bieżąca: 8,15 PLN

**PGNiG (PGN PW)** rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 6,33 PLN | cena bieżąca: 5,00 PLN

**Paliwa, Energetyka, Polska**

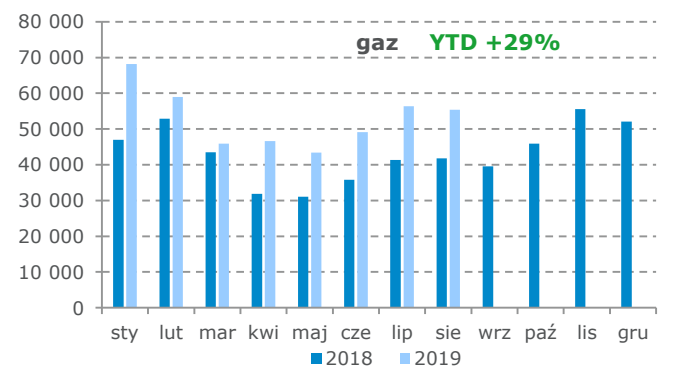
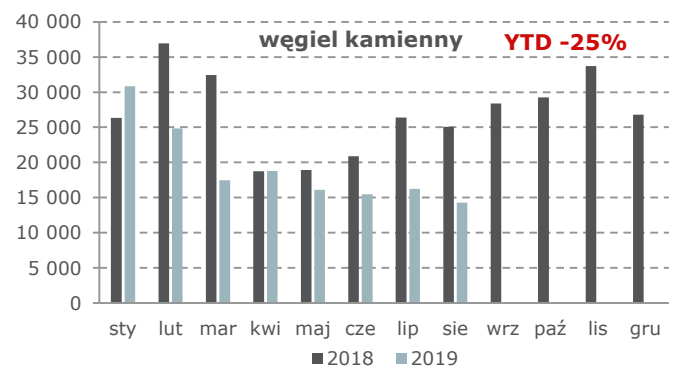
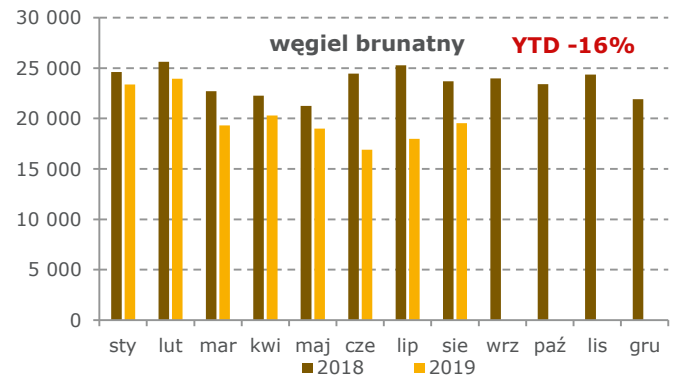
Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Na przestrzeni ostatniego roku ceny CO<sub>2</sub> wzrosły o ponad 50%, a jednocześnie zanotowaliśmy tąpnięcie notowań gazu (na spocie o ponad 40%). Obok szeregu różnych implikacji, znacząco obniżyło to próg rentowności „przejścia” z węgla na gaz w procesie produkcji energii elektrycznej. Tymczasem w wielu opracowaniach analitycznych z ubiegłego roku to właśnie efekt zachęty do obniżania emisyjności w generacji miał napędzać dalsze wzrosty cen uprawnień. Aktualnie ten poziom break even wynosi już tylko 20 EUR/t dla kontraktacji rocznej, a na spocie zaledwie 6 EUR/t, tak więc trudno już w ten sposób uzasadnić bieżące notowania CO<sub>2</sub> na poziomie ~28 EUR/t. Utrzymaniu tych sprzecznych logicznie tendencji (coraz droższe CO<sub>2</sub> i coraz tańszy gaz) nie powinny sprzyjać widoczne już wzrosty zużycia gazu (w Europie od kwietnia +18% r/r) i spadki fizycznego zapotrzebowania na certyfikaty (potencjalnie nawet ponad 3% w tym roku, ~50 mln ton). W tym kontekście oczekujemy zawężenia powstałego dyferencjału, zarówno poprzez odbicie cen gazu, jak i korektę notowań certyfikatów. Idealnym odzwierciedleniem takiego scenariusza na rynku surowcowym są nasze pozytywne rekomendacje dla PGE i PGNiG, które z nawiązką zdyskontowały w ostatnich miesiącach niekorzystne zmiany instrumentów „bazowych”. W takim otoczeniu modelowo tracić powinni z kolei najwięksi konsumenci gazu (Yara, Azoty, PKN) oraz „czyści” producenci energii (Verbund, EDF, Fortum).

