

środa, 9 czerwca 2021 | aktualizacja raportu

Kruk: akumuluj (podwyższona)

KRU.PW; KRU.WA | windykatorky, Polska

Konsument wychodzi silny z pandemii

Pomimo znaczącego wzrostu kursu akcji podnosimy naszą rekomendację do akumuluj, a cenę docelową do 295,77 PLN na akcję. Kruk zaskoczył świetnymi wynikami w 1Q'21 oraz w 4Q'20. Wyniki pokazują, że potencjału wzrostu należy obecnie szukać w silnym konsumencie, a nie w portfelach niepracujących spływających po pandemii COVID-19, czego jeszcze oczekiwaliśmy we wrześniu zeszłego roku. Pomimo recesji Kruk zaskoczył rynek rekordowo wysokimi spłatami oraz rewaluacjami, co właśnie wskazuje, że klienci przeszli kryzys bez większego szwanku. Z kolei nie potwierdziły się nasze oczekiwania odnośnie napływu kredytów niepracujących w związku z pandemią i falą bankructw. Od marca 2020 roku (wybuch pandemii) do marca 2021 roku portfel kredytów niepracujących w Polsce spadł o 0,6 mld PLN, co można tłumaczyć niespotykaną skalą programów pomocowych. Z drugiej strony zostaliśmy absolutnie zaskoczeni spłatami i rewaluacjami na portfelu, co również potwierdziło skuteczność pomocy. W naszych prognozach zmniejszyliśmy wskaźnik NPL dla sektora bankowego, co oznacza mniejszy rynek dla windykatorków, ale z drugiej strony podnieśliśmy nasze oczekiwania odnośnie podaży portfeli, które jeszcze we wrześniu prognozowaliśmy na niższym poziomie w obawie przed bardziej zachowawczym zachowaniem banków. Dodatkowo oczekujemy rosnących zakupów na rynkach zagranicznych (Włochy, Hiszpania), które wykazują również pozytywny trend w spłatach pomimo kryzysu. Oznacza to, że nasza prognoza nakładów na rok obecny wzrosła aż o 53%. Wraz ze wzrostem nakładów na rynkach zagranicznych podnosimy naszą prognozę kosztów, ze względu na większy udział kosztów sądowych wobec systemu ugodowego. Podsumowując podnosimy naszą prognozę 56%-33% w latach 2021-23, a cenę docelową do 295,77 PLN co przekłada się na rekomendację akumuluj.

Kruk pomimo rajdu notowany z dyskontem

Po znaczącym wzroście, Kruk na 2021 P/E notowany jest nadal z dyskontem do spółek porównywalnych na poziomie 16%. Warto zauważyć, że grupa porównawcza przez ostatnie miesiące zanotowała znaczący wzrost wycen (Intrum +117%, B2H +123%, Arrow +281%, Hoist +54%). W porównaniu do P/BV Kruk notowany jest z premią rzędu 57%-44%, ale trzeba zauważyć, że wskaźnik net debt/equity Kruka jest średnio prawie 2x niższy niż u konkurencji. Uważamy, że dyskonto powinno się domykać ze względu na znacznie wyższą rentowność (ROE na poziomie około 20% versus średnia 12%), bardzo niski lewar oraz dominującą rolę na silnym polskim rynku oraz znaczącą poprawę na tzw. nowych rynkach, które powinny wreszcie przynosić wymierne korzyści.

Szanse i zagrożenia

Uważamy, że szansą dla Kruka może być wzrost rentowności na tzw. nowych rynkach (Włochy, Hiszpania), co pozwoli na jeszcze bardziej śmiałe inwestycje niż obecnie prognozujemy. Zagrożeniem dla Kruka z kolei może być konkurencja. Wraz ze wzrostem PKB historycznie rosły ceny portfeli, co może ograniczyć opłacalność inwestycji. Dodatkowo część specjalistów nadal oczekuje fali bankructw po pandemii wraz z odcięciem kroplówki rządowej. W krótkim terminie mogłoby to oznaczać brak rewaluacji oraz spadek płać choć w długim terminie pojawienie się nowych portfeli do kupienia. Uważamy jednak, że obecne prognozy makroekonomiczne napawają optymizmem i przechylają szalę w stronę szans niż zagrożeń.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 251,1	1 138,0	1 471,1	1 574,4	1 674,5
marża pośrednia	665,0	532,1	851,7	885,0	912,3
EBIT	440,3	332,3	595,5	612,2	624,1
zysk netto	277,1	81,0	449,2	466,7	456,7
ROE (%)	15,0	4,0	20,8	19,2	16,7
EPS (PLN)	14,6	4,3	23,6	24,5	24,0
BVPS (PLN)	103,2	107,5	119,4	136,2	152,0
P/E (x)	18,1	62,3	11,2	10,8	11,1
P/BV (x)	2,6	2,5	2,2	2,0	1,7
DYield	1,88%	0,00%	4,14%	2,95%	3,06%

cena bieżąca	265,80 PLN
cena docelowa	295,77 PLN
kapitalizacja	5 053,1 mln PLN
free float	5 053,1 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	9,6 mln PLN

