

poniedziałek, 9 marca 2020 | komentarz specjalny

## Agora – Zagrożenia w sieci Helios

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 17,00 PLN | cena bieżąca: 8,90 PLN

**AGO PW; AGO.WA | Media, Polska**

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

**Chiński rynek kinowy praktycznie stanął po wybuchu epidemii koronawirusa, a gwałtowny wzrost liczby zakażeń we Włoszech przełożył się na bardzo słaby przedostatni weekend w kinach (box office -75% R/R). Sytuacja jest dynamiczna i na chwilę obecną trudno przewidzieć jej rozwój w Polsce (11 potwierdzonych przypadków na 9 marca rano), jednak w negatywnych scenariuszach może dojść do zamknięcia miejsc publicznych takich jak szkoły, teatry czy kina. Niniejsza publikacja to próba kwantyfikacji koronaryzyka oraz obniżki cen na wyniki segmentu Film i Książka w Agorze. Estymujemy, że zamknięcie kin na jeden miesiąc przelożyłoby się negatywnie na naszą prognozę EBITDA'20 na poziomie 8-12 mln PLN, a półroczna obniżka cen na ok. 16 mln PLN (nie licząc pozytywnego wpływu konsumpcji w barach). W krótkim terminie trudno o optymizm mając na uwadze także uwrażliwienie Agory na rynek reklamy. Nasze prognozy dla segmentu kinowego są zbyt optymistyczne i mogą być zrewidowane w dół. Dodatkowo, wskazujemy także ryzyko dla prognoz segmentów reklamowych ze względu na pogarszające się makro. Wkrótce odniesiemy się do naszych prognoz i wyceny.**

### Bieżące wydarzenia:

(1) Po tym jak kilkanaście dni temu koronawirus rozprzestrzenił się z Chin na świat, a nowe duże ognisko epidemii powstało we Włoszech, kurs Agory spadł o blisko 32,7% w ciągu 10 dni (vs. WIG -14,5%). Oprócz negatywnego wpływu na rynek reklamy (który istotnie skorelowany jest ze wzrostem PKB), inwestorzy obawiają się o sytuację w sieci kin Helios.

(2) W ubiegłym tygodniu MGM i Universal podjęły decyzję o przesunięciu premiery nowego Bonda „No time to die” na 12 listopada (Wlk. Brytania) i 25 listopada (USA) z 3 kwietnia br. Przyjmując, że kryzysowa sytuacja potrwa do końca kwietnia'20, kolejne przesunięcia ważnych premier kinowych mogą dotyczyć: Mulan (premiera przewidziana na 27 marca) oraz Nowi mutanci (3 kwietnia). Cineworld w callu z ostatniego piątku potwierdził, że oprócz przesunięcia Bonda, nie ma na chwilę obecną decyzji co do zmiany premier innych ważnych tytułów.

(3) Dodatkowo sieć CinemaCity obniżyła ceny biletów. Od czwartku 5 marca bilety na filmy 2D w Cinema City kosztują między 15, a 17 PLN. Cena zależy od lokalizacji kina - najdroższe są w największych miastach. np. w Warszawie. Takie same stawki obowiązują zarówno w dni powszednie, jak i w weekend. Dotąd bilety w kinach tej sieci w dni powszednie kosztowały ok. 25 -30 PLN, a w weekendy ceny dochodziły nawet do 36 PLN. Dziś rano sieć Helios odpowiedziała wprowadzając obniżki od przyszłego tygodnia do 14,90 PLN za bilet.

(4) Box office za dwa pierwsze miesiące w Polsce jest na tą chwilę spadkowy (ok. -17%), w tym w styczniu zaobserwowano poprawę (o ok. 9% a w lutym 17% spadku). Co ważne, lutowy spadek wynika na chwilę obecną z układu premier. Kinom trudno nadrobić luty'19, z głośnymi tytułami: Kobiety mafii 2, Jak wytresować smoka 3 oraz Planeta singli 3 (każdy z tytułów >1 mln widzów). Głównym głośnym tytułem jest obecnie 365 dni (od premiery 7 lutego widzownia już na poziomie 1,5 mln!), brak kolejnych dużych produkcji przełoży się na spadek frekwencji R/R.

