

piątek, 31 stycznia 2020 | opracowanie cykliczne

## Spółki handlowe: styczeń 2020

Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

### Spółki odzieżowe i obuwnicze (pozycjonowanie sektora: przeważają)

- Kurs CCC (kupuj) osiągnął najniższy poziom od 2013 roku po publikacji gorszych od oczekiwań wstępnych wyników za 4Q'19. Publikacja strategii na lata 2020-22 pod koniec stycznia pozwoliła na zmianę sentymentu i odbicie kursu.** Spółka zaraportowała słabe wyniki za 4Q'19 odnotowując spadek sprzedaży porównywalnej o 9% r/r w 4Q'19 pomimo niskiej bazy (-9% w 4Q'18). Spółka tłumaczy niską sprzedaż porównywalną w 4Q'19 niesprzyjającymi warunkami pogodowymi (średnia temperatura wyższa r/r w każdym miesiącu 4Q'19) oraz nadal nieoptymalizowaną ofertą. Poprawa struktury zapasów w poprzednich kwartałach pozwoliła spółce na wzrost rentowności sprzedaży r/r w 4Q'19, a koszty SG&A rosły w tempie ekspansji powierzchni (pomimo istotnego wzrostu skali e-commerce r/r). Na koniec stycznia spółka ogłosiła strategię na lata 2020-22, której założenia dotyczące docelowej marży EBIT na poziomie 8,5%-9,5% w 2022 roku określamy jako ambitne. Naszym zdaniem głównym ryzykiem w realizacji strategii jest zakładany wzrost sprzedaży wynikający z poprawy oferty. Mocną stroną strategii jest zakładany dalszy dynamiczny rozwój segmentu e-commerce. **Zarząd podczas prezentacji strategii zdemontował plotki o emisji akcji oraz zapowiedział, że maksymalny poziom wskaźnika DN/EBITDA powinien wynieść 3,2x-3,3x na koniec 1Q'20.** W krótkim terminie zwracamy uwagę na wysoką bazę na sprzedaży w 1Q'19 oraz potencjalne ryzyko wystąpienia niesprzyjających warunków pogodowych w marcu (najważniejszy miesiąc w 1Q). Niemniej **uwważamy, że spółka powinna zaraportować wyższy wynik r/r w 1Q'20 oraz w kolejnych kwartałach. Biorąc powyższe pod uwagę oraz niski konsensus rynkowy, widzimy potencjał do podniesienia oczekiwań rynkowych na 2020 rok.**
- W VRG (akumuluj) oczekujemy spowolnienia dynamiki poprawy EBITDA r/r w 4Q'19 względem poprzednich kwartałów.** Powodem zmniejszenia tempa poprawy rezultatów jest spowolnienie sprzedaży w grudniu wynikające po części z efektu bazy w segmencie jubilerskim. W styczniu i w lutym efekt wysokiej bazy powinien się utrzymać w segmencie jubilerskim. Dodatkowo pod koniec 2019 roku spółka poinformowała o planowanym zakończeniu współpracy z Panem Mateuszem Żmijewskim (członek zarządu, CFO). Nie wykluczamy dalszych zmian w składzie zarządu wraz z zakończeniem kadencji dnia 31 marca 2020. **Wyzwaniem dla spółki w kolejnych miesiącach będzie poprawa efektywności sprzedaży w segmencie odzieżowym i utrzymanie jednocyfrowych wzrostów sprzedaży porównywalnej w segmencie jubilerskim.**
- LPP (kupuj) opublikowało wstępne wyniki za 4Q'19, które były poniżej oczekiwań rynkowych.** Głównym powodem różnicy względem naszych szacunków były wyższe pozostałe koszty operacyjne. Na początku lutego spółka zaraportuje wstępne dane za okres 4 miesięcy zakończony 31 stycznia 2020. **Oczekujemy, że spółka będzie kontynuowała poprawę sprzedaży porównywalnej oraz utrzyma dyscyplinę kosztową w kolejnych kwartałach, co pozwoli na dwucyfrowe wzrosty wyników w 2020 roku. Oczekujemy również normalizacji efektywnej stopy podatkowej w 2020 roku, co pozytywnie wpłynie na dynamikę zysku netto r/r w 2020 roku.**
- Indeks P/E 12M FWD dla spółek handlowych nieznacznie cofnął się z poziomu 3-letniej średniej wartości wskaźnika od czasu wydania naszej ostatniej publikacji.** Powodem obniżenia było spadki kursów większości spółek związanych z ogólną sytuacją rynkową i niepewnością z rozprzestrzenianiem się koronawirusa.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE – PRZEWAŻENIE:** CCC, LPP, VRG