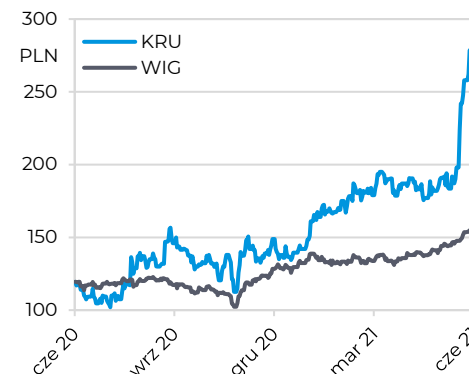
Struktura akcjonariatu

Piotr Krupa	9,61%
pozostały Zarząd	0,70%
NN PTE	12,93%
PZU OFE	9,77%
Aviva OFE	9,41%
Allianz OFE	5,31%
pozostali akcjonariusze	52,28%

Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykatorkowego w Polsce i Rumunii koncentrującym się na bankowych wierzytelnościach detalicznych. Ponadto, w 2015 roku spółka rozpoczęła działalność operacyjną na rynkach niemieckim oraz włoskim. W Polsce, Rumunii i we Włoszech spółka prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach, oferując usługi windykatorki na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzytelności na własny rachunek.

Kurs akcji KRU na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kruk	295,77	174,96	akumuluj	trzymaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Kruk	265,80	295,77	+11,3%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu				
EBITDA		+33,3%	+27,3%	+16,4%
EBIT		+36,6%	+29,6%	+17,4%
zysk netto		+56,1%	+47,6%	+32,7%

Analitik:

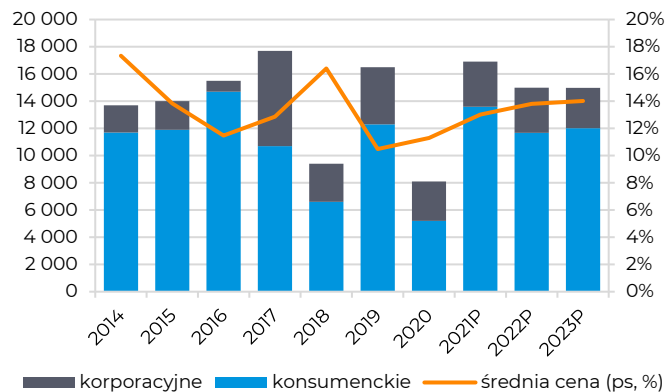
Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

COVID-19 jednak nie napędzi rynku

Niespotykana skala programów pomocowych spowodowała, że jakość aktywów w bankach pozostała praktycznie bez zmian w 2020 roku. Z jednej strony jest to bardzo dobra wiadomość dla Kruka, który notuje rekordowe spłaty, ale z drugiej powoduje, że znaczący wzrost rynku wierzytelności o portfele pandemiczne praktycznie nie będzie miał miejsca. W 2020 roku wartość kredytów niepracujących w segmencie NML (detałiczne, niehipoteczne) wzrosła o 2,1 mld PLN, ale już od marca 2020 r. do marca 2021 r. spadła o 617 mln PLN. W Rumunii, w 2020 roku, kredyty niepracujące wzrosły zaledwie o 643 mln PLN i to przy bardzo niskiej sprzedaży portfeli na rynku (700 mln PLN wartość nominalna rynku). Uważamy, że szansa na znaczący wzrost wskaźnika NPL jest obecnie dość niska, szczególnie biorąc pod uwagę raporty wynikowe banków, które w części zawierały już w 1Q'21 rozwiązanie rezerw na kredyty niepracujące.

