

wtorek, 6 lipca 2021 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

## Cognor kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Według danych Polskiej Unii Dystrybutorów Stali w czerwcu ceny prętów zebrowanych wzrosły do ponad 4000 PLN/t, co stanowi rekord ostatnich kilkunastu lat. Przy znacznie mniejszym wzroście cen złomu spread na produkcji pręta zebrowanego wzrósł w ostatnich dniach do ponad 2000 PLN/t (vs. średnio 900 PLN/t w 2020 roku). To implikuje, że w końcówce 2Q'21 oraz w 3Q'21 Cognor może odnotować rekordowe wyniki finansowe w hucie Ferrostal, a co za tym idzie wynik EBITDA w 2021 roku może się zbliżyć do rekordowego, jaki miał miejsce w 2007 roku (wówczas 227 mln PLN vs. oczekiwane 222 mln PLN w 2021 roku). W efekcie oczekiwanej poprawy wyników finansowych na koniec 2021 roku dług netto według nas spadnie poniżej 40 mln PLN, co wzbudzi oczekiwania inwestorów odnośnie możliwej dywidendy w kolejnym roku (oczekujemy 0,44 PLN/akcja, co daje ponad 12% Dyield). Podnosimy nasze założenia odnośnie cen produktów oraz złomu, rewidujemy w górę prognozę cen energii na kolejne dwa lata oraz podnosimy wartość oczekiwanych dywidend w 2021 i 2022 roku. W dłuższej perspektywie pozytywnie na popyt i ceny prętów zebrowanych powinny przekładać się inwestycje infrastrukturalne w zakresie Nowego Ładu. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj oraz ceny docelowej (4,30 PLN/akcja) dla Grupy Cognor.

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. Ferrostal (tys. ton)	424	424	427	428	429
wol. HSJ (tys. ton)	237	238	239	244	249
wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	144	147	150
spread Ferrostal (PLN/t)	1127	1022	1242	1231	1223
spread HSJ (PLN/t)	1508	1265	1368	1398	1393
<b>przepływy oper.</b>	<b>142</b>	<b>206</b>	<b>214</b>	<b>152</b>	<b>125</b>
amortyzacja	46	48	50	50	48
kapitał obrotowy	61	98	12	4	-2
<b>przepływy inw.</b>	<b>-56</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-39</b>
CAPEX	56	57	50	50	39
<b>przepływy fin.</b>	<b>-84</b>	<b>-127</b>	<b>-103</b>	<b>-90</b>	<b>-73</b>
dywidenda/buyback	-36	0	-26	-77	-60
FCF	102	157	154	103	87
FCF/EBITDA	101%	138%	69%	61%	60%
CFO/EBITDA	141%	180%	96%	90%	87%

### Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
wolumen sprzedaży	666	672	678	685	691	698	696	694	690	690	690
ceny produktów	2 845	2 645	2 235	2 154	2 156	2 157	2 162	2 167	2 170	2 170	2 170
ceny złomu	1 865	1 692	1 188	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116
przychody	2 503	2 336	1 970	1 914	1 931	1 949	1 951	1 954	1 951	1 955	1 958
EBITDA	222	169	143	116	119	125	127	128	131	128	125
marża EBITDA	8,9%	7,3%	7,3%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,4%
EBIT	172	119	95	69	73	79	80	81	85	80	77
podatek	30	20	16	11	11	13	13	13	14	13	12
CAPEX	-50	-50	-39	-40	-42	-43	-46	-46	-46	-46	-48
kapitał obrotowy	12	4	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	154	103	87	64	66	70	68	69	72	70	66
PV FCF	149	91	69	47	44	42	37	35	33	29	
WACC	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

**cena bieżąca** 3,53 PLN **potencjał zmiany**  
**cena docelowa** 4,30 PLN **+21,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>aktualna</b>	<b>kupuj</b>	<b>4,30 PLN</b>	<b>2021-06-18</b>

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
ticker	COG PW	zmiana 1M	+12,1%	+11,4%
ISIN	PLCNTSL00014	zmiana YTD	+101,7%	+83,6%
liczba akcji (mln)	175,0	średni obrót 1M		3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	617,6	średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	675,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-10,3%
free float	21,6%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
pPrzychody	1 902	1 733	2 503	2 336	1 970
EBITDA skor.	93	92	222	169	143
marża EBITDA	4,9%	5,3%	8,9%	7,3%	7,3%
EBIT skor.	47	44	172	119	95
zysk netto skor.	11	10	129	86	66
P/E skor.	55,0	61,3	4,8	7,2	9,3
P/BV	2,4	2,1	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA skor.	9,3	8,7	3,0	3,9	4,5
DPS	0,21	0,00	0,15	0,44	0,34
DYield	5,8%	0,0%	4,2%	12,5%	9,8%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

### Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 052	1 031	1 258	1 226	1 143
aktywa trwałe	487	515	496	492	484
kapitał własny	259	288	391	400	406
udział mniejszości	259	288	391	400	406
dług netto	226	164	38	27	14
dług netto/EBITDA (x)	224%	144%	17%	16%	10%
dług netto/kap. wł. (x)	87%	57%	10%	7%	3%

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,1	4,6	5,2	2,0	0,9	0,7
maksimum	22,9	51,4	26,8	29,0	10,7	16,4
mediana	7,5	10,0	9,8	4,7	4,9	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	576,2
dług netto	164,0
inne korekty	19,3
<b>wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>4,31</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	3,71
DCF	50%	4,31
cena wynikowa		4,01
koszt kapitału 9M		7,2%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>4,30</b>

#### 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:** FCFE - 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, Sygnity. 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/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 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, 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 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 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, Borysew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, IZ Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA/1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, 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/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 branżowych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia miennego 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

##### Cognor

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	4,30	3,19	2,89	2,29	2,03	1,98	
kurs z dnia rekomendacji	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10	0,93

##### Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

**Cognor** AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Cerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine

**mBank S.A.**  
Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

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

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

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@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  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

## 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

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)

## 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)