

poniedziałek, 18 października 2021 | komentarz specjalny

## PKN Orlen: Prognozy wyników za 3Q 2021

Rekomendacja: redukuj | cena docelowa: 70,59 PLN | cena bieżąca: 90,60 PLN

PKN PW; PKN.WA | Paliwa, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 | +48 667 770 837

**PKN Orlen, zgodnie z harmonogramem, 28 października przedstawi raport finansowy za 3Q 2021 i w związku z tym w niniejszym komentarzu prezentujemy nasze prognozy dla tego okresu. Oczekujemy, że oczyszczony strumień EBITDA wg LIFO sięgnie 3,3 mld PLN i będzie o 1,3 mld PLN wyższy r/r. Poprawa wyników r/r to efekt znacznej poprawy warunków makro w rafinerii i w petrochemii. Raportowane wyniki powinny być wzmocnione efektem LIFO (0,7 mld PLN) oraz wyceną pozycji zabezpieczających CO<sub>2</sub> (~0,5 mld PLN). Dodatkowo mogą pojawić się zyski na przerobie tańszych warstw zapasów ropy, ale nie uwzględniamy ich w naszych szacunkach. Wykonanie naszej rocznej prognozy EBITDA LIFO po 6M będzie wynosić ~88%, co wskazuje na konieczność jej rewizji w górę (mniejszy wpływ wysokich cen gazu z/w na hedging, szybsze odbicie w rafinerii, wolniejszy spadek marż w petrochemii).**

Modelowa marża rafineryjna wraz z dyferencjałem w 3Q'21 była w przeliczeniu na PLN 5x wyższa niż rok wcześniej. Nie odnotowaliśmy większych przestojów remontowych w tym okresie więc, wolumen przerobu powinien być porównywalny r/r (ponad 8 mln ton). Uwzględniając powyższe powtarzalny strumień EBITDA szacujemy na 0,67 mld PLN vs -0,3 mld PLN w 3Q'20. Dodatkowo wyniki będą wsparte przez wycenę alokowanych do segmentu pozycji zabezpieczających CO<sub>2</sub> (szacujemy 0,15 mld PLN) oraz efekt LIFO na poziomie 0,62 mld PLN. Dodatkowo w otoczeniu rosnącej ceny ropy Spółka może zaksięgować zyski z przerobu tańszych warstw zapasów, ale trudno oszacować skalę tego zjawiska.

Obszar energetyczny powinien wygenerować łącznie z Energią około 1,1 mld PLN EBITDA vs 1,0 mld PLN rok wcześniej. Poprawa r/r to efekt wpływu wyceny hedgingu CO<sub>2</sub> oraz lepszych wyników Energi (0,65 mld PLN vs 0,5 mld PLN), co jest pochodną kwestia ponadstandardowych zysków w dystrybucji

(regulacyjne rekompensaty za utracone przychody z 2020 roku i wolumen przekraczający plany taryfowe - ten komponent będzie musiał być zwrócony w okresie t+2). W elektrociepłowniach Grupy pojawi się natomiast presja na marżę z/w na droższy gaz, CO<sub>2</sub> i HSFO. Ten efekt zapewne będzie coraz bardziej widoczny w kolejnych okresach.

W segmencie petrochemicznym, skorygowana EBITDA LIFO może wynieść 0,77 mld PLN vs 0,5 mld PLN w 3Q'20 i 0,55 mld PLN wygenerowane w 2Q'21. W ujęciu r/r Spółka notowała znacznie wyższe marże na kluczowych grupach produktowych. W porównaniu q/q modelowe marże co prawda spadły, ale przypominamy, że w 2Q'21 duża część instalacji przechodziła kapitalny remont. Dodatkowo wyniki segmentu będą wsparte przez wycenę kontraktów CO<sub>2</sub> (nasz szacunek to ~200 mln PLN).

W segmencie detalicznym oczekujemy nieznacznego spadku wolumenów r/r (efekt bazy zawyżonej przez ponadstandardowy lokalny ruch wakacyjny z/w na pandemię w 2020 roku), co częściowo będzie kompensowane przez wyższą sprzedaż pozapaliwową i nadal wysokie marże na paliwach. W efekcie zakładamy spadek EBITDA o 5% do 0,99 mld PLN.

EBITDA w segmencie wydobywczym przy wzroście cen węglowodorów powinna wzrosnąć do około 0,12 mld PLN.