Wartość nominalna rynku w Polsce (mln PLN) vs średnia cena

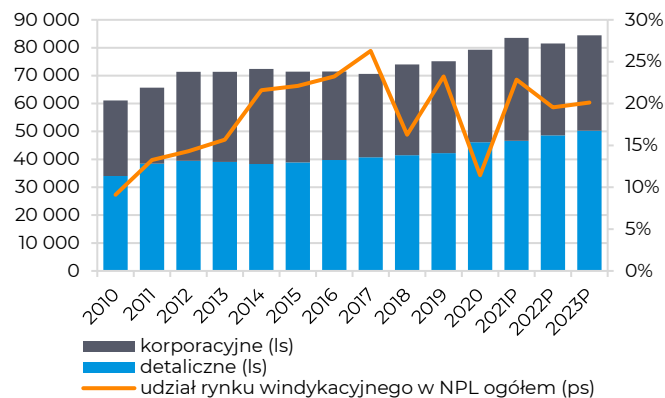


Źródło: Kruk, mBank

Brak „covidowych” portfeli nie oznacza jednak słabych zakupów

Na nominalną wartość rynku długu patrzymy przez pryzmat kredytów niepracujących w systemie bankowym. Na koniec 2020 roku wynosiła ona około 79 mld PLN w Polsce, 15 mld PLN w Rumunii, 227 mld PLN we Włoszech oraz około 260 mld PLN w Hiszpanii, Słowacji i Czechach. Oczekujemy, że w najbliższych 2-3 latach rynkiem dominującym dla Kruka będzie Polska. Na przestrzeni ostatnich 20 lat średnia wartość sprzedanych kredytów niepracujących w roku do ich całkowitego stanu na początek roku wynosiła 20%. Uważamy, że w 2021 roku ta proporcja wzrosła do 23% (tak jak w latach 2014-2017 oraz 2019 roku) ze względu na odroczone transakcje z 2020 roku. Oznacza to, że wartość nominalna rynku polskiego w 2021 roku powinna wynieść około 18 mld PLN, czyli o 1 mld więcej niż w 2019 roku. W kolejnych latach oczekujemy, że na rynek trafić będzie około 20% kredytów niepracujących (16-19 mld PLN). Uważamy, że rynek polski nadal ma spory potencjał ponieważ nawet zakładając stabilny wskaźnik NPL należy pamiętać, że penetracja kredytami jest nadal niższa niż w UE i należy oczekiwać stopniowego wzrostu rynku.

Wartość rynku NPL w polskim sektorze bankowym (mln PLN) vs nominalna wartość rynku wierzytelności (%)

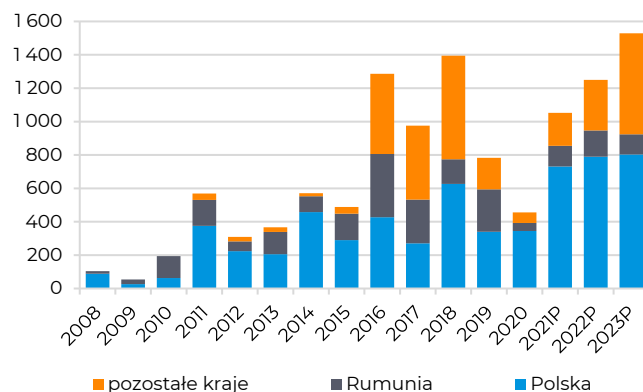


Źródło: Kruk, NBP, mBank

Bez Włoch i Hiszpanii nie uda się znacząco zwiększyć nakładów

Pomimo naszego optymistycznego podejścia do rynku polskiego uważamy, że znaczący wzrost nakładów nie może mieć miejsca bez rynków zagranicznych. Oczekujemy, że Włochy, Rumunia oraz Hiszpania będą stanowiły 51% w 2023 roku oraz 57% w 2024 roku. Należy jednocześnie pamiętać, że rynek rumuński będzie coraz mniej istotny ze względu na ograniczony rynek NPL. Według danych Rumuńskiego Banku Centralnego wartość kredytów niepracujących na koniec 2020 roku wyniosła około 16,4 mld PLN, co jest wartością znacząco niższą w porównaniu do Polski (83 mld PLN z czego 46 mld PLN detal), czy Włoch (227 mld PLN z czego 73 mld PLN detal). Uważamy, że otoczenie makroekonomiczne będzie sprzyjać zakupom na południowych rynkach. Według prognozy KE wzrost PKB w latach 2021/22 we Włoszech oczekiwany jest na poziomie 4,2%/4,4% przy stabilnym bezrobociu 10,2%/9,9%. Wzrost gospodarczy w Hiszpanii w analogicznym okresie prognozowany jest na poziomie 5,9%/6,8%, zaś bezrobocie na poziomie 15,7%/14,4%.

Nakłady Kruka w podziale na rynki (mln PLN)

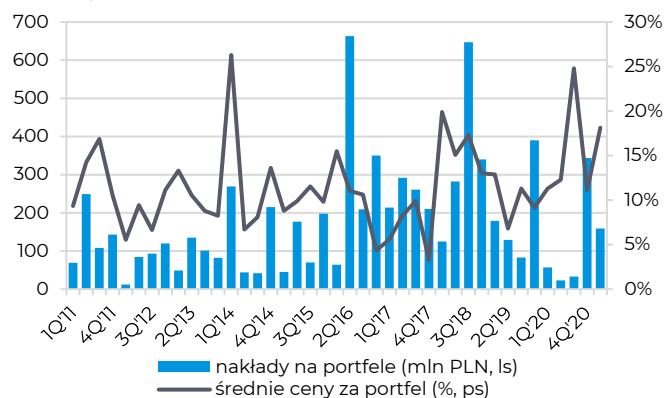


Źródło: Kruk, mBank

Podnosimy prognozę nakładów

W 2021 roku prognozujemy nakłady rządu 1 052 mln PLN, czyli podwyższyliśmy nasze oczekiwania aż o 53%. Nasza prognoza jest zbieżna z oczekiwaniami Zarządu. Jesteśmy obecnie bardziej optymistyczni na wielkość rynku w Polsce w 2021 roku (+41%) ze względu na wyższą sprzedaż przez banki, także portfeli zaległych z 2020 roku, a nie ze względu na portfele „po-covidowe”. Z drugiej strony obniżyliśmy nasze oczekiwania na portfele w 2022 roku ze względu bardziej powściągliwą prognozę wzrostu kredytów niepracujących. W kolejnych latach wyraźnie podnosimy kontrybucję z rynków zagranicznych co powoduje, że nasza prognoza w latach 2023+ wzrosła o około 15%.

