

wtorek, 5 lipca 2016 | komentarz specjalny

## Prochem – 80 mln gotówki do uwolnienia

**PRM.PW; PRM.WA | Budownictwo, Polska**

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04, Dawid Górczyński +48 22 438 24 07

**Pomimo pogarszających się perspektyw wynikowych Prochem to spółka, która w przeciągu dwóch najbliższych lat zaferuje swoim akcjonariuszom znaczny potencjał dywidendowy. Składają się na to dwa wydarzenia. Pierwsze to oczekiwane pod koniec tego roku rozstrzygnięcie sprawy sądowej z PERN. Szacujemy, że wygrana Prochemu spowoduje wpływ gotówki netto w wysokości 37,6 mln PLN, co powinno pozwolić zarządowi na wypłatę dywidendy rzędu około 8 PLN na akcję. Drugie wydarzenie to komercjalizacja oraz sprzedaż biurowca Astrum Business Park, które zgodnie z naszymi oczekiwaniami powinno nastąpić w przeciągu kolejnych dwóch lat. Biorąc pod uwagę wartość inwestycji, spółka może spodziewać się wpływu około 40 mln PLN gotówki, co umożliwi kolejną wypłatę dywidendy w wysokości około 10 PLN na akcję. Obecna wycena na poziomie  $P/E'16 = 18,2x$  oraz  $EV/EBITDA'16 = 6,8x$  zdaje się nie w pełni odzwierciedlać te perspektywy. Korekta wskaźników jedynie o wypłatę gotówki otrzymanej od PERN sprowadziłaby je do poziomów  $P/E'16 = 7,6x$  oraz  $EV/EBITDA'16 = 2,0x$ , czyli znacznie poniżej mediany sektora. Z kolei realizacja obydwu zdarzeń spowoduje wpływ gotówki w wysokości niemal 80 mln PLN, co przekracza obecną kapitalizację spółki o 21%. To sprawia, że naszym zdaniem Prochem jest obecnie ciekawą propozycją inwestycyjną.**

### Sprawa sądowa z PERN S.A.

Kluczową kwestią dla wyników tego roku będzie rozstrzygnięcie postępowania sądowego ze spółką PERN S.A. w sprawie przerwanej w 2005 roku umowy na realizację prac przy rurociągu relacji Adamowo - Baza Surowcowa Plebanka. Decyzją z października 2015 roku Sąd Okręgowy w Warszawie zobligował PERN do zwrotu kwoty **40 mln PLN + 5 mln PLN** odsetek ustawowych. PERN złożył odwołanie do sądu apelacyjnego, a jego rozstrzygnięcia oczekujemy we **wrzeźniu lub październiku bieżącego roku** (zakładając standardowy okres rozstrzygania tego typu spraw). Decyzja na korzyść Prochemu zmusi PERN do zwrotu pieniędzy, gdyż

ewentualne kolejne odwołanie (do NSA) nie będzie powodować wstrzymania wyroku. W aktywach Prochemu prezentowane jest około **17 mln PLN** w **należnościach** z tytułu zatrzymanych kaucji gwarancyjnych, a kolejne **22,7 mln PLN** stanowią **aktywa warunkowe** (potencjalny pozytywny wpływ na wynik 3Q lub 4Q'16). Dodatkowe korekty o podatek oraz zwrot kaucji podwykonawcom (około 3 mln PLN) sprowadzają oczekiwany przez nas wpływ gotówki do poziomu **37,6 mln PLN**.

