

środa, 17 lutego 2021 | komentarz specjalny

## Projekt rozporządzenia ws. offshore – kalkulacja NPV

**PGE (PGE PW)** | Rekomendacja: zawieszona | cena bieżąca: 6,66 PLN

**PKN Orlen (PKN PW)** | Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 58,40 PLN | cena bieżąca: 61,60 PLN

**Polenergia (PEP PW)** | Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 62,99 PLN | cena bieżąca: 61,80 PLN

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Ministerstwo Klimatu przekazało wczoraj do konsultacji projekt rozporządzenia dotyczącego ceny maksymalnej dla mechanizmu wsparcia inwestycji w morskie farmy wiatrowe. W niniejszym komentarzu przedstawiamy szerszą analizę przyjętych przez resort założeń i ich wpływ na nasze dotychczasowe kalkulacje opłacalności projektów offshore. Zwracamy uwagę, że zaproponowana cena maksymalna odbiega in minus od naszych oczekiwań, a przyjęte założenia brzegowe (capex, stopa inflacji, koszt likwidacji farmy) wydają się optymistyczne, również w kontekście niedawnych wypowiedzi Prezesa PGE dotyczących oczekiwanego poziomu nakładów. Trudno na ten moment ocenić, czy w procesie konsultacji ministerstwo skoryguje część kluczowych parametrów oraz jak w relacji do ceny maksymalnej ukształtują się ostateczne poziomy cen gwarantowanych w kontraktach CfD. Niemniej jednak widzimy podstawy do rewizji naszych modelowych wyliczeń przedstawionych w ostatnim raporcie dotyczącym Polenergii. Aplikacja niższej ceny gwarantowanej skutkuje obniżeniem IRR z 7,1% do 6,3%, a szacunkowego NPV dla projektu klasy 1GW z 1,1 mld PLN do 0,66 mld PLN (WACC 5,2%). Przypominamy, że konsekwentnie nie uwzględniamy wartości dodanej z projektów offshore w wycenie PGE/PKN/PEP do czasu uzyskania przez spółki 25 letnich kontraktów. Posiadany przez te podmioty portfel projektów do zrealizowania w pierwszej fazie wsparcia (odpowiednio 1,25/0,61/0,72 GW), przy nowych zrewidowanych założeniach, może potencjalnie „dodać” odpowiednio 6,6%/1,5%/16,8% do obecnej kapitalizacji (w przypadku Polenergii uwolnienie tej wartości wymagałoby jednak pozyskania dodatkowego kapitału na wkład własny).

### Założenia Ministerstwa Klimatu

- **Cena maksymalna:** cena maksymalna będąca podstawą rozliczenia prawa do pokrycia ujemnego salda została wyznaczona na **301,5 PLN/MWh**, a do kalkulacji tego poziomu przyjęto **kurs EUR/PLN** na poziomie **4,31** oraz **wskaźnik inflacji 2,7%** (cena kontraktowa będzie corocznie indeksowana o CPI).
- **CAPEX:** kalkulacja LCOE zakłada koszt inwestycji rzędu **11,37 mln PLN/MW** (2,6 mln EUR/MW przy przyjętym kursie EUR) plus koszt likwidacji 0,22 mln PLN/MW. CAPEX zgodnie z ustawą uwzględnia 2 raty opłaty licencyjnej (łącznie 40% z całkowitej płatności równej 1% prognozowanych nakładów).
- **OPEX:** koszty stałe przyjęto na poziomie **0,3 mln PLN/MW/rok** plus opłata koncesyjna 0,023 mln PLN/MW/rok i kolejne 2 raty opłaty licencyjnej (w I-szym i IV-tym roku funkcjonowania farmy łącznie 60% z 1% całkowitych nakładów inwestycyjnych). Koszty bilansowania zostały założone na 0 PLN/MWh.
- **Produkcja:** load factor przyjęto na poziomie **45,7%**.
- **WACC: 6,03%**.
- **Kalkulacja NPV:** Według naszych uproszczonych szacunków opartych na powyższych założeniach

Ministerstwa Klimatu i ceny maksymalnej, modelowy **IRR dla projektu 1 GW wynosi 10,5%, a NPV przy WACC 6% to 2,4 mld PLN.**

### Nasz komentarz do założeń rozporządzenia

Oczywiście cena maksymalna to punkt wyjścia do negocjacji z inwestorami (być może jeszcze ulegnie zmianie w procesie konsultacji rozporządzenia), stąd przyjęte założenia brzegowe są optymistyczne (**niski capex, wysoka stopa inflacji przyjęta do indeksacji, kurs EUR/PLN poniżej aktualnego poziomu, niski koszt likwidacji farmy**). Przypominamy jednocześnie, że cena maksymalna wyznacza limit wsparcia i 25-letnie kontrakty różnicowe uzyskane przez poszczególne podmioty zapewne ukształtują się poniżej tego poziomu. Poniżej wskazujemy na różnice w kluczowych parametrach w stosunku do naszych kalkulacji opłacalności projektów offshore, prezentowanych ostatnio w [raporcie dotyczącym Polenergii](#).