Nakłady Kruka i średnia cena (mln PLN, %)

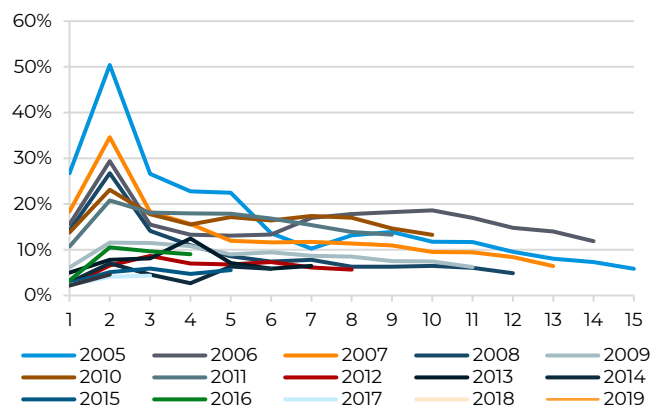


Źródło: Kruk, mBank

Rekordowe spłaty pomimo pandemii

Dołek w spłatach nie trwał długo i już w 4Q'20 spłaty na poziomie 488 mln PLN pobiły dotychczasowy rekord z 1Q'20 na poziomie 477 mln PLN. W 1Q'21 spłaty jeszcze się umocniły do 512 mln PLN, co jest kolejnym kwartalnym rekordem Kruka. Po wynikach za 1Q Zarząd wspominał, że pozytywny trend utrzymuje się także w 2Q'21. Co interesujące spłaty w 1Q'21 najwięcej wzrosły w Polsce (+14% R/R), a następnie na rynku hiszpańskim, czeskim i słowackim (+6% R/R). Nasze prognozy na spłaty zostały obecnie podniesione ze względu na znacznie bardziej dynamiczne zakupy spółki. Jednocześnie oczekujemy wypłaczenia spłat w latach 2022-2023 (po 2,2 mld PLN) ze względu na dynamikę zakupów (niskie w 2020 roku) i kształt krzywej spłat, gdzie najwyższe spłaty są w pierwszych 3 latach.

Krzywe spłat: najwyższe spłaty w 3 pierwszych latach (%)

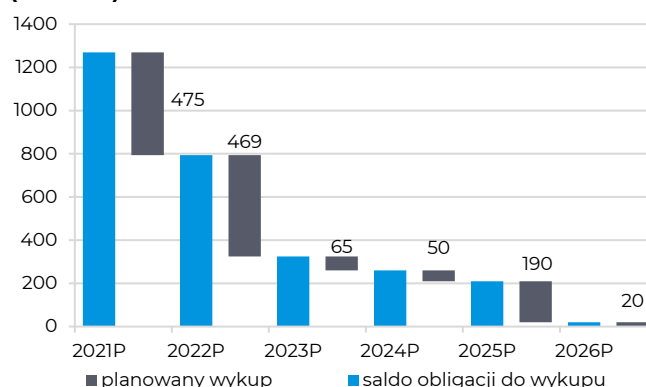


Źródło: Kruk, mBank

Kruka stać na zakupy

Na koniec 1Q'21 dług netto do kapitałów Kruka wyniósł 0,9x, co pozostawia spółce spory zapas na kolejne finansowanie. Zakładając graniczną wartość kowenantów (2,5x), Kruk może zwiększyć dług netto jeszcze o 3,6 mld PLN, co z kolei przy średniej cenie na poziomie 13% za portfel, przekłada się na zakup wierzytelności o całkowitej wartości nominalnej rządu 27 mld PLN. Obecnie Kruk ma 1 132 mln PLN otwartych i niewykorzystanych linii kredytowych. Testem dla Kruka będą lata 2021/22, kiedy to zapada znacząca transza obligacji o wartości odpowiednio 475 mln PLN i 469 mln PLN, co łącznie zredukuje saldo obligacji do 325 mln PLN. Uważamy, że przy obecnym przepływie gotówki i planowanych zakupach Kruk powinien poradzić sobie z planowanym wykupem. Ponadto, po recesji oczekujemy odbudowy korporacyjnego rynku dłużnego, szczególnie biorąc pod uwagę obecne stopy zwrotu z depozytów czy obligacji skarbowych. W naszych prognozach uwzględniliśmy wzrost stopy procentowej o 150 p.b. na przestrzeni kolejnych 3 lat.

