

poniedziałek, 7 października 2019 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

## VRG kupuj (bez zmian)

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

VRG zaraportowało bardzo dobre wyniki za 2Q'19, które były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 1,4p.p. R/R do 53,5% w 2Q'19, na co wpływ miała wprowadzona modyfikacja polityki cenowej w segmencie modowym oraz wzrost udziału sprzedaży wyrobów ze srebra w segmencie jubilerskim. Oczekujemy, że pozytywny trend w poprawie marży brutto na sprzedaży r/r powinien być wspierany w H2 2019 przez dodatkowe synergije zakupowe oraz korzystną relację kursu USD/PLN R/R względem kursu podczas zakupu kolekcji wiosna-lato'19 oraz przez wzrost ceny złota i srebra. W wynikach sprzedażowych za wrzesień, spółka odnotowała spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie modowym (zarówno marka Bytom, jak i pozostałe marki VRG). Może to wskazywać na zły odbiór nowej kolekcji przez klientów. Istotne w tym kontekście będą wyniki sprzedażowe segmentu za październik. Marża brutto na sprzedaży została obniżona o 0,1p.p. r/r we wrześniu 2019. Rentowność sprzedaży YTD została zwiększona o 0,9p.p. r/r i naszym zdaniem słaby wynik za wrzesień ogranicza szanse na podniesienie celu poprawy marży w 2019 roku przez zarząd. Oczekujemy, że dalsza poprawa wyników organicznego biznesu, konsolidacja wyników Bytom oraz pozytywne efekty synergii powinny pozwolić spółce na wygenerowanie rekordowego wyniku w 2019 roku oraz na utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu EBITDA R/R w 2020 roku.

<b>Cena bieżąca</b>	4,15 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	5,20 PLN	<b>+25,3%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,20 PLN	2019-07-26

Podstawowe dane		VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-3,9%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	+2,7%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	973,0	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 024,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,9
Free float	46,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,7

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	689	806	1 035	1 133	1 239
EBITDA skor.	78	89	124	138	149
marża EBITDA	11,4%	11,1%	11,9%	12,2%	12,0%
EBIT	63	72	101	116	126
Zysk netto	43	54	74	85	94
P/E	16,7	18,2	13,2	11,5	10,3
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	10,5	11,6	8,3	7,0	6,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

  

Zmiana prognoz	2019P	2020P	2021P
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
MBNS	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.	0,0%	0,0%	0,0%

### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Segment odzieżowy (S)	420	483	660	720	784
Segment odzieżowy (EBIT)	32	35	53	64	72
Segment jubilerski (S)	271	323	369	413	455
Segment jubilerski (EBIT)	34,0	39,8	45,9	51,6	54,4
MBNS	52,2%	51,2%	51,9%	52,2%	52,0%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>21</b>	<b>54</b>	<b>119</b>	<b>167</b>	<b>169</b>
D&A	16	17	22	23	23
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			82	87	92
Kapitał obrotowy	-27	-21	-51	-28	-41
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-25</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-5</b>	<b>-18</b>	<b>-29</b>	<b>-99</b>	<b>-104</b>
Kredyty/pozyczki	-8	8	54	-12	-12
FCF	19	37	29	65	60
FCF/EBITDA	25%	41%	24%	47%	40%
CFO/EBITDA	26%	60%	30%	58%	51%

### Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 612	1 651	1 699	1 719	1 720	1 725	1 740	1 756	1 771	1 787	1 787
SG&A/mkw.	677	691	709	716	725	732	734	741	748	755	755
Powierzchnia	55	59	63	66	69	72	75	79	82	86	86
Przychody	1 035	1 133	1 239	1 328	1 397	1 463	1 540	1 623	1 709	1 800	1 836
EBITDA	124	138	149	159	161	163	175	183	192	201	205
marża EBITDA	11,9%	12,2%	12,0%	12,0%	11,5%	11,2%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%
EBIT	101	116	126	136	136	139	150	158	166	174	178
Podatek	18	22	24	26	26	26	28	30	31	33	34
CAPEX	25	24	24	25	26	26	27	27	28	26	27
Kapitał obrotowy	-51	-28	-41	-34	-28	-27	-32	-34	-36	-39	-39
FCF	29	65	60	74	80	83	88	92	96	102	104
PV FCF	28	57	49	55	55	52	50	49	47	46	
WACC	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%
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%

### Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 495	1 207	1 264	1 294	1 329
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 602	2 814	2 951	3 061	3 178
SG&A/mkw. (odzieżowy)	618	420	530	541	553
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 062	1 118	1 175	1 219	1 266
Środki pieniężne	16	34	99	143	183
Dług netto	99	63	51	-5	-57
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,7	0,4	0,0	-0,4

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,4	6,4	5,9	4,8	4,5	4,2
Maksimum	25,4	22,6	21,2	15,4	12,3	11,4
Mediana	15,4	13,8	12,6	9,0	8,0	7,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 189
Dług netto	63
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>4,80</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,00
DCF	50%	4,80
Cena wynikowa		4,90
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>5,20</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 Domu 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, 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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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, 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 Dom Maklerski 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: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Heli SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopec, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAi Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfliederer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Heli SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAi Dom Maklerski, Orbis, Pfliederer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primatech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu 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 Domu 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 Domu 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 Domu 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)** – wyliczana 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**

VRG					
rekomendacja	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	5,20	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	3,90	4,29	3,83	4,06

**Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej**

VRG H&M, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Hugo Boss, CCC, LPP, Tiffany, Pandora, Lao Feng, Chow Sang, Luk Fook, Chow Tai Fook, Lao Fen Xiang

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

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

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

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

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

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

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

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

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

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)

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

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

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

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

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

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

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Joanna Łukasik  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@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)