### Zmiana struktury produkcji energii w Europie

Od początku roku obserwujemy wyraźną zmianę w strukturze produkcji energii w UE, co jest pochodną warunków zarówno pogodowych (ciepła zima, wietrzny początek roku, sprzyjająca pogoda dla solarów), jak i ekonomicznych (spready rynkowe). Według danych ENTSO-E dla największych krajów europejskich, generacja w blokach opartych o węgiel brunatny spadła YTD (dane z początku sierpnia) o ponad 16% r/r, natomiast w tych spalających węgiel kamienny aż o 25%. Jednocześnie, mocno zwiększyła się produkcja w źródłach OZE oraz elektrowniach gazowych (prawie +30% r/r). Potwierdza to dynamika zużycia gazu na największych rynkach europejskich, która po słabym 1Q'19 (-7% r/r ze względu na ciepłą zimę) w okresie od kwietnia do lipca sięga już +18% r/r. Modelowo taka struktura generacji oznacza **spadek zapotrzebowania na certyfikaty CO<sub>2</sub> YTD rzędu 27,4 mln ton**. Proporcjonalnie w skali roku byłoby to 46 mln ton, czyli **prawie 3% ubiegłorocznej całkowitej emisji w UE**. Spadek popytu na uprawnia może być nawet większy z uwagi na widoczne pogłębianie się ujemnych dynamik dla generacji węglowej w kolejnych miesiącach roku oraz ryzyko spowolnienia gospodarczego obciążające dynamiki konsumpcji energii. Największym **potencjałem konwersji węgla na gaz w energetyce europejskiej mają oczywiście Niemcy**. W ubiegłym roku udział elektrowni gazowych w generacji wynosił tam 13% przy load factor na poziomie 30%, podczas gdy produkcja z węgla stanowiła 35% w merit order. Od początku tego roku generacja z gazu wzrosła o 30%, ale wciąż **jest jeszcze olbrzymie pole do zwiększenia obciążenia jednostek opalanych tym paliwem**. Nie można też zapominać o podobnym potencjale w USA póki co YTD tylko +6%).

### Średnia generacja (obciążenie) elektrowni na węgiel brunatny, kamienny i gaz ziemny w wybranych krajach Unii Europejskiej\* w MW



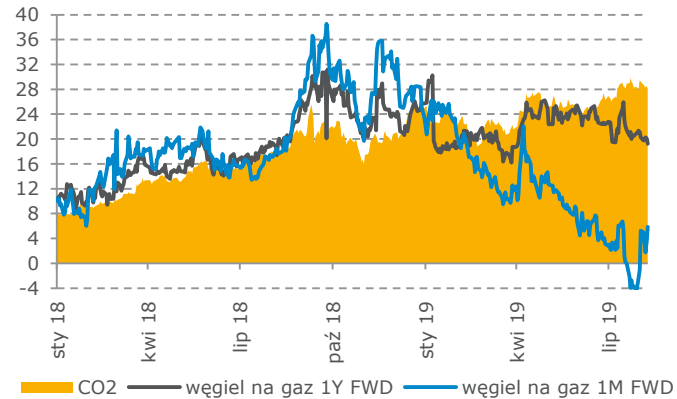
\*Austria, Belgia, Czechy, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Polska, Włochy, UK  
Źródło: ENTSO-E, Dom Maklerski mBanku

### Próg opłacalności przejścia na gaz coraz niżej

W ubiegłym roku jednym z argumentów przemawiającym za kontynuacją wzrostów cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> była relacja cen gazu i węgla, która wskazywała na coraz wyższy próg opłacalności przejścia na mniej emisyjne źródła wytwarzania energii. To zjawisko stało się jednym z głównych motywów przewodnich rekomendacji kupowania certyfikatów CO<sub>2</sub> przygotowywanych w ubiegłym roku przez największe banki inwestycyjne i pociągnęło za sobą napływ kapitału na ten zapomniany rynek. Obecnie **sytuacja uległa odwróceniu o 180 stopni**, gdyż ze względu na tąpnięcie cen gazu, koszty „przełączenia” produkcji energii z węgla na ten mniej emisyjny surowiec znacząco spadły. Aktualnie już

przy cenie 20 EUR/t CO<sub>2</sub> opłaca się kontraktować produkcję opartą na gazie, podczas gdy we wrześniu 2018 ten próg wynosił prawie 28 EUR/t. Dla krótkich kontraktów miesięcznych ten poziom break even wynosi już tylko 6 EUR/t, co potwierdza naszą tezę, iż trudno traktować aktualne rekordowo niskie notowania spotowe gazu jako punkt odniesienia dla modeli na lata kolejne. Uważamy, że w średnim terminie rynek się dostosuje i te relacje kosztów wytwarzania powrócą do racjonalnych poziomów, zarówno przez zawężenie spreadu gaz-węgiel (odbicie cen gazu na strukturalnym wzroście popytu i rozładowaniu zapasów po ciepłej zimie 2018/19), jak i korektę uprawnień emisyjnych.