Saldo obligacji do wykupu oraz planowany wykup (mln PLN)



Źródło: Kruk, mBank

Wycena

Naszą wycenę Kruka opieramy na czterech metodologiach: wycenie DCF, DDM, zysków ekonomicznych i porównawczej, które następnie uśredniamy przypisując każdej metodzie równe wagi. Dokonujemy również analizy wrażliwości zmieniając nasze założenia dotyczące kosztu kapitału (dla wszystkich metod wyceny), jak również stopy wzrostu FCF po okresie prognozy (dla wyceny DCF) i długości długoterminowej prognozy (dla wycen DDM i zysków ekonomicznych).

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena DCF	25%	296,41
metoda zdyskontowanych dywidend	25%	279,17
metoda zysków ekonomicznych	25%	266,98
wycena porównawcza	25%	261,07
	cena wynikowa	275,91
	cena docelowa za 9 m-cy	295,77

Źródło: mBank

Wycena metodą zysków ekonomicznych

W tej metodologii wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV (skorygowanego o wartości niematerialne i prawne) oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych, tj. [(zwrot na TNAV – koszt kapitału) x kapitał początkowy].

Poza różnicą pomiędzy ROE a kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2021-30, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 20-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
kapitał własny na początek okresu	2 043,8	2 283,0	2 600,8	2 902,9	3 212,4	3 541,0	3 892,5	4 289,1	4 718,3
zysk netto	448,3	465,8	455,8	459,9	480,3	510,1	564,9	615,6	654,8
wypłacone dywidendy	-209,1	-147,9	-153,7	-150,4	-151,8	-158,5	-168,3	-186,4	-203,2
kapitał własny na koniec okresu	2 283,0	2 600,8	2 902,9	3 212,4	3 541,0	3 892,5	4 289,1	4 718,3	5 169,9
ROE (%)	21,9	20,4	17,5	15,8	15,0	14,4	14,5	14,4	13,9
koszt kapitału własnego	8,0	8,0	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7
nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	13,9	12,4	9,5	7,8	7,1	6,6	6,8	6,6	6,2
zysk ekonomiczny	284,6	282,1	247,3	227,7	226,5	232,7	262,8	285,0	290,8
współczynnik dyskonta	0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63	0,59	0,54	0,50
zdyskontowany zysk rezydualny	263,5	241,7	196,2	167,2	154,2	146,9	154,0	155,0	146,8

	(mln PLN)	(%)
początkowa wartość kapitałów własnych	1 958,4	39,9
zdyskontowany zysk rezydualny (2021-2030)	1 549,7	31,6
zdyskontowany zysk rezydualny (2031-2050)	1 399,1	28,5
wartość firmy na dzień 01/2021	4 907,2	100,0
korekta o wartość pieniądza w czasie	168,4	
obecna wartość firmy	5 075,7	
ilość akcji (mln)	19,0	
wartość firmy na akcję (PLN)	266,98	

Źródło: mBank

Wycena metodą zdyskontowanych dywidend (DDM)

W tej metodologii wielkość dywidendy oparta jest na szczegółowych założeniach modelu, w tym prognoz Zarządu Grupy odnośnie wypłaty dywidendy. Jednocześnie poziom długu netto do kapitałów własnych jest utrzymywany na poziomie nieprzekraczającym poziomu 1,6x.

W etapie II nasz model DDM jest zintegrowany z modelem zysków ekonomicznych, gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 33%. Wartość rezydualna oparta jest na I etapowym modelu Gordona.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
wypłacone dywidendy	209,1	147,9	153,7	150,4	151,8	158,5	168,3	186,4	203,2
stopa wypłaty dywidendy (%)	257,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
współczynnik dyskonta (x)	0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63	0,59	0,54	0,50
zdyskontowana dywidenda	193,6	126,8	121,9	110,5	103,3	100,1	98,6	101,4	102,6

	(mln PLN)	(%)
zdyskontowane dywidendy (2021-2030)	1 058,8	21,1
zdyskontowane dywidendy (2031-2050)	1 665,9	33,3
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 283,9	45,6
wartość firmy na 06/2021	5 008,5	100,0
korrekta o wartość pieniądza w czasie	298,8	
obecna wartość firmy	5 307,3	
ilość akcji (mln)	19,0	
wartość firmy na akcję (PLN)	279,17	

Źródło: mBank

Wycena metodą porównawczą

Spółki porównawcze

	P/E			P/BV			ROE (%)		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Intrum Ab	11,0	9,4	8,5	1,6	1,5	1,4	15,0	15,6	19,0
Pra Group Inc	11,2	11,4	9,3	1,0	0,8	1,0	10,2	8,4	11,7
Encore Capital G	4,7	5,2	5,1	0,9	0,7	0,7	19,8	13,7	17,3
Credit Corp Grp	21,1	18,7	17,3	2,9	2,7	2,4	14,2	14,8	15,0
Hoist	55,5	6,4	5,1	0,8	0,7	0,6	0,9	12,0	13,4
Arrow Global	15,5	10,6	-	-	-	-	32,9	44,2	-
B2 Holding	8,9	7,0	5,4	0,8	0,8	0,7	10,1	12,0	13,3
średnia	13,5	10,4	8,5	1,4	1,3	1,2			

