

VRG

akumuluj

handel

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa<sup>1</sup>: 5,26

Cena docelowa: 6,22

## Lilou wzmacnia segment jubilerski

VRG konsekwentnie realizuje obrany kierunek strategiczny - w W.KRUK otwierane są nowe salony w Polsce i na Węgrzech w sprawdzonym modelu biznesowym, natomiast w segmencie odzieżowym kontynuowany jest proces zamykania nierentownych salonów, postępują zmiany w kolekcjach, a w sprzedaży rośnie udział asortymentu nowego, sprzedawanego przy wyższej marży. W naszej ocenie bieżący rok potwierdzi trwały powrót segmentu odzieżowego do rentowności, przy ciągle dobrych wynikach sieci W.KRUK, która pozostanie głównym źródłem generowania zysków przez Grupę. Kluczowym wydarzeniem początku 2026 r. było jednak zakończone przejęcie sieci Lilou, które po raz pierwszy uwzględniamy w prognozach. Transakcja wzmacnia segment jubilerski, zwiększa jego skalę oraz otwiera nowe możliwości wzrostu na rynku jubilerskim w Polsce, w którym W.KRUK osiąga już wysokie nasycenie sieci.

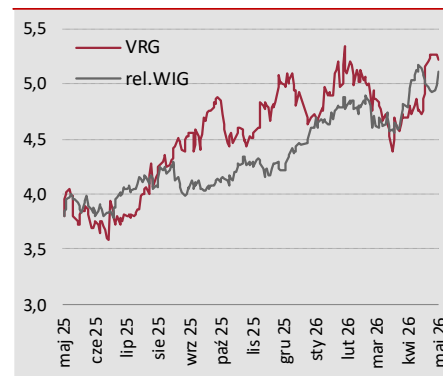
Dokonałymi aktualizacji wyceny VRG, która mimo przejścia, zostaje nieznacznie obniżona z 6,27 PLN na akcję do 6,22 PLN. Spadek wynika głównie ze wzrostu stopy wolnej od ryzyka używanej do dyskontowania przepływów w metodzie DCF oraz spadku wskaźników używanych do wyceny w grupie spółek porównawczych.

Lilou operuje w bardziej modowym, młodszym segmencie rynku, z istotnie wyższą rentownością brutto niż W.KRUK, co w naszych założeniach przekłada się na wyraźny wzrost marży brutto całego segmentu jubilerskiego już od 2026 r. W planach VRG jest otwieranie między 5, a 10 nowych lokalizacji Lilou rocznie, zarówno nowych, jak i poprzez relokacje do galerii handlowych. W samym 2026 planowane jest zwiększenie sieci do 55 salonów (+10 r/r), a w naszych założeniach, w długim terminie zakładamy dojdęcie do 90 lokali w Polsce. Zakładamy utrzymanie wysokiej rentowności EBITDA Lilou, co czyni sieć istotnym kontrybutorem wzrostu wyników w średnim terminie.

Grupa nie wyklucza kolejnych akwizycji. Zakładamy, że jeśli miałyby miejsce to dotyczyłyby segmentu jubilerskiego. Na dziś nie wiemy jednak czy spółka prowadzi jakiegokolwiek zaawansowane rozmowy.

W związku z przejęciem Lilou wzrośnie zadłużenie Grupy VRG, choć cały czas będzie w naszej ocenie na bardzo bezpiecznym poziomie. Biorąc jednak pod uwagę wysokie potrzeby W.KRUK w zakresie kapitału obrotowego (z uwagi na wzrost sieci oraz wzrost cen kruszców, który skutkuje koniecznością ponoszenia wyższych kosztów uzupełnienia zapasu), plany wysokiego CAPEX oraz niewykluczone kolejne przejęcia, zakładamy że spółka nie będzie skora do wypłacania szczodrych dywidend w najbliższych latach.

Obu segmentom VRG sprzyja dobra sytuacja konsumenta i rosnące wydatki konsumpcyjne. Nie oczekujemy istotnego negatywnego wpływu na biznes VRG sytuacji w Iranie, chyba że nastąpiłaby eskalacja, skutkująca wystrzałem cen ropy, co z kolei wpłynęłoby negatywnie na konsumenta, inflację, stopy procentowe i kursy walut. Na dziś nie zakładamy jednak takiego scenariusza.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	5,40 / 3,50		
Liczba akcji (mln)	234,5		
Kapitalizacja (mln PLN)	1 233,2		
EV (mln PLN)	1 219,8		
Free float (mln PLN)	296,1		
Średni obrót (mln PLN)	0,41		
Główny akcjonariusz	Porozumienie akcjonariuszy: Jan Kolański Colian Holding sp. z o.o. Colian Developer sp. z o.o. Colian sp. z o.o. Kolański Foundation Fundacja Rodzinna		
% akcji, % głosów	42,58%; 42,58%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	11,1%	2,4%	37,4%
Zmiana WIG	6,2%	6,4%	34,5%

