

wtorek, 27 października 2020 | komentarz specjalny

## Astarta: Wzrost cen cukru i zbóż

Rekomendacja: przeważaj | cena bieżąca: 21,80 PLN

**AST PW; ASTH.WA | Rolnictwo, Ukraina**

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Obserwowane w ostatnich tygodniach wzrosty cen cukru na Ukrainie (do 16 tys. UAH/t) oraz zbóż (pszenica i kukurydza po 230 USD/t w basenie Morza Czarnego) pozytywnie wpływają na potencjał wyników Astarty w 2021 roku. Ceny cukru rosną w obawie przed niższą r/r produkcją w sezonie 2020/21. Jest to konsekwencją niższych zbiorów buraka cukrowego i niższej zawartości cukru w związku z niekorzystnymi warunkami pogodowymi w VIII'20 oraz późniejszym niż w ubiegłym roku rozpoczęciem zbiorów. W rezultacie produkcja cukru na Ukrainie w sezonie 2020/21 spadnie do 1,2-1,3 mln ton (-13-20% r/r) i po raz pierwszy od trzech lat będzie niższa od konsumpcji (1,35 mln ton). W oczekiwaniu na deficyt cukru, cukrownie wstrzymują się ze sprzedażą produkcji z nowych zbiorów przez co ceny wzrosły w okresie kampanii do najwyższego w historii poziomu. Naszym zdaniem w kolejnym roku korzystniej powinno

kształtować się otoczenie w segmencie oleju sojowego, dzięki obserwowanym wzrostom cen olejów roślinnych. Z kolei spadki produkcji zbóż o 8% r/r rekompensować będą wyższe o średnio 10% r/r założone ceny zbóż i roślin oleistych. W efekcie korzystniejszych cen kluczowych produktów rolnych podnosimy nasze prognozy wyniku EBITDA'21 o 12% do 3,8 mld UAH. Obniżamy prognozy produkcji zbóż oraz cukru ze zbiorów 2020 roku. W rezultacie oczekiwanej poprawy wyników w latach 2020 i 2021 naszym zdaniem zadłużenie netto w relacji do EBITDA spadnie do 2,4x na koniec tego roku i 1,6x na koniec przyszłego. Niższe obciążenie bilansu mogłyby pozwolić na wznowienie prowadzonego w poprzednich latach skupu akcji własnych bądź wypłatę dywidendy do akcjonariuszy. Mimo dobrego zachowania cen akcji w październiku podtrzymujemy pozycjonowanie przeważaj dla akcji Astarty.

### Rachunek zysków i strat

(mln UAH)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody ze sprz.</b>	<b>11 966</b>	<b>12 980</b>	<b>11 205</b>	<b>14 465</b>	<b>14 047</b>
Produkcja cukru	3 840	3 387	3 566	4 316	4 644
Rolnictwo (rośliny)	4 075	5 960	4 349	6 275	5 679
Produkcja olejów	2 388	2 397	2 030	2 561	2 385
Rolnictwo (zwierzęta)	942	1 003	1 025	1 079	1 104
Zm. aktyw. biol.	1 607	1 228	1 403	1 859	1 804
<b>Zysk brutto ze sprz.</b>	<b>1 556</b>	<b>1 392</b>	<b>1 722</b>	<b>2 770</b>	<b>2 691</b>
Produkcja cukru	504	267	588	1 331	1 494
Rolnictwo (rośliny)	483	486	673	730	511
Produkcja olejów	310	381	211	442	430
Rolnictwo (zwierzęta)	143	200	214	232	221
Koszty zarządu	775	681	704	737	772
Koszty sprzedaży	1 376	1 344	1 128	1 283	1 365
Poz. dział. operacyjna	-330	-174	-152	-223	-224
<b>EBIT</b>	<b>398</b>	<b>420</b>	<b>1 141</b>	<b>2 387</b>	<b>2 134</b>
marża %	3%	3%	10%	16%	15%
<b>EBITDA</b>	<b>1 679</b>	<b>2 231</b>	<b>2 648</b>	<b>3 795</b>	<b>3 470</b>
marża %	14%	17%	24%	26%	25%
Działalność finansowa	-924	-412	-1 689	-932	-907
w tym odsetki	-421	-487	-362	-298	-289
w tym leasing	-497	-665	-665	-665	-665
Wynik brutto	-554	8	-547	1 455	1 227
<b>Wynik netto</b>	<b>-687</b>	<b>36</b>	<b>-551</b>	<b>1 428</b>	<b>1 203</b>

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

### Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	-	97,9	-	2,4	2,9
P/CE	5,9	1,9	3,6	1,2	1,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
FCF/EV	-22%	51%	28%	15%	33%
FCF/MC	-82%	159%	78%	42%	76%
EV/EBITDA	7,7	4,9	3,7	2,5	2,3
EV/EBIT	32,3	25,8	8,5	4,0	3,8
EV/S	1,1	0,8	0,9	0,7	0,6
CFO/EBITDA	17%	224%	83%	37%	86%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	8,2%
Cena (PLN)	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
Cena (UAH)	139,1	139,1	139,1	139,1	139,1
Liczba akcji (mln)	25	25	25	25	25
MC (mln UAH)	3 478	3 478	3 478	3 478	3 478
EV (mln UAH)	12 866	10 846	9 721	9 567	8 097

### Wskaźniki po umorzeniu akcji własnych

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	-	95,5	-	2,4	2,9
EV/EBITDA	7,6	4,8	3,6	2,5	2,3
FCF/EV	-22%	52%	28%	15%	33%
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DYield	0,7%	0,0%	0,0%	4,4%	8,2%
skor. DN/EBITDA	5,9	3,2	1,9	1,2	1,6
Dług netto/EBITDA	5,6	3,3	2,4	1,6	1,3