Wycena porównawcza

	(mln PLN)	(PLN na akcję)
P/E	4 926,82	261,07

Źródło: mBank

Wycena DCF

Metoda DCF oparta jest na wolnych przepływach pieniężnych ustalonych na podstawie naszej szczegółowej prognozy na lata 2021-30P i dyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału Kruka. W przepływach uwzględniamy wydatki na zakup wierzytelności oraz amortyzację portfeli. Wartość rezydualna, obliczona przy użyciu modelu Gordona z założeniem stopy wzrostu po okresie prognozy na poziomie 3%, implikuje wycenę na wskaźniku 2030P P/E na poziomie 14,8x i 2030P P/BV na poziomie 2,0x. W naszej ocenie te wartości wydają się rozsądne, biorąc pod uwagę zakładane przez nas ROE Kruka w ostatnim roku prognozy na poziomie 13% i stabilny współczynnik wypłaty dywidendy w wysokości 33%.

WACC

(mIn PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
stopa wolna od ryzyka – Polska	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
stopa wolna od ryzyka – Rumunia	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
stopa wolna od ryzyka – pozostałe	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
premia za ryzyko rynkowe – Polska	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
premia za ryzyko rynkowe – Rumunia	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
premia za ryzyko rynkowe – pozostałe	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta (x)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
koszt kapitału własnego	8,0	8,0	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7
proporcja nakładów – Polska	45,6%	53,2%	57,1%	57,5%	56,9%	54,1%	51,2%	49,5%	49,7%
proporcja nakładów – Rumunia	20,7%	16,6%	13,0%	12,1%	9,1%	8,7%	8,1%	7,5%	7,6%
proporcja nakładów – pozostałe	33,7%	30,2%	29,9%	30,4%	34,1%	37,2%	40,7%	42,9%	42,7%
koszt długu	3,6	3,5	4,0	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
efektywna stopa podatkowa	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
koszt długu po podatku	3,2	3,1	3,5	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
WACC	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0	7,0	7,0

Źródło: mBank

Koszt kapitału i WACC

Koszt kapitału dla Kruka liczony jest jako uśredniony koszt kapitału w poszczególnych krajach – Polsce, Rumunii i pozostałych, ważony udziałem wydatków na zakup wierzytelności na koniec roku w danym kraju w całkowitych wydatkach Kruka. W przypadku: Polski przyjęliśmy następujące wartości: stopa wolna od ryzyka – 3,5%, premia za ryzyko rynkowe – 5,0%; Rumunii: stopa wolna od ryzyka – 3,9%, premia za ryzyko rynkowe – 5,5%; pozostałe kraje: stopa wolna od ryzyka – 1,5%, premia za ryzyko rynkowe: 5,0%. Beta w każdym przypadku założona została na poziomie 1.

Model DCF

(mIn PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
przychody ogółem	1 471,1	1 574,4	1 674,5	1 823,9	1 952,3	2 089,0	2 223,0	2 334,1	2 439,2	2 535,0
EBIT	595,5	612,2	624,1	668,8	720,2	775,1	853,2	920,4	968,7	1 028,5
marża EBIT (%)	40,5	38,9	37,3	36,7	36,9	37,1	38,4	39,4	39,7	40,6
podatki	-71,5	-73,5	-74,9	-80,3	-86,4	-93,0	-102,4	-110,5	-116,2	-123,4
NOPAT	524,0	538,7	549,2	588,6	633,8	682,1	750,8	810,0	852,5	905,1
amortyzacja	49,4	51,4	52,8	53,7	54,4	54,9	55,2	55,4	55,6	55,7
amortyzacja portfeli	645,6	770,5	714,7	763,7	837,2	908,4	1 090,7	1 136,5	1 221,2	1 285,1
nakłady na zakup wierzytelności	-1 082,4	-1 296,4	-1 578,6	-1 624,8	-1 622,2	-1 673,4	-1 739,3	-1 700,1	-1 670,6	-1 714,9
CAPEX	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9
zmiana kapitału obrotowego	444,2	61,9	79,7	21,8	10,5	24,5	28,9	3,6	6,8	26,2
FCF	524,9	70,3	-238,1	-252,9	-142,2	-59,4	130,4	249,5	409,5	501,2
stopa dyskonta (WACC)	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1
współczynnik dyskonta	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
zdyskontowany FCF	489,6	61,1	-193,2	-191,4	-100,4	-39,2	80,5	143,9	220,7	252,2
suma FCF	723,7									

wartość rezydualna (TV)	12 622
wzrost FCF po okresie prognozy (%)	3,0
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 801

wartość firmy (EV)	7 525
dług netto (koniec 2019)	2 077
udziałowcy mniejszościowi	-0,3
wartość firmy na 01/2020	5 449
korekta o wartość pieniądza w czasie	186
obecna wartość firmy	5 635
ilość akcji (mIn)	19,0
wartość firmy na akcję (PLN)	296,41

