

czwartek, 30 stycznia 2020 | opracowanie cykliczne

## Spółki IT: styczeń 2020

### Informatyka, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

#### Spółki IT (pozycjonowanie sektora: równoważ)

- W styczniu'20 **WIG Info wzrósł o 3,9%**. Tym samym indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku (4,7 p.p. vs. WIG). WIG Info był także lepszy od MSCI IT EU (różnica rzędu 0,4 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,3x i jest 4,2% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
  - Przed nami sezon wyników za 4Q'19. Wszystkie spółki z sześciu monitorowanych przez nas spółek powinny zaraportować wzrost zysku EBITDA, a pięć z sześciu wzrost zysku netto. Jednak analiza wpływu wprowadzenia standardu MSSF16 oraz zdarzeń jednorazowych chłodzi ten optymizm. Zakładamy, że w sezonie 4Q'19 dobrze wypadną: **ABS** i **ASE**, słabo z kolei **ACP**. Sądźmy więc że 4Q'19 nie przyniesie przełomu w postrzeganiu branży przez inwestorów i utrzymujemy nasze **neutralne nastawienie** do sektora.
  - W 4Q'19 zakładamy wzrost wyników w **ABS**. Widoczny powinien być **udany kwartał na rynku polskim** ze względu na postępujące przystosowywanie się przedsiębiorstw do regulacji JPK. W 4Q'19 **ABS** powinno odczuć także przesunięcie popytu na rozwiązania Wapro z 1Q'20. Stąd przyjmujemy wzrost obrotów na rynku polskim na +13% r/r. W 4Q'19 widoczna powinna być także poprawa na rynkach zagranicznych (+8% r/r na obrotach). Zakładając poziom kosztów SG&A na stabilnym poziomie r/r, zysk EBITDA w MSR17 szacujemy na 32,7 mln PLN, co oznacza dynamikę **+17% r/r**. Wpływ MSSF 16 na EBITDA szacujemy na ok. +1,4 mln PLN. W związku z oczekiwaniami poprawy na rynku polskim **korygujemy w górę nasze prognozy dla ABS**. Obecnie zysk netto w 2020 r. szacujemy na 72,8 mln PLN, co implikuje wskaźnik **P/E'20 na 15,0x**. Ponadto, w związku z oczekiwaniami dobrych wyników za 4Q'19 podwyższamy nasze zalecenie do przeważaj dla **ABS**.
  - W **ASE** oczekujemy dalszego dynamicznego rozwoju sprzedaży w segmencie płatności, a dodatkowe przychody z przejętych Necomplis i Sonet przełożą się na poprawę całkowitych obrotów o blisko 23% r/r. Na linii EBITDA akwizycje oraz wprowadzenie standardu MSSF16 w 4Q'19 powinny przynieść razem ok. 6,8 mln PLN. Organiczny wzrost zysku EBITDA szacujemy na >14%.
  - Na wyniki **ACP** w 4Q'19 wpływ będzie mieć istotny spadek obrotów spółki matki z/w na mniejsze obroty od ZUS i od Huawei. EBIT spółki matki szacujemy na 21,4 mln PLN (aż 52% mniej r/r). Ostatecznie zysk netto wyniesie 75,7 mln PLN (tj. -23% r/r).
  - W **CMR** w 4Q'19 widoczny powinien być spadek przychodów z TMT oraz wzrost kosztów operacyjnych spowodowany przede wszystkim większym funduszem płac. EBITDA ex. MSSF16 szacujemy na 67,8 mln PLN (płasko r/r). Jednak wskazujemy, że wynik w 4Q'18 był obniżony przez pozostałą dział. operacyjną (w 4Q'19 przyjmujemy neutralne saldo).
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**  
**PRZEWAŻENIE:** ABS, ASE, CMR

#### Zmiana kursu M/M\* i YTD

Polska	M/M	YTD
Asseco BS	+14,8%	+15%
Comarch	+10,7%	+11%
Asseco PL	+1,5%	+1%
Ailleron	+1,0%	+1%
Asseco SEE	+0,0%	+0%
Atende	-2,2%	-2%
WIG INFO	+3,9%	+4%
WIG	-0,8%	-1%
Zagranica	M/M	YTD
Indra Sistem	+6,6%	+7%
Tieto	+6,0%	+6%
Capgemini	+4,6%	+6%
Atos	+4,0%	+5%
Fiserv	+4,0%	+4%
Computacentr	+1,4%	+2%
Sage Group	+1,3%	+1%
Oracle	+0,9%	+0%
SAP	-0,2%	-0%
Software AG	-7,0%	-7%
IT Europe**	+3,5%	+4%
IT World**	+5,7%	+5%
Indeksy	M/M	YTD
MSCI EU	+0,8%	+1%
EU Akcje	-1,1%	-1%

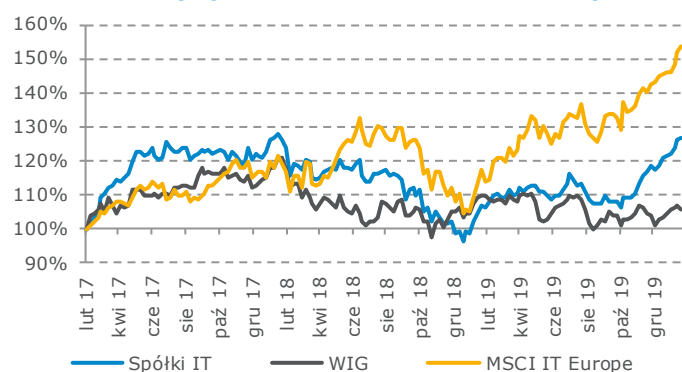
\*zmiana w okresie 30.12-29.01  
\*\*indeksy MSCI IT EU oraz World

#### Prognoza wyników spółek IT w 4Q'19

(mln PLN)	ALL	r/r	ABS	r/r	ACP	r/r	ASE	r/r	ATD	r/r	CMR	r/r
Przychody	45,8	2,9%	78,8	12,6%	2984,5	12,6%	272,0	22,8%	87,8	5,9%	422,5	1,6%
EBITDA	5,8	32,0%	34,1	21,6%	421,9	19,1%	48,4	32,7%	15,2	19,3%	71,8	6,8%
EBIT	3,7	59,1%	28,0	19,8%	258,2	8,5%	31,7	28,9%	11,3	5,7%	50,5	1,2%
Zysk netto	2,8	51,0%	22,6	18,5%	75,7	-22,7%	25,8	29,3%	9,7	31,1%	39,1	33,8%

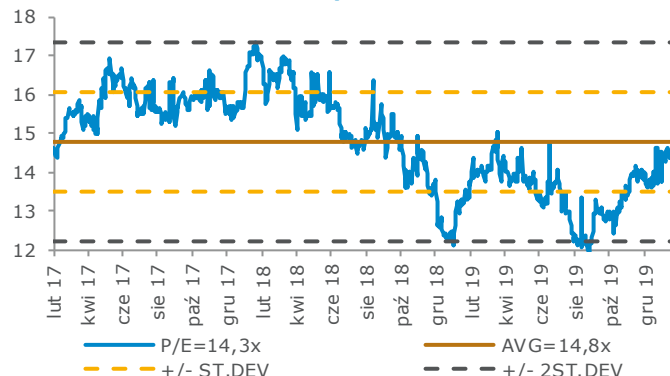
Źródło: spółki, mBank;

#### Indeksy cenowy spółek IT vs. WIG i MSCI IT Europe



Źródło: Bloomberg, mBank

#### Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT



**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 księgową) – 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/gppwa>) 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 rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregami 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 30 stycznia 2020 o godzinie 8:59.  
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 stycznia 2020 o godzinie 8:59.

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.

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, Ceramika Nowa Gala, CI Games, 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, Kopec, 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, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projzrem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 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 maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branżowych 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 zastosowanych w rekomendacji:**

**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 poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

**Asseco BS**

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	32,60	27,60	29,50	26,60

**Asseco PL**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	59,20	50,80	53,00	51,20
kurs z dnia rekomendacji	57,35	51,10	54,30	48,00

**Ailleron**

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-10-31	2019-06-28	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,16	8,40	11,75

**Asseco SEE**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-10-10	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	25,60	19,40	14,20

**Atende**

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-31	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,06	3,14	4,40

**Comarch**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-11-25	2019-07-25	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	250,00	231,00	230,00	195,00	160,80
kurs z dnia rekomendacji	189,50	178,50	181,00	162,50	155,00

**Wasko**

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,27

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

## Departament Analiz

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