### Nasz komentarz – poziom cen

Decyzja Cinema City zaskoczyła nas negatywnie. W ostatnich kwartałach obserwowaliśmy walkę cenową na lokalnych rynkach. Natomiast zmiany w polityce cenowej dotyczą wszystkich kin Cinema City w całej Polsce. Podejrzewamy, że wbrew oświadczeniom przedstawicieli Cinema City decyzja o obniżeniu cen może częściowo wynikać z przewidywanego spadku popytu związanego z koronawirusem. Niemniej jednak Helios dziś rano obniżył ceny: od przyszłego tygodnia standardowa stawka za bilet we wszystkich kinach w Polsce będzie wynosić 14,90 PLN. W tej chwili oczekujemy podobnych ruchów od Multikino. Obecnie sieć dzieli swoje kina w zależności od ich jakości i poziomu konkurencji na lokalnych rynkach z innymi sieciami i na tej podstawie buduje politykę cenową. Oczekujemy, że po pewnym czasie sytuacja wróci do normy, a Cinema City podniesie ceny. Jednak pamiętajmy, że podwyżki cen przeprowadza się znacznie dłużej niż cięcia. Poniżej przedstawiamy scenariusze, w którym zakładamy, że wpływ wirusa na widzownię ograniczy się do najbliższych tygodni (przyjmując jako scenariusz bazowy brak eskalacji zagrożenia), a powrót popytu do kin będzie dynamiczny. Przedstawiamy nasz bazowy scenariusz (nasza obecna prognoza) oraz trzy scenariusze (1) spadek frekwencji do blisko zera w sieci Helios przez miesiąc, (2) spadek frekwencji do blisko zera w sieci Helios przez dwa miesiące oraz (3) spadek cen w sieci Helios o 25% utrzymujący się przez 6 miesięcy. W tym miejscu warto pamiętać, że w tym scenariuszu przyjęliśmy brak korelacji niższej ceny biletów z wydatkami w barach kinowych, która jest wysoka. Inwestorzy powinni pamiętać, że kina generują gros marży w barach kinowych, a promocyjnymi cenami biletów przyciągają widzów do kin.

### Estymacja wpływu koronawirusa oraz czasowej obniżki cen na wyniki segmentu Film i Książka

#### Obecny scenariusz:

	2020P
Liczba biletów (mln)	14,7
Liczba biletów per ekran (tys./ miesiąc)	4,27
Średnia cena biletu (PLN)	18,8
Przychody (mln PLN)	512,5
EBITDA ex. MSSF16 (mln PLN)	83,2

#### Scenariusz (zamknięte kina 1 miesiąc)

	2020P
Liczba biletów (mln)	13,5
Liczba biletów per ekran (tys./ miesiąc)	3,91
Średnia cena biletu (PLN)	18,8
Przychody (mln PLN)	476,6
EBITDA ex. MSSF16 (mln PLN)	71,9
vs. nasze pierwotne prognozy	-13,5%

#### Scenariusz (zamknięte kina 2 miesiące)

	2020P
Liczba biletów (mln)	12,3
Liczba biletów per ekran (tys./ miesiąc)	3,56
Średnia cena biletu (PLN)	18,8
Przychody (mln PLN)	440,6
EBITDA ex. MSSF16 (mln PLN)	60,7
vs. nasze pierwotne prognozy	-27,1%

#### Scenariusz (średnia cena biletów - 25% przez 6 miesięcy)

	2020P
Liczba biletów (mln)	14,7
Liczba biletów per ekran (tys./ miesiąc)	4,27
Średnia cena biletu (PLN)	16,5
Przychody (mln PLN)	477,9
EBITDA ex. MSSF16 (mln PLN)	67,3
vs. nasze pierwotne prognozy	-19,1%

Źródło: mBank

**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 księgową  
**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

**PRZWAŻENIE (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/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 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/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/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 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.

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.

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 *Zeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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, BOZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Hello SA, I2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Manąga, MCI Capital, Menica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAJ Dom Maklerski, Oponoe.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Varwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Tarczyński, TIM, 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 zmianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Hello 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 abonamentową 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\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/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 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.

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 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 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)