### Astrum Business Park

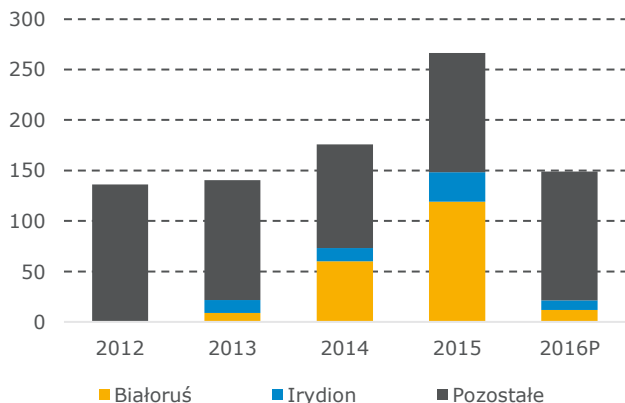
Biurowiec zlokalizowany przy ul. Łopuszańskiej w Warszawie, który od kilku miesięcy pełni rolę nowej siedziby spółki jest jej największym aktywem niezwiązanym z podstawową działalnością operacyjną. Inwestycja prowadzona jest przez spółkę współkontrolowaną Irydion Sp. z o.o., w której Prochem posiada **50% udziałów**. Cały projekt składa się z dwóch etapów. **I etap** oferuje obecnie **16 tys. m<sup>2</sup>** gotowej powierzchni najmu oraz kolejne **6 tys. m<sup>2</sup>** w fazie wykończeniowej (inwestycja ma przyznane finansowanie bankowe w wysokości 40 mln PLN, wykorzystane w około 90%). Ponadto spółka dysponuje gruntem z pozwoleniem na budowę II etapu inwestycji na ok. 8 tys. m<sup>2</sup> najmu. Jego realizacja planowana jest w momencie spełnienia dwóch warunków - pełnego wynajęcia I etapu oraz preleaseu nowej inwestycji na poziomie 80-90% powierzchni. Komercjalizacja budynku rozpoczęła się pod koniec 2015. Na chwilę obecną z części etapu I wynajęte jest **6 tys. m<sup>2</sup>** (z czego 4 tys. m<sup>2</sup> zagospodarował Prochem), umowa na 1500 m<sup>2</sup> jest bliska finalizacji, a zaawansowanym negocjantom podlega kolejne 7 tys. m<sup>2</sup> (decyzja najemcy w ciągu najbliższych tygodni). Efektywna stawka najmu wynosi około **9-10 EUR/m<sup>2</sup>**, co w momencie pełnego wynajęcia I etapu powinno wygenerować dodatkowo **3,4 mln PLN zysku netto rocznie**, co jest poziomem porównywalnym z rocznym zyskiem netto Grupy Prochem. Wartość 50%-owego udziału Prochemu w inwestycji szacujemy na około **40 mln PLN**, a strategia zarządu zakłada **sprzedaż obiektu po zakończonej komercjalizacji**. W naszej opinii uda się to osiągnąć w przeciągu około 2 lat. Do tej pory nieruchomości powinna

### Prognozy wyników Prochemu na 2016

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	zmiana	1Q'16	1Q'15	zmiana
Przychody	136,1	140,5	176,0	266,4	149,0	-44%	36,8	27,1	36%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,6	14,9	22,9	25,2	21,0	-17%	4,3	3,8	15%
marża	9,3%	10,6%	13,0%	9,5%	14,1%	-	11,7%	13,8%	-
EBIT	-3,8	-0,7	5,9	9,6	5,5	-43%	1,2	0,6	92%
EBITDA	-1,5	1,6	8,2	12,0	7,7	-35%	1,8	1,2	46%
Zysk brutto	-3,7	-0,4	5,0	6,7	4,7	-30%	1,2	1,5	-21%
Zysk netto	-3,9	0,0	3,8	4,4	3,5	-21%	0,9	0,9	8%
Dług netto*	0,8	-3,8	7,5	-11,8	-10,9				
EV	64,5	60,0	71,3	51,9	52,9				
DPS	0,00	0,78	0,00	0,35	1,59				
DYield	0,0%	4,8%	0,0%	2,1%	9,7%				
P/E*	-16,5	-	17,0	14,4	18,2				
EV/EBITDA*	-42,8	37,4	8,7	4,3	6,8				
P/BV*	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5				
Kurs (PLN)	16,37								
L. akcji (mln)	3,9								
Mcap	63,8								

Źródło: Prochem, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, \*założenie oraz wskaźniki finansowe nie uwzględniają ewentualnych środków od PERN (9,65 PLN/akcje)

### Źródła przychodów Grupy Prochem (mln PLN)



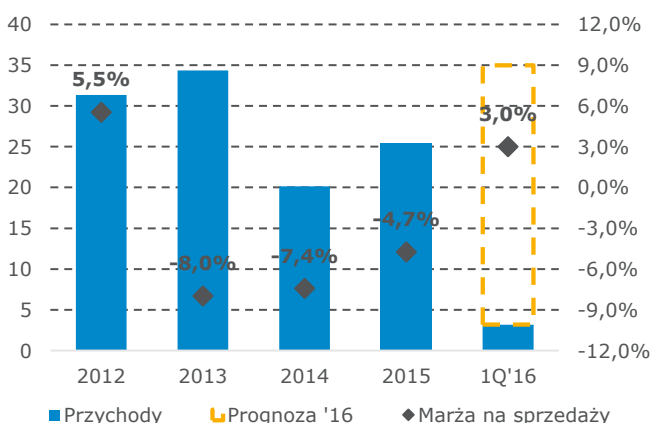
Źródło: Prochem, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

generować sukcesywnie rosnący wynik z najmu, przy czym spodziewamy się, że przychody z najmu w 2016 roku wystarczą jedynie na pokrycie kosztów utrzymania całego budynku.

