

czwartek, 5 listopada 2020 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

## Cognor kupuj (bez zmian)

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

Mimo epidemii COVID'19 i schłodzenia koniunktury w przemyśle stalowym wytwórcy oparci o technologię elektryczną (EAF) mniej odczuwają spowolnienie niż wielkopiecowni (BOF) ze względu na elastyczniejsze dostosowanie produkcji oraz większą ekspozycję na wyroby długie wykorzystywane przez mniej dotknięte budownictwo. W 3Q'20 wyniki EBITDA i EBIT okazały się wyższe r/r oraz wyższe od naszych prognoz. Dotacja w ramach tarczy antykryzysowej, niższa r/r strata na wycenie zapasów, rekompensaty wyższych kosztów certyfikatów CO2 oraz niższe r/r koszty remontów modernizacyjnych zrekompensowały spadek spreadów na produkcji. Grupa zanotowała zbliżony r/r przepływ gotówki z działalności operacyjnej oraz dalszy spadek zadłużenia netto. Zarząd oczekuje, że w 4Q'20 wyniki będą wyższe r/r oraz nieco wyższe niż 3Q'20, co implikuje naznaczenie wyższy poziom rezultatów niż zakładamy w całorocznych prognozach. Według nas Cognor w 2020 roku utrzyma wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 2,1x, co naszym zdaniem pozwoli na powrót do wypłaty dywidendy w 2021 roku (zakładamy Dyield'21 10% przy pełnym rozwodnieniu akcji). Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (2,03 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji (kupuj) dla Grupy Cognor.

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	401	424	399	470	505
Wol. HSJ (tys. ton)	237	237	213	223	228
Wol. Złomrex (tys. ton)	173	142	130	137	140
Spread Ferrostal (PLN/t)	1 191	1 127	1 121	1 131	1 145
Spread HSJ (PLN/t)	1 723	1 508	1 423	1 490	1 506
<b>Przepływy oper.</b>	<b>232</b>	<b>142</b>	<b>76</b>	<b>88</b>	<b>83</b>
Amortyzacja	44	46	48	47	45
Kapitał obrotowy	44	61	-22	1	0
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-38</b>	<b>-56</b>	<b>-50</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>
CAPEX	38	56	50	33	35
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-196</b>	<b>-84</b>	<b>-24</b>	<b>-39</b>	<b>-35</b>
Dywidenda/buyback	-12	-36	0	-19	-15
FCF	179	102	27	56	50
FCF/EBITDA	90%	101%	25%	60%	56%
CFO/EBITDA	116%	141%	71%	95%	94%

### Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Wolumen sprzedaży	612	693	733	756	776	790	804	806	808	808	808
Ceny produktów	2 045	2 054	2 067	2 080	2 092	2 103	2 113	2 123	2 133	2 141	2 149
Ceny złomu	1 027	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008
Przychody	1 696	1 873	1 969	2 030	2 087	2 129	2 172	2 187	2 203	2 213	2 224
EBITDA	107	93	89	103	99	94	93	92	92	88	85
marża EBITDA	6,3%	5,0%	4,5%	5,1%	4,7%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	3,8%
EBIT	59	46	44	59	56	52	50	48	48	44	41
Podatek	7	5	5	8	7	6	6	5	5	5	4
CAPEX	-50	-33	-35	-35	-36	-38	-40	-43	-43	-43	-43
Kapitał obrotowy	-22	1	0	-3	-3	-2	-2	-1	-1	0	0
FCF	27	56	50	57	53	49	46	43	43	40	37
PV FCF	27	52	43	46	39	33	29	25	23	20	
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
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** 1,15 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 2,03 PLN **+77,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,03 PLN	2020-09-25

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-8,4%	-4,8%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-7,7%	+10,6%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	200,3	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	437,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-14,6%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 082	1 902	1 696	1 873	1 969
EBITDA skor.	200	93	107	93	89
marża EBITDA	9,6%	4,9%	6,3%	5,0%	4,5%
EBIT skor.	156	47	59	46	44
Zysk netto skor.	69	19	32	22	20
P/E skor.	2,9	10,5	6,3	9,2	10,2
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	2,1	4,8	4,1	4,5	4,6
DPS	0,07	0,21	0,00	0,11	0,09
DYield	5,9%	18,0%	0,0%	9,6%	7,6%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</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)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 001	1 052	995	1 035	1 060
Aktywa trwałe	379	487	481	459	445
Kapitał własny	278	259	291	293	298
Udział mniejszości	278	259	291	293	298
Dług netto	209	226	219	203	189
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,1	2,2	2,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	1,1	6,9	5,2	2,0	1,0	1,1
Maksimum	22,9	100,4	34,9	64,8	15,5	8,6
Mediana	13,6	12,9	9,5	8,4	5,9	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	337
Dług netto	262
Inne korekty	18
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>2,17</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,61
DCF	50%	2,17
Cena wynikowa		1,89
Koszt kapitału 9M		7,2%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>2,03</b>

**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 + procentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

**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. Senatorskiej 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](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.

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 emitentów papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BZŻ BNP Paribas, Boryszew, BOS, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, iz Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primatech, Prochem, Projzrem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawilup, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA I Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primatech.

Assec 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 uprawnione 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 branżach 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.

**Wskaznikowa** – 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)** – wyliczona 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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-09-25	2020-08-04	2020-04-22	2019-12-06	2019-12-05	2019-11-04
cena docelowa (PLN)	2,03	1,98	0,94	1,25	1,25	1,55
kurs z dnia rekomendacji	1,10	0,93	0,95	1,20	1,17	1,52

**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 Gerda, 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.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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