Na poziomie kosztów ogólnych zakładamy powrót do podwyższonych wydatków na poziomie 0,3 mld PLN (2Q'21 był pod tym względem niereprezentatywny). Strata na działalności finansowej to obok kosztów odsetkowych, pochodna ujemnych różnic kursowych na kredytach i zobowiązaniach za ropę.

### Skonsolidowane wyniki kwartalne PKN Orlen

| (mln PLN)                 | Q1'20         | Q2'20        | 3Q'20        | 4Q'20        | 1Q'21        | 2Q'21        | 3Q'21        | yoy         | 2021P        | wyk. %      |
|---------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| przychody                 | 22 077        | 17 010       | 23 918       | 23 175       | 24 562       | 29 423       | 33 942       | 42%         | 100 283      | 88%         |
| EBITDA                    | -969          | 5 081        | 2 240        | 1 693        | 3 524        | 4 084        | 4 417        | 97%         | 10 949       | 110%        |
| rafineria                 | -2 303        | 84           | -98          | -311         | 1 074        | 1 202        | 1 442        | -           | 1 983        | 187%        |
| <b>rafineria skor.</b>    | <b>1 214</b>  | <b>224</b>   | <b>-304</b>  | <b>-513</b>  | <b>-298</b>  | <b>74</b>    | <b>673</b>   | <b>-</b>    | <b>-36</b>   | <b>-</b>    |
| detal                     | 702           | 719          | 1 033        | 816          | 546          | 824          | 985          | -5%         | 3 114        | 76%         |
| petrochemia               | 640           | 311          | 499          | 524          | 940          | 1 061        | 1 033        | 107%        | 2 994        | 101%        |
| <b>petrochemia skor.</b>  | <b>712</b>    | <b>185</b>   | <b>451</b>   | <b>529</b>   | <b>628</b>   | <b>555</b>   | <b>771</b>   | <b>71%</b>  | <b>2 994</b> | <b>65%</b>  |
| wydobycie                 | -277          | -123         | 54           | -786         | 14           | 60           | 120          | 122%        | 525          | 37%         |
| energetyka                | 488           | 4 809        | 1 016        | 1 122        | 1 240        | 1 172        | 1 127        | 11%         | 2 863        | 124%        |
| nieprzypisane             | -219          | -719         | -264         | 328          | -290         | -235         | -290         | 10%         | -460         | -           |
| <b>EBITDA LIFO skor.*</b> | <b>3 119</b>  | <b>1 546</b> | <b>1 973</b> | <b>1 649</b> | <b>1 880</b> | <b>2 299</b> | <b>3 278</b> | <b>66%</b>  | <b>8 433</b> | <b>88%</b>  |
| efekt LIFO                | -2 072        | -466         | 267          | -102         | 1 142        | 963          | 680          | 155%        | 1 920        | -           |
| amortyzacja               | 935           | 1 118        | 1 183        | 1 273        | 1 292        | 1 313        | 1 313        | 11%         | 5 401        | 73%         |
| EBIT                      | -1 904        | 3 963        | 1 057        | 420          | 2 232        | 2 771        | 3 104        | 194%        | 5 548        | 146%        |
| EBIT LIFO skor.           | 2 184         | 428          | 790          | 376          | 588          | 986          | 1 965        | 149%        | 3 031        | 117%        |
| saldo finansowe           | -658          | 100          | -221         | -273         | -70          | 82           | -407         | 84%         | -490         | 81%         |
| zysk brutto               | -2 562        | 4 063        | 836          | 147          | 2 162        | 2 853        | 2 697        | 223%        | 5 057        | 152%        |
| <b>zysk netto</b>         | <b>-2 244</b> | <b>3 970</b> | <b>659</b>   | <b>-2</b>    | <b>1 846</b> | <b>2 226</b> | <b>2 182</b> | <b>231%</b> | <b>4 096</b> | <b>153%</b> |

\*korekty obejmują zdarzenia jednorazowe i wynik na wycenie pozycji zabezpieczających CO<sub>2</sub>  
Źródło: mBank



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV:** wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

**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:

- 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. 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, Pozbud, Sygnity. 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\\_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 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 opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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, Pozbud, Sygnity, 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 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 emitenta 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, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, 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, Unibep, Vercor, 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 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\\_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 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.

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Antoni Kania  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
przemysł

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

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04 | +48 501 663 510  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

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

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

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

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@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)