### Sytuacja finansowa

Mimo, że początek roku w wykonaniu Prochemu może napawać optymizmem, to w naszej ocenie **spółka zakończy obecny rok gorszym wynikiem niż bardzo udany 2015 r.** Przychody 1Q'16 wzrosły R/R o 36% do poziomu 36,8 mln PLN, a EBITDA o 46% do 1,8 mln PLN. Z kolei zysk netto za sprawą wysokiej bazy z 1Q'15 (zbudowanej przez 1,1 mln PLN przychodów finansowych) poprawił się zaledwie o 8%. Powodem tak dobrego kwartału była finalizacja dwóch kluczowych projektów prowadzonych od połowy 2013 r. o łącznej wartości około 270 mln PLN. Pierwszy z nich to budowa instalacji do produkcji parafiny, olejów i smarów w położonej na Białorusi Fabryce Wosku Mineralnego. Kontrakt ten oprócz znacznych przychodów odpowiadał za około 70% zysku brutto ze sprzedaży '15. Drugi projekt to opisywana wcześniej budowa biurowca Astrum Business Park. Pomimo znacznego poziomu przychodów (około 30 mln PLN w '15) osiągnięta na nim marża była bliska zera. W rezultacie jednoczesnego zakończenia obydwu tych projektów (łącznie przychody z ich tytułu w 2Q'16 szacujemy na około 8 mln PLN) druga połowa roku powinna przynieść spółce spadek przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa. Spadek przychodów nie powinien odbić się negatywnie na rentowności grupy, która ucierpi jedynie na zakończeniu kontraktu białoruskiego. **Zdecydowanej poprawy wyników oczekujemy w segmencie montażu instalacji elektrycznych**, za który odpowiada spółka zależna Elektromontaż Kraków. W jej przypadku straty z lat 2013-

### Elektromontaż Kraków S.A. (mln PLN)



Źródło: Prochem, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

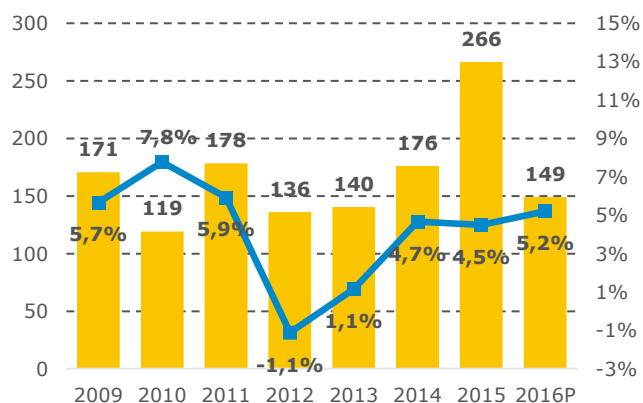
2015 wywołane były niepowodzeniem przy budowie instalacji dla dwóch galerii handlowych. Obecnie spółka wychodzi na prostą, co widać m.in. po wzroście kontraktowania (na ten rok szacujemy wzrost przychodów do 35 mln PLN). Zdaniem zarządu segment, który w ostatnich latach obciążał wynik, w 2016 powinien przynieść dodatnią marżę. Zgodnie z naszą prognozą **skonsolidowane przychody spółki spadną w '16 łącznie o 44% do poziomu 149 mln PLN, a zysk netto o 21% do 3,5 mln PLN.** Wzrost w budownictwie przemysłowym oraz komercjalizacja biurowca Astrum powinny wspierać wyniki kolejnych lat.

### Potencjał dywidendowy

Zgodnie z przegłosowaną 9 czerwca decyzją WZA Prochem wypłaci w tym roku 100% zysku za 2015 rok, co daje **1,59 PLN na akcję i DY w wysokości 9,7%**. Dywidenda zostanie wypłacona 15 lipca, a dzień dywidendy minął 30 czerwca. Zarząd spółki proponował wypłatę 1,56 mln PLN, co dawałoby 0,40 PLN na akcję, niemniej apetyt akcjonariuszy okazał się większy. Na uwagę zasługuje potencjał spółki odnośnie wypłaty dywidendy w przyszłości, biorąc pod uwagę brak potrzeb inwestycyjnych. Przy pomyślnym rozstrzygnięciu sprawy sądowej z PERN, spółka może spodziewać się wpływu gotówki w wysokości około **37,6 mln PLN** (po podatku i innych rozliczeniach) jeszcze w tym roku. Naszym zdaniem, większość tej kwoty zarząd przeznaczyłby na wypłatę dla akcjonariuszy, co w konserwatywnym scenariuszu (przy założeniu przeznaczenia 6 mln PLN na wykończenie Astrum BP oraz kapitał obrotowy) skutkowałoby **wypłatą około 8 PLN na akcję.**

W przeciągu dwóch lat oczekujemy również sprzedaży biurowca Astrum Business Park. Przy obecnej wycenie transakcja ta powinna wygenerować kolejne **40 mln PLN** gotówki, a tym samym dałaby potencjał do dalszych wypłat dywidendy. Naszym zdaniem obecna wycena spółki nie odzwierciedla tych perspektyw, a uwzględnienie wypłaty odszkodowania od PERN spowoduje spadek wskaźnika **P/E'16 do poziomu 7,6x, a EV/EBITDA do 2,0x.**

### Przychody i marża EBITDA Grupy Prochem (mln PLN)



Źródło: Prochem, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

**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

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPOJ** – 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 obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiac Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM. Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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 Domu 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.

**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.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

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

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

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

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

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

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

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

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Michał Roźmiej**  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mbank.pl](mailto:michal.rozmiej@mbank.pl)

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

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 48 46  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)