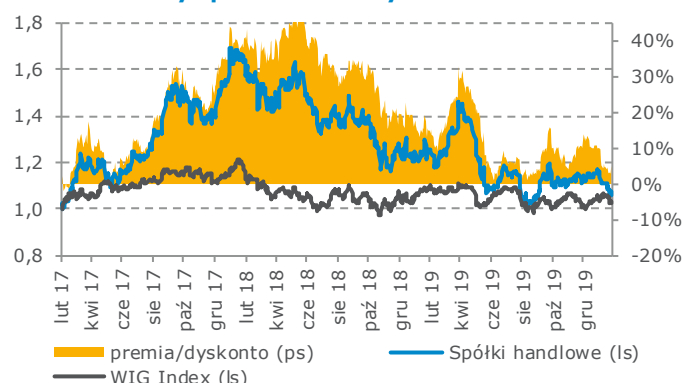
### Zmiana kursu M/M\* i YTD

Polska	M/M	YTD
Redan	+22,7%	+23%
Wojas	+9,8%	+10%
Gino Rossi	+0,0%	+0%
LPP	-2,8%	-3%
VRG	-3,5%	-3%
Monnari	-8,4%	-8%
CCC	-9,1%	-9%
WIG Odzież	-4,1%	-4%
WIG	-1,6%	-2%
Zagranica	M/M	YTD
H&M	+9,0%	+9%
Lululemon	+5,6%	+5%
Boohoo.com	+2,1%	+1%
Adidas	+1,1%	+1%
Assoc BF	+0,7%	+1%
KappAhl	+0,0%	+0%
FootLocker	-0,1%	+0%
Hugo Boss	-0,2%	-0%
Next	-1,4%	+0%
Under Armour	-2,0%	-3%
Nike	-2,6%	-3%
Inditex	-2,6%	-2%
Zalando	-3,2%	-3%
Crocs	-5,4%	-6%
ABC Mart	-6,3%	-6%
Geox	-8,1%	-8%
Asos	-10,7%	-12%
Marks & Spen	-16,4%	-15%
Caleres	-26,3%	-25%
Europa**	-2,2%	-2%
Świat**	-2,9%	-3%
Indeksy	M/M	YTD
EMEA Text.	-0,8%	-1%
WORLD Text.	-1,6%	-2%
MSCI EM	-4,1%	-4%
EU Akcje	-1,8%	-2%

\*zmiana w okresie 30.12-30.01

\*\*indeksy MSCI Textiles EU oraz World

### Indeksy cenowy spółek handlowych vs. WIG



Źródło: Bloomberg, mBank

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



**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 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 Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) 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\\_rynkek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynkek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_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 rozpowszechniana 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 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 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. 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 31 stycznia 2020 o godzinie 8:27.  
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 stycznia 2020 o godzinie 8:27.

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 świadczyć, 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, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAJ Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, 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, NWAJ Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

Asseco 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/analizy\\_i\\_rynkek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynkek/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 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**
**CCC**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	157,00	160,00	161,00	161,00	275,00	291,00
kurs z dnia rekomendacji	108,10	112,20	131,90	153,80	217,00	178,80

**LPP**

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	10 100,00	8 500,00	8 500,00	8 500,00	8 300,00	8 400,00	9 300,00	9 300,00
kurs z dnia rekomendacji	8 575,00	7 950,00	7 280,00	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00

**VRG**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-02	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28
cena docelowa (PLN)	4,50	5,20	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,94	4,20	3,90	4,29

**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)