**Próg rentowności przejścia z węgla na gaz w produkcji energii w EUR/t za CO<sub>2</sub>\***



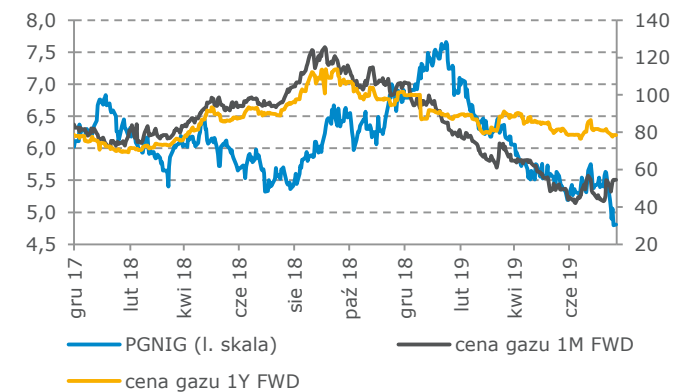
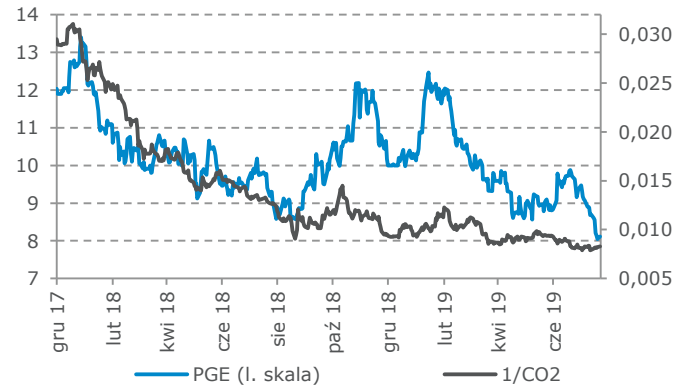
\*cena CO<sub>2</sub> przy której przy aktualnych notowaniach paliw koszt zmiennej produkcji energii z gazu i węgla jest porównywalny  
Źródło: ENTSO-E, Dom Maklerski mBanku

**Implikacje dla notowań PGE i PGNiG**

Spadające ceny gazu i rosnące notowania uprawnień do emisji wpływają dość wyraźnie na kurs akcji PGNiG i PGE w ostatnich kwartałach, co dobrze ilustrują wykresy obok. Kierunek korelacji jest intuicyjny i trudno go kwestionować. PGE ze swoją wysokoemisyjną flotą jest faktycznie narażona w średnim terminie na presję na rentowność wytwarzania w blokach węglowych w związku z wyższymi kosztami uprawnień, które może być coraz trudniej przenieść na ceny energii. Z kolei PGNiG 60% strumienia EBITDA generuje w segmencie wydobywczym, gdzie udział gazu w produkcji sięga aż 75%.

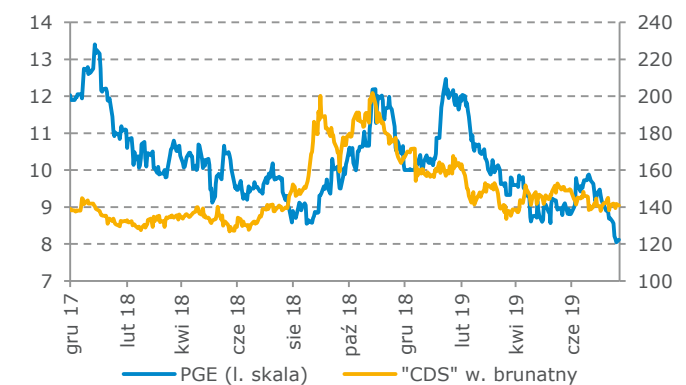
Niemniej jednak widoczna na wykresach obok siła korelacji, a nawet wyprzedzanie spadków na instrumentach bazowych, są zdumiewające. **W przypadku PGE warto zwrócić uwagę, że to nie samo CO<sub>2</sub> determinuje rentowność wytwarzania, ale realizowany CDS.** Tymczasem modelowa marża dla elektrowni na węgiel brunatny (cena energii minus koszt CO<sub>2</sub>), mimo spadku ze szczytów z września 2018, nadal znajduje się na satysfakcjonującym poziomie, powyżej wskazań z 1H'18, kiedy to rynek wycenił Spółkę 30% wyżej. Podobnie wygląda to w przypadku **akcji PGNiG, które zdają się z nawiązką odzwierciedlać spadki spotowych cen gazu, zawierających przecież znaczący komponent sezonowy** i jednocześnie ignorować pozytywne informacje płynące ze Spółki (wyniki 2Q, prognozy wolumenów 2020-21). Ponadto, zgodnie z zaprezentowanymi wyżej argumentami, mało logiczne wydaje się równoczesne utrzymanie niskich cen gazu i rekordowych notowań CO<sub>2</sub>.

**Kurs PGE na tle odwrotności CO<sub>2</sub> i PGNiG na tle notowań gazu o przeliczeniu na PLN**



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

**Kurs PGE na tle modelowej marży dla elektrowni na węgiel brunatny**



Źródło: Bloomberg, 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  
**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 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 postępującego się nazwą Dom Maklerski 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 sporządzenie 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/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_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 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. 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.

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

Inwestowanie 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 świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentów 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: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Gmaes, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TOYA, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wzywaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Gmaes, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA1 Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](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 branżych 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 wiążącą 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.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 Poniąkowski  
+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)

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

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

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

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@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

Joanna Łukasik  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@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)