Źródło: mBank

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
nabyte pakiety wierzytelności	1 070,0	1 138,3	976,3	1 305,9	1 405,3	1 501,3
usługi windykacyjne	67,4	52,1	56,8	57,6	58,7	59,9
pozostałe produkty	27,4	60,6	104,9	107,6	110,4	113,3
przychody	1 164,8	1 251,1	1 138,0	1 471,1	1 574,4	1 674,5
nabyte pakiety wierzytelności	437,3	477,7	468,4	522,4	590,2	660,6
usługi windykacyjne	52,6	53,4	67,6	43,2	44,0	44,9
pozostałe produkty	11,0	55,0	69,9	53,8	55,2	56,6
koszty bezpośrednie i pośrednie	500,9	586,0	605,9	619,4	689,5	762,1
nabyte pakiety wierzytelności	632,7	660,7	508,0	783,5	815,1	840,7
usługi windykacyjne	14,8	-1,3	-10,8	14,4	14,7	15,0
pozostałe produkty	16,4	5,6	35,0	53,8	55,2	56,6
marża pośrednia	663,9	665,0	532,1	851,7	885,0	912,3
koszty ogólne	161,0	178,3	159,9	206,0	220,4	234,4
wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-4,7	-2,4	6,6	-0,9	-0,9	-1,0
EBITDA	498,2	484,4	378,8	644,9	663,6	676,9
amortyzacja	19,9	44,0	46,5	49,4	51,4	52,8
EBIT	478,3	440,3	332,3	595,5	612,2	624,1
przychody/koszty finansowe	-125,7	-126,1	-127,8	-85,0	-81,8	-105,1
zysk brutto	352,5	314,2	204,4	510,5	530,4	519,0
podatek dochodowy	22,1	37,2	123,4	61,3	63,6	62,3
zysk netto	330,4	277,1	81,0	449,2	466,7	456,7

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
środki pieniężne i ich ekwiwalenty	147,3	150,3	145,6	172,2	192,1	224,3
należności z tytułu dostaw i usług	28,1	24,0	16,8	21,7	23,2	24,7
zakupione wierzytelności	4 157,0	4 446,1	4 208,7	4 420,9	4 946,7	5 810,6
rzeczowe aktywa trwałe oraz WNiP	122,2	180,4	166,5	173,0	177,5	180,6
inne aktywa (w tym novum)	27,5	39,1	105,4	39,3	43,3	47,3
aktywa ogółem	4 482,2	4 839,9	4 643,0	4 827,1	5 382,8	6 287,6
kredyty i pożyczki krótko i długoterminowe	2 500,0	2 705,7	2 222,2	2 007,5	2 177,9	2 695,4
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	176,1	101,3	112,2	270,6	324,1	394,7
pozostałe	73,3	73,8	265,2	278,4	292,3	307,0
zobowiązania ogółem	2 749,4	2 880,8	2 599,6	2 556,5	2 794,4	3 397,0
kapitał własny	1 732,4	1 958,4	2 043,8	2 270,6	2 588,4	2 890,5
pasywa ogółem	4 482,2	4 839,9	4 643,0	4 827,1	5 382,8	6 287,6

Źródło: mBank

Rachunek przepływów pieniężnych

(mIn PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przepływy pieniężne z działalności operacyjnej						
zysk netto	330,4	277,1	81,0	449,2	466,7	456,7
amortyzacja środków trwałych i WNiP	19,9	44,0	46,5	49,4	51,4	52,8
koszty finansowe netto	90,4	115,2	100,8	76,2	73,0	96,3
nakłady na zakup wierzytelności	-1 423,9	-781,0	-453,3	-1 082,4	-1 296,4	-1 578,6
amortyzacja portfeli = spłaty - przychody	512,2	644,1	857,5	645,6	770,5	714,7
zmiana kapitału obrotowego	68,9	-90,8	110,9	192,7	117,2	134,5
środki pieniężne netto z dział. operacyjnej	-402,1	208,6	743,5	330,8	182,5	-123,6
przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej						
odsetki otrzymane	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
zmiana wartości pożyczek udzielonych	-5,8	-302,7	-235,3	40,2	-55,4	-54,8
zakup (sprzedaż) rzeczowych akt. trwałych oraz WNiP	-24,7	-117,0	-55,9	-55,9	-55,9	-55,9
pozostałe	4,1	282,5	280,2	211,3	0,0	0,0
środki pieniężne netto z dział. inwestycyjnej	-26,2	-137,0	-10,9	195,7	-111,1	-110,5
przepływy pieniężne z działalności finansowej						
wpływy netto z emisji akcji (skup akcji)	6,6	7,1	-91,5	0,0	0,0	0,0
dywidendy wypłacone	-94,1	-95,0	-0,7	-208,8	-148,8	-154,6
zmiana wartości kredytów i pożyczek	602,8	205,7	-483,6	-214,7	170,4	517,5
odsetki zapłacone	-90,6	-115,4	-100,9	-76,3	-73,2	-96,5
pozostałe	-22,4	-71,0	-60,7	0,0	0,0	0,0
środki pieniężne netto z dział. finansowej	402,3	-68,7	-737,3	-499,8	-51,6	266,4
przepływy pieniężne netto, ogółem	-26,0	3,0	-4,7	26,7	19,8	32,3
środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	173,3	147,3	150,3	145,6	172,2	192,1
środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	147,3	150,3	145,6	172,2	192,1	224,3
przepływy pieniężne z działalności operacyjnej*	509,6	345,5	339,3	767,5	708,4	740,3

