

poniedziałek, 17 stycznia 2022 | wycinek z Rynek akcji w 2022

## Cognor trzymaj (obniżona)

Antoni Kania +48 22 438 24 03 | +48 509 595 736 antoni.kania@mbank.pl

Dla Cognora rok 2021 był rekordowy, niestety może okazać się też historyczny. Cognor w ubiegłym roku korzystał z wysokich cen produktów stalowych jednocześnie realizując wysoką marżę, taka sytuacja może się już nie powtórzyć. Producenci EAF posiadali przewagę nad produkcją wielkopieczową, która była spowodowana wysokimi cenami rudy żelaza jak i węgla koksującego. Ceny węgla koksującego w bieżącym roku mogą znaleźć się pod presją ze względu na zwiększoną podaż i słabnące momentum w branży stalowej. Natomiast ceny rudy już są po korekcie. Naszym zdaniem niższe ceny wsadu hutniczego, oraz słabszy popyt na stal doprowadzi do niższych cen produktów oferowanych przez Cognor. Co więcej wysokie ceny złomu stalowego stanowiące około 50% kosztów operacyjnych spółki mogą być dużo bardziej odporne na spadki. Zapotrzebowanie na złom zdaje się nie słabnąć, a w długim terminie wraz z przechodzeniem na bardziej ekologiczną produkcję stali popyt na złom będzie coraz większy. Biorąc to pod uwagę w przyszłym roku oczekujemy słabszych wyników finansowych w porównaniu z 2021 rokiem, jednak wyższych niż we wcześniejszej prognozie. Warto nadmienić fakt, że Cognor wypłaci wysoką dywidendę, w przypadku przeznaczenia 50% zysku netto i zrealizowania naszych prognoz przekładałoby się to na 68 groszy DPS, oraz około 17% stopy dywidendy przy cenie 3,9 PLN za akcję. Zauważając zmianę trendu w branży stalowej i oczekiwane gorsze wyniki decydujemy się na obniżenie rekomendacji z kupuj do trzymaj i obniżenia ceny docelowej do 4,1 PLN.

<b>cena bieżąca</b>	4,15 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>cena docelowa</b>	4,10 PLN	<b>-1,2%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>4,10 PLN</b>	<b>2022-01-17</b>
poprzednia	kupuj	5,05 PLN	2021-10-07
<b>Podstawowe dane</b>		<b>COG PW</b>	<b>vs. WIG</b>
ticker	COG PW	zmiana 1M	+9,5%
ISIN	PLCNTSL00014	zmiana YTD	+7,8%
liczba akcji (mln)	175,0	średni obrót 1M	0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	726,1	średni obrót 6M	2,0 mln PLN
EV (mln PLN)	831,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4
free float	21,6%	EV/EBITDA 5Y avg	3,7

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 902	1 733	2 702	2 509	2 074
EBITDA skor.	93	92	345	208	106
marża EBITDA	4,9%	5,3%	12,8%	8,3%	5,1%
EBIT skor.	47	44	295	159	59
zysk netto skor.	11	10	229	119	38
P/E skor.	64,7	72,0	3,2	6,1	19,2
P/BV	2,8	2,5	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA skor.	10,4	9,9	2,4	3,8	7,5
DPS	0,21	0,00	0,15	0,68	0,34
DYield	5,0%	0,0%	3,5%	16,3%	8,2%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
przychody ze sprzedaży			+2,7%	+5,8%	+3,6%
EBITDA			-2,5%	+2,7%	-38,9%
zysk netto			-3,0%	+3,9%	-59,1%
wolumen sprzedaży			0,0%	-1,2%	-0,5%
ceny produktów			-1,2%	+1,9%	-1,5%
ceny złomu			+5,8%	+8,4%	+12,1%

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. Ferrostał (tys. ton)	424	424	427	419	426
wol. HSJ (tys. ton)	237	238	247	252	257
wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	152	155	158
spread Ferrostał (PLN/t)	1 127	1 022	1 520	1 175	1 060
spread HSJ (PLN/t)	1 508	1 265	1 695	1 358	1 303
<b>przepływy oper.</b>	<b>142</b>	<b>206</b>	<b>166</b>	<b>217</b>	<b>115</b>
amortyzacja	46	48	50	50	48
kapitał obrotowy	61	98	-140	38	19
<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>-131</b>	<b>-73</b>
dywidenda/buyback	-36	0	-26	-118	-60
FCF	102	157	195	168	76
FCF/EBITDA	101%	138%	56%	81%	72%
CFO/EBITDA	141%	180%	47%	104%	108%

### Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 052	1 031	1 258	1 244	1 134
aktywa trwałe	487	515	496	492	484
kapitał własny	259	288	498	499	478
udział mniejszości	259	288	498	499	478
dług netto	226	164	87	51	48
dług netto/EBITDA (x)	224%	144%	25%	24%	45%
dług netto/kap. wł. (x)	87%	57%	17%	10%	10%

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	1,8	2,8	4,4	1,4	1,1	1,0
maksimum	22,5	48,7	26,4	28,0	9,2	8,8
mediana	4,5	5,7	7,7	3,8	3,3	4,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
wolumen sprzedaży	674	672	683	690	696	703	701	699	696	696	696
ceny produktów	2 955	2 715	2 219	2 146	2 148	2 149	2 155	2 160	2 162	2 162	2 162
ceny złomu	1 855	1 834	1 331	1 206	1 188	1 170	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152
przychody	2 702	2 509	2 074	2 015	2 030	2 046	2 046	2 049	2 047	2 051	2 055
EBITDA	472	208	106	84	97	112	124	125	128	125	121
marża EBITDA	17,5%	8,3%	5,1%	4,2%	4,8%	5,5%	6,1%	6,1%	6,3%	6,1%	5,9%
EBIT	412	158	58	37	50	66	77	78	82	76	73
podatek	76	28	9	5	7	10	12	13	13	12	12
CAPEX	-50	-50	-39	-40	-42	-43	-46	-46	-46	-46	-48
kapitał obrotowy	-140	38	19	3	-1	-1	0	0	0	0	0
FCF	195	168	76	42	47	58	65	66	69	67	63
PV FCF	190	149	62	31	32	36	36	34	32	28	
WACC	9,2%	9,4%	9,4%	9,4%	9,5%	9,6%	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%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	629,0
dług netto	164,0
inne korekty	19,3
<b>wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>4,52</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	3,14
DCF	50%	4,52
cena wynikowa		3,83
koszt kapitału 9M		7,2%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>4,10</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 ekwiwalenty; **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:** 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, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których zasadą 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, Compreum, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 17 stycznia 2022 o godzinie 8:20.  
 Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 17 stycznia 2022 o godzinie 8:35.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOS, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAi Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PCNIG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Cdynia, 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 branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – 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 szczególnej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**
**Cognor**

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-01-17	2021-10-07	2021-08-31	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10
cena docelowa (PLN)	4,10	5,05	5,05	4,30	3,19	3,19	2,89
kurs z dnia rekomendacji	4,15	3,93	4,52	3,57	3,16	2,55	2,15

**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 | +48 667 770 837  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

Antoni Kania  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
Przemysł, chemia, metale

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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

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

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

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

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

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)