- **CAPEX:** według IRENA obecnie uruchamiane projekty offshore były realizowane przy nakładach powyżej 3 mln EUR/MW, aczkolwiek rynkowe benchmarki powinny być korygowane o stan rozwoju lokalnego rynku, koszty przyłączy, lokalizację. Oczywiście spodziewać się można kontynuacji spadkowego trendu w zakresie kosztów technologii (rozwój nowych większych turbin), ale jednocześnie nie można abstrahować od widocznego wzrostu cen surowców (stal, miedź). Przyjęte założenie 2,6 mln EUR/MW i kurs EUR/PLN wydają się nam dość agresywne. W naszych dotychczasowych kalkulacjach przyjmowaliśmy poziom 3,05 mln EUR/MW. Przypominamy, że w ostatnich wypowiedziach Prezes PGE również wskazywał na wyższy jednostkowy CAPEX rzędu 13 mln PLN/MW (również Orlen wskazywał, że koszt budowy farmy 1,2 GW sięgnie „kilkunastu” mld PLN). Warto w tym miejscu zaznaczyć, że ewentualne dodatkowe wsparcie z funduszy europejskich np. na inwestycje w **przyłącza, będzie odliczane w kontrakcie CfD**.
- **Koszt likwidacji:** poziom 0,22 mln PLN/MW wydaje się optymistyczny w kontekście aktualnych rynkowych szacunków na poziomie 0,3 mln EUR/MW.
- **OPEX:** w naszych dotychczasowych kalkulacjach przyjmowaliśmy niższe koszty stałe (0,25 mln PLN/MW/rok vs 0,3 mln PLN w ustawie).
- **Wskaźnik inflacji:** średni poziom CPI za ostatnie 10 lat w Polsce wynosił 1,7%, tak więc przyjęcie średniorocznie 2,7% wzrostu ceny gwarantowanej wydaje się dość optymistyczne. W naszych dotychczasowych kalkulacjach zakładaliśmy indeksację na poziomie 2%.
- **LCOE/cena gwarantowana:** przyjęty poziom maksymalny 301 PLN/MWh (~70 EUR/MWh) mieści się w przedziale benchmarków europejskich, a na wielu rozwiniętych rynkach zatwierdzone już kontrakty opiewają na niższe poziomy wsparcia (choćby kontrakt z dostawą 5,5 GW na 2025 roku z ceną 46 EUR/MWh). Niemniej jednak w naszych dotychczasowych kalkulacjach przyjmując powyższe założenia dla CAPEX, zakładaliśmy wyższą cenę referencyjną (86 EUR/MWh implikowane z oceny skutków regulacji przedstawionych w ustawie offshore) i finalną cenę wsparcia na poziomie 95% tej ceny maksymalnej (~350 PLN/MWh).

- **IRR/NPV:** nasze dotychczasowe założenia implikowały IRR projektu offshore na poziomie 7,1%, a NPV dla 1GW na 1,1 mld PLN (WACC 5,2%).

#### Korekta naszych założeń

W związku z opublikowaniem rozporządzenia, na potrzeby modelowych kalkulacji opłacalności projektów offshore w I-szej fazie programu wsparcia dokonujemy następujących korekt kluczowych parametrów: **1)** obniżamy cenę gwarantowaną w kontrakcie różnicowym z 350 PLN/MWh do 286 PLN/MWh (95% zaproponowanej ceny referencyjnej); **2)** podwyższamy OPEX do 0,3 mln PLN/MW/rok. Utrzymujemy natomiast poziom CAPEX (3,05 mln EUR/MW), stopę inflacji (2%) oraz nasze założenia do kalkulacji WACC (5,2%).

- **IRR/NPV:** przy tych zmianach nasz model implikuje spadek IRR dla projektu offshore do poziomu 6,3%, a NPV dla 1 GW do 655 mln PLN (WACC 5,2%).

#### Modelowa wartość dodana dla spółek

W poniższej tabeli przedstawiamy nasze kalkulacje potencjalnego NPV dla projektów realizowanych przez PGE, PKN i Polenergię w ramach I-szej fazy wsparcia. Przypominamy, że nie uwzględniamy wartości dodanej tych inwestycji w wycenie do czasu uzyskania kontraktów różnicowych. W przypadku Polenergii warto również pamiętać, że realizacja tego przedsięwzięcia będzie wymagała dodatkowego kapitału na wkład własny.

#### Modelowa wartość dodana z projektów offshore będących w portfelach analizowanych spółek

	PGE	PKN Orlen	Polenergia
Wielkość projektu wg udziałów w MW	1 250	612	720
NPV w mln PLN	819	401	472
NPV/akcję	0,4	0,9	10,4
% aktualnej kapitalizacji	6,6%	1,5%	16,8%

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 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 ekwiwalenty  
**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. Prostej 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, Sygnity, 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/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.

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, Sygnity, 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 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 *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie 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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOS, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNIG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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/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 w 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.**  
Prosta 18  
00-850 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

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

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)

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

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@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  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)