Źródło: mBank; *wyluczając nakłady na zakup wierzytelności oraz amortyzację portfeli

Wskaźniki finansowe

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wskaźniki bilansowe						
kredyty i pożyczki/kapitał własny + kredyty i pożyczki (%)	59,1	58,0	52,1	46,9	45,7	48,3
kredyty i pożyczki/kapitał własny (%)	144,3	138,2	108,7	88,4	84,1	93,3
dług netto/kapitał własny (%) (kovenanty 2,5x)	135,8	130,5	101,6	80,8	76,7	85,5
dług netto/EBITDA (%)	472,3	527,6	548,2	284,6	299,2	365,0
kredyty i pożyczki/EBITDA gotówkowa (%)	247,4	239,8	179,7	155,6	151,9	193,7
dług netto/EBITDA gotówkowa (%) (kovenanty 4x)	232,8	226,4	168,0	142,2	138,5	177,6
EBIT/koszty odsetkowe (%)	528,2	381,5	329,3	780,0	836,4	646,8
przychody ze sprzedaży/należności handlowe	41,4	52,2	67,7	67,7	67,7	67,7
koszty pośrednie i bezpośrednie/zobowiązania handlowe	2,8	5,8	5,4	2,3	2,1	1,9
zob. handlowe/nakłady na zakup wierzytelności (%)	12,6	13,0	24,6	25,0	25,0	25,0
zyskowość (%)						
przychody z nabytych pakietów wierzytelności / śr. inwestycje w zakupione pakiety wierzytelności	29,2	26,5	22,6	30,3	30,0	27,9
przychody ogółem / średnie aktywa	29,0	26,8	24,0	31,1	30,8	28,7
koszty operacyjne / średnie aktywa	17,2	17,6	17,4	18,8	19,1	18,3
marża pośrednia	57,0	53,2	46,8	57,9	56,2	54,5
nabyte pakiety wierzytelności	59,1	58,0	52,0	60,0	58,0	56,0
usługi windykacyjne	22,0	-2,4	-19,0	25,0	25,0	25,0
pozostałe produkty	59,9	9,3	33,3	50,0	50,0	50,0
marża EBITDA	42,8	38,7	33,3	43,8	42,2	40,4
marża EBIT	41,1	35,2	29,2	40,5	38,9	37,3
marża netto	28,4	22,1	7,1	30,5	29,6	27,3
efektywna stopa podatkowa	6,3	11,8	60,4	12,0	12,0	12,0
ROA	8,2	5,9	1,7	9,5	9,1	7,8
ROE	20,7	15,0	4,0	20,8	19,2	16,7
wskaźniki wyceny						
liczba akcji na koniec okresu (mln sztuk)	18,9	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
średnia liczba akcji w okresie (mln sztuk)	18,8	18,9	19,0	19,0	19,0	19,0
zysk netto na akcję (PLN)	17,5	14,6	4,3	23,6	24,5	24,0
P/E (x)	15,2	18,1	62,3	11,2	10,8	11,1
wartość księgową na akcję (PLN)	91,7	103,2	107,5	119,4	136,2	152,0
P/BV (x)	2,9	2,6	2,5	2,2	2,0	1,7
EV/EBITDA	14,8	15,7	18,8	10,7	10,6	11,1
EV/EBITDA (wyłączając amortyzację portfeli)	7,3	6,7	5,8	5,3	4,9	5,4
dywidenda na akcję (PLN)	5,0	5,0	0,0	11,0	7,8	8,1
dividend yield (%)	1,88	1,88	0,00	4,14	2,95	3,06

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 księgową), 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, Comarch, Sygnty, 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_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 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, Sygnty, 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 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję sponsora emisji.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 9 czerwca 2021 o godzinie 08:20.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 czerwca 2021 o godzinie 08:27.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

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 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Kruk**

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-03
cena docelowa (PLN)	174,96	174,96	183,17
kurs z dnia rekomendacji	168,30	142,30	156,70



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
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl