

czwartek, 7 kwietnia 2022 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

## Cognor kupuj (podwyższona)

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

Na skutek agresji Rosji na Ukrainę ceny stali poszybowały w rekordowym tempie. Zakłócenie jakie konflikt wywołał na rynku stali jest wciąż trudne do oceny. Braki dotyczą nie tylko samej stali, ale również wsadu hutniczego i półproduktów stalowych. Wobec gwałtownego wzrostu cen wsadu hutnicy wstrzymali oferty. Na rynku powoli przywracana jest płynność jednak ceny ofertowe są o 80% wyższe niż miesiąc wcześniej. Mimo wzrostu cen produktów stalowych marże producentów nie uległy znacznej poprawie, a w większości pozostały niezmienione, w całości przekładając rosnące koszty na ceny stali. W innej sytuacji jest Cognor, który dzięki zabezpieczeniu cen energii ponosi tylko część podwyższonych kosztów. Spready na produkcji prętów żebrowanych rozszerzyły się do rekordowych poziomów. Obecnie ceny w Polsce sięgają nawet 6000 PLN za tonę pręta żebrowanego podczas gdy złom można nabyć po ok. 2500 PLN za tonę. Taki poziom spreadu jest bez precedensu i nie należy oczekiwać aby długo się utrzymywał, jednak nawet zmniejszenie spreadu o połowę wciąż przekładałoby się na bardzo dobrą sytuację finansową spółki. W krótkim terminie otoczenie dla spółki jest bardzo sprzyjające. W perspektywie kilku miesięcy należy oczekiwać normalizacji cen stali, jednak z uwagi na odcięcie rosyjskich i białoruskich dostaw, naszym zdaniem rynek będzie szukał nowej stabilniejszej ceny równowagi na wciąż wysokim poziomie. Co więcej, Cognor obecnie jest bardzo atrakcyjnie wyceniony, wskaźnik P/E wynosi 2,8 i jest to iloraz prawie dwukrotnie niższy od mediany spółek porównywalnych. Mimo wzrostu kursu w ostatnim czasie uważamy, że część przepływów nie została jeszcze zdyskontowana. Dlatego podwyższamy cenę docelową i zmieniamy rekomendację z trzymaj do kupuj.

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
wol. Ferrostał (tys. ton)	424	427	420	434	485
wol. HSJ (tys. ton)	238	247	252	257	265
wol. Złomrex (tys. ton)	137	152	155	158	161
spread Ferrostał (PLN/t)	1 022	1 596	1 716	1 318	1 289
spread HSJ (PLN/t)	1 265	1 695	1 764	1 503	1 526
<b>przepływy oper.</b>	<b>206</b>	<b>127</b>	<b>338</b>	<b>354</b>	<b>200</b>
amortyzacja	48	50	70	88	90
kapitał obrotowy	98	-309	-166	89	0
<b>przepływy inw.</b>	<b>-57</b>	<b>-92</b>	<b>-300</b>	<b>-305</b>	<b>-75</b>
CAPEX	57	99	300	305	75
<b>przepływy fin.</b>	<b>-127</b>	<b>-38</b>	<b>-190</b>	<b>-142</b>	<b>-102</b>
dywidenda/buyback	0	-26	-109	-127	-49
FCF	157	21	39	50	126
FCF/EBITDA	138%	4%	6%	16%	56%
CFO/EBITDA	180%	25%	56%	116%	89%

### Model DCF

(mln PLN)	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	31P	+
wolumen sprzedaży	672	691	750	829	897	909	908	905	903	900	898
ceny produktów	3 732	2 985	2 818	2 822	2 830	2 832	2 836	2 838	2 840	2 842	2 846
ceny złomu	2 490	1 992	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
przychody	3 442	2 835	2 837	3 067	3 273	3 312	3 319	3 319	3 319	3 319	3 322
EBITDA	605	305	224	229	237	231	246	251	250	248	270
marża EBITDA	17,6%	10,7%	7,9%	7,5%	7,2%	7,0%	7,4%	7,6%	7,5%	7,5%	8,1%
EBIT	535	216	134	136	141	131	142	143	135	133	155
podatek	99	38	23	24	24	23	25	25	23	23	27
CAPEX	-300	-305	-75	-80	-87	-96	-99	-103	-107	-114	-115
kapitał obrotowy	-166	89	0	-34	-30	-6	-1	0	0	0	-1
FCF	39	50	126	91	95	107	121	123	119	112	129
PV FCF	35	42	97	64	61	63	64	57	50	43	
WACC	7,9%	7,7%	8,3%	8,4%	8,6%	8,8%	9,2%	9,5%	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** 5,85 PLN  
**cena docelowa** 6,75 PLN  
**potencjał zmiany** +15,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>kupuj</b>	<b>6,75 PLN</b>	<b>2022-04-07</b>
poprzednia	trzymaj	4,10 PLN	2022-01-17
<b>Podstawowe dane</b>		<b>COG PW</b>	<b>vs. WIG</b>
ticker	COG PW	zmiana 1M	+6,4%
ISIN	PLCNTSL00014	zmiana YTD	+51,9%
liczba akcji (mln)	175,0	średni obrót 1M	3,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 023,6	średni obrót 6M	2,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 461,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,5
free float	21,6%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	1 733	2 734	3 442	2 835	2 837
EBITDA skor.	92	518	605	305	224
marża EBITDA	5,3%	18,9%	17,6%	10,7%	7,9%
EBIT skor.	44	468	535	216	134
zysk netto skor.	10	357	422	164	99
P/E skor.	101,5	2,9	2,4	6,2	10,3
P/BV	3,6	1,6	1,1	1,2	1,2
EV/EBITDA skor.	13,2	2,6	2,4	5,4	7,0
DPS	0,00	0,15	0,62	0,72	0,28
DYield	0,0%	2,5%	10,7%	12,4%	4,8%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
przychody ze sprzedaży			+45,1%	+41,6%	+41,7%
EBITDA			+108,5%	+75,5%	+29,2%
zysk netto			+111,2%	+77,2%	+9,1%
wolumen sprzedaży			-1,1%	+0,6%	+9,2%
ceny produktów			+40,0%	+32,5%	+25,1%
ceny złomu			+47,2%	+67,6%	+51,5%

### Bilans

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
aktywa	1 031	1 505	1 711	1 648	1 658
aktywa trwałe	515	564	703	921	907
kapitał własny	288	635	939	976	1 026
udział mniejszości	288	635	939	976	1 026
dług netto	164	306	392	486	324
dług netto/EBITDA (x)	144%	59%	65%	159%	144%
dług netto/kap. wł. (x)	57%	48%	42%	50%	32%

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	22P	23P	24P	22P	23P	24P
minimum	3,2	4,3	2,5	0,6	0,5	0,6
maksimum	57,1	25,2	28,6	9,4	10,4	10,5
mediana	5,2	7,7	7,9	3,6	4,5	4,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	576,7
dług netto	230,0
inne korekty	19,3
<b>wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>5,92</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	6,67
DCF	50%	5,92
cena wynikowa		6,29
koszt kapitału 9M		7,2%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>6,75</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 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. 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 rozpowszechniana 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. Wylimitowanie 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 7 kwietnia 2022 o godzinie 7:44.  
 Pierwsze udogotnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 kwietnia 2022 o godzinie 8:30.

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, PBK.M, PGNiG, PKO BP, Polenergia, 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)** – 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 szczególnej prognozy.

#### Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

##### Cognor (Antoni Kania)

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2022-04-07	2022-01-17	2021-10-07	2021-08-31	2021-06-18	2021-04-09
cena docelowa (PLN)	6,75	4,10	5,05	5,05	4,30	3,19
kurs z dnia rekomendacji	5,85	4,15	3,93	4,52	3,57	3,16

##### 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.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@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)

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

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