**Zmiana prognoz**

	2020P	2021P	2022P
Przychody	-7,4%	+7,6%	+6,9%
EBITDA	+14,1%	+12,4%	+33,9%
Zysk netto	-	+43,2%	+289,3%
Dług netto	-11,3%	-3,8%	-21,5%
DPS	-	0%	-42,7%
Wolumen cukier	-6,8%	-9,3%	-1,9%
Wolumen zboża	-2,9%	-2,5%	0%
Wolumen olej	-13,4%	-9,1%	-9,1%
Wolumen mleko	-4,8%	-4,7%	-4,7%
Produktywność zbóż	-4,3%	0%	0%

**Przepływy operacyjne**

(mln UAH)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	280	5 007	2 207	1 421	2 997
Amortyzacja	1 281	1 811	1 507	1 409	1 336
Kapitał obrotowy	-2 818	3 935	860	-1 576	203
Przepływy inw.	-1 524	-636	-750	-850	-1 000
CAPEX	-1 576	-651	-750	-850	-1 000
Przepływy finansowe	1 183	-4 464	-733	-1 017	-728
Dług	2 404	-5 391	-400	-600	-200
Dywidendy/buy-back	-23	0	0	-150	-286
Zmiana stanu śr. pien.	-61	-93	724	-446	1 270
ŚP na koniec okr.	419	326	1 050	605	1 874
DPS (UAH)	0,93	0,00	0,00	6,00	11,43
FCF	-2 850	5 542	2 696	1 450	2 635

**Areał uprawny**

(tys. ha)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Buraki cukrowe	40	35	34	35	35
Pszenica	52	50	51	51	51
Soja	23	33	32	32	32
Ślonecznik	41	31	32	32	32
Kukurydza	65	66	70	70	70
Razem	234	230	230	230	230

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

**Bilans**

(mln UAH)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	22 812	20 061	19 045	19 847	20 549
Aktywa trwałe	12 007	12 477	11 720	11 162	10 826
Majątek obrotowy	10 805	7 584	7 325	8 685	9 723
Zapasy	7 451	5 117	4 417	5 703	5 538
Nał. krótkoterminowe	2 410	1 641	1 416	1 828	1 776
Aktywa biologiczne	508	426	367	474	461
Środki pieniężne	419	326	1 050	605	1 874
Kapitał własny	11 511	11 593	11 041	12 320	13 237
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	1 924	2 752	2 752	2 752	2 752
Zob. krótkoterminowe	8 827	5 387	4 964	4 410	4 205
Dług	9 798	7 632	7 232	6 632	6 432
Dług netto	9 388	7 368	6 244	6 089	4 620
(Dług netto / Kap. wł.)	82%	64%	57%	49%	35%
(Dług netto / EBITDA)	5,6	3,3	2,4	1,6	1,3

**Wolumeny sprzedaży**

(tys. ton)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cukier	325	301	271	261	291
Zboża	707	1 105	751	984	1 041
Olej sojowy	41	46	38	40	40
Śruta sojowa	158	167	130	147	147
Mleko	103	96	94	96	98

**Dane operacyjne**

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
USD/UAH	27,2	25,8	27,0	26,0	25,0
zmiana	2%	-5%	5%	-4%	-4%
Ceny gazu (UAH/m3)	11 792	9 029	6 750	7 800	7 500
zmiana	26%	-23%	-25%	16%	-4%
Użycie gazu (tys. m3)	56 856	44 070	45 435	41 666	42 080
Zawartość cukru (%)	16%	18%	15%	17%	17%
Przetw. buraki (tys. t)	2 472	1 950	1 611	1 732	1 758
Przetw. soi (tys. t)	215	231	200	210	210
Liczba krów (sztuk)	13 417	13 200	13 000	13 250	13 500

### Ceny cukru na Ukrainie (UAH/t)



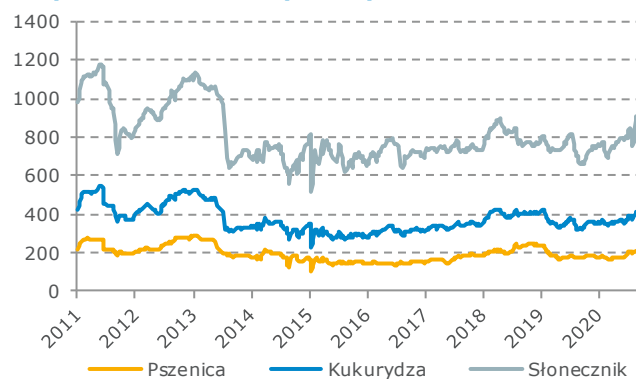
Źródło: Agropespectiva

### Ceny mleka na Ukrainie (UAH/t)



Źródło: Agropespectiva

### Ceny zbóż na Ukrainie (USD/t)



Źródło: Bloomberg

### Ceny olei roślinnych (USD/t)



Źródło: Bloomberg

**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 działalność bankowej  
**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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**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 + oprocentowane 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:

**KUPIJ** – 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, Sygnity, 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 obiektywności 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, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

Investowanie 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 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 rekomendacji zakończyło się 27 października 2020 o godzinie 08:48. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 października 2020 o godzinie 08:48.

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., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, 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 Biurze maklerskim 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 szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**
**Astarta**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-05-11	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,75	11,50	15,90	15,90	16,85

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@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 Poniatowski  
+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)