Seweryn Żołyniak, CFA  
Doradca Inwestycyjny  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (MSSF16)	EBITDA skorygowana*	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV**/EBITDA skorygowana*	ROE (%)
2025	1 504,8	137,6	273,6	154,2	123,1	98,2	0,42	0,59	4,95	12,55	1,06	0,0%	7,9	8,8%
2026p	1 705,6	165,1	325,7	191,0	133,1	107,8	0,46	0,68	5,33	11,44	0,99	1,6%	6,4	8,9%
2027p	1 852,9	187,3	355,2	215,7	154,9	125,5	0,54	0,77	5,77	9,83	0,91	1,7%	5,7	9,6%
2028p	1 999,7	201,2	377,4	231,1	170,4	138,0	0,59	0,83	6,26	8,93	0,84	2,0%	5,3	9,8%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium, mln PLN

\* - EBIT powiększony o amortyzację z wyłączeniem amortyzacji aktywów z tytułu praw do użytkowania (wpływ MSSF16) i pomniejszony o koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

\*\* zadłużenie na potrzeby EV bez zobowiązań z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych

<sup>1</sup> - cena rynkowa z dnia 07.05.2026 r., godz. 17:00

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## Kluczowe wnioski

### Segment jubilerski

- 8 stycznia domknięta została transakcja przejęcia sieci Lilou (umowa przedwstępna podpisana była w lipcu 2025 r.). Sieć liczyła na moment przejęcia 45 lokali. W planach VRG jest otwieranie między 5, a 10 nowych lokalizacji rocznie, zarówno nowych, jak i poprzez relokacje do galerii handlowych. W samym 2026 planowane jest zwiększenie sieci do 55 salonów (+10 r/r). Na dziś zakładany jest rozwój Lilou wyłącznie w Polsce.
- Szacujemy, że marża brutto ze sprzedaży Lilou jest zdecydowanie wyższa niż w W.KRUK (ok. 52%), dzięki czemu marża brutto segmentu jubilerskiego od 1Q'26 wyraźnie wzrosła. Wynika to z charakteru produktu sprzedawanego przez Lilou - tj. z wykorzystaniem metali nieszlachetnych i innych mało szlachetnych materiałów. Marża EBITDA MSR17 w naszych założeniach wyniesie ok. 16-17%, a marża EBITDA MSSF16 Lilou może wynieść ok. 23-28%. Zakładamy utrzymanie takiej rentowności w kolejnych latach, przy rosnącej liczbie lokali oraz rosnących przychodach.
- W W.KRUK zakładamy dalszy stabilny wzrost przychodów, przy rosnących nominalnie zyskach operacyjnych, ale przy spadającej rentowności. Jak przyznał na konferencji Zarząd, marża brutto W.KRUK w 2026 r. może być pod presją ze względu na wyższe ceny zakupów towarów. Zarząd ma jednak nadzieję, że odchylenia marży brutto nie będą istotne. Otwarcia nowych punktów W.KRUK będą w kolejnych latach, podobnie jak w roku bieżącym, skupione na słabszych lokalizacjach w Polsce (ze względu na nasycenie sieci) oraz na Węgrzech gdzie marka nie posiada takiej pozycji jak w Polsce.
- W.KRUK w związku z otwieraniem nowej powierzchni oraz w efekcie wzrostu cen kruszców będzie w naszej ocenie zgłaszał istotne zapotrzebowanie na kapitał z przeznaczeniem na wzrost zapasów, który jedynie częściowo będzie pokryty przez wzrost zobowiązań handlowych. Nie oczekujemy istotnego wzrostu zapasów w segmencie odzieżowym i w Lilou. Przy dzisiejszej wycenie metali szlachetnych szacujemy, że zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w całej Grupie wyniesie po ok. 80 mln PLN w 2026 r. i 2027 r.

### Segment odzieżowy

- Odwrot od nietrafionej strategii z lat 2023-2024 okazał się bardzo dobrą decyzją, a segment odzieżowy odzyskał rentowność, która powinna być trwała. Segment od połowy 2024 r. wrócił do asortymentu z ugruntowaną pozycją w oczach klientów, wycofał się z konceptu Wólczanki Well oraz zamykał salony nierentowne. Działania mają być kontynuowane - salony nierentowne zamykane, a kolekcje nadal poprawiane.
- Widzimy potencjał dalszej poprawy wyników segmentu. Liczba salonów planowanych do zamknięcia jest istotnie niższa niż w poprzednim roku (zaplanowane 9 vs 35 zamkniętych w 2025 r.). Przestrzeń do poprawy widzimy również w coraz lepszych kolekcjach, większej integracji kanału on-line i off-line, rozwoju oferty damskiej w Vistuli, modernizacji salonów oraz stopniowym odzyskiwaniu w oczach klientów dobrego postrzegania marek. Klienci powinni być też coraz bardziej przyzwyczajeni do polityki niższego rabatowania.
- Na poprawę wyników segmentu powinna też wpłynąć lepsza jakość zapasu i odsprzedaż zapasu słabo rotującego w 2025 r., dzięki czemu obecna jakość zapasu jest lepsza. Pod koniec roku Grupa dokonała wysokich odpisów na zapasach, co wynika z przyjęcia nowej, bardziej restrykcyjnej polityki odpisów, dzięki czemu wycena ma lepiej odzwierciedlać wartość rynkową. W 2026 r. nie zakładamy aż tak istotnych odpisów na zapasach jak w 2025 r., w którym segment odpisywał prawdopodobnie głównie zapas zakupiony przed transformacją segmentu odzieżowego.
- Segment jest wspierany działaniami marketingowymi. Wydatki na marketing offline wzrosły w 2025 r. o 62,6% r/r. Vistula i Bytom przeprowadziły w marcu, kwietniu i maju bieżącego roku kampanie telewizyjne. Ponadto kontynuowane są działania w mediach cyfrowych i społecznościowych, wzmacniana jest widoczność salonów stacjonarnych w centrach handlowych. Według deklaracji Zarządu, koszty marketingu jako procent sprzedaży nie mają w bieżącym roku już istotnie rosnąć.
- Grupa w dalszym ciągu poszukuje kupca na najmniejszą z sieci segmentu odzieżowego tj. Deni Cler Milano, choć nie zakłada jej sprzedaży w krótkiej perspektywie. Jest to jedyna marka segmentu, której wyniki w 2025 pogorszyły się, choć nieznacznie (EBIT bez uwzględniania kosztów centrali spadł z 11,5 mln PLN w 2024 r. do 10,9 mln PLN w 2025 r.). Niezależnie od tego czy sprzedaż marki się dokona, VRG ma ambicję poprawy wyników sieci Deni Cler.

## Wycena

Wycenę VRG przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą.

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1 385 mln PLN, czyli 5,91 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1 677 mln PLN (7,15 PLN na akcję). Wycenie porównawczej przypisaliśmy niższą wagę, ze względu na brak szerokiej grupy spółek porównawczych zbliżonych profilem do VRG i działających w tym samym regionie geograficznym. Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 75% i 25%.

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 1 458 mln PLN, czyli 6,22 PLN na akcję (poprzednio 6,27 PLN). W związku z uzyskaną wyceną obniżamy rekomendację do „akumuluj” z potencjałem wzrostu w wysokości 18,6%.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	1 385	5,91	75%
Wycena porównawcza	1 677	7,15	25%
<b>Wycena VRG</b>	<b>1 458</b>	<b>6,22</b>	

Źródło: BM Banku Millennium

## Wycena porównawcza

Ze względu na brak szerokiej grupy spółek o takim samym profilu działalności jak VRG tj. zarówno jubilerskim, jak i odzieżowym, wycenę porównawczą podzieliliśmy na 2 grupy: spółek jubilerskich i odzieżowych. Grupie spółek jubilerskich przypisaliśmy 80% wagi ze względu na znacznie większy udział w zyskach Grupy segmentu jubilerskiego i szacowany potencjał wzrostu. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikami P/E i EV/EBITDA.

Spółka	Kraj	MC (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA		
			2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
<b>Segment jubilerski</b>								
Pandora	Dania	6 385	9,6	15,0	10,5	6,1	7,9	6,4
Signet Jewelers	USA	3 490	9,2	8,4	7,2	5,7	5,5	5,1
Lao Feng	Chiny	2 496	6,7	6,2	6,5	5,0	4,7	4,6
Vivara Participacoes	Brazylia	1 358	9,9	8,4	7,3	7,8	6,7	6,0
Chow Sang Sang	Hong Kong	1 060	4,1	3,8	3,4	4,9	4,5	4,3
Watches of Switzerland	Wlk. Brytania	1 768	13,0	11,5	10,6	9,2	8,4	7,9
Segment jubilerski - mediana			9,4	8,4	7,2	5,9	6,1	5,5
<b>Segment odzieżowy</b>								
Inditex	Hiszpania	192 569	26,5	24,0	22,0	14,2	13,0	12,1
H&M	Szwecja	29 378	20,4	18,7	17,3	8,1	7,7	7,5
Next	Wlk. Brytania	21 689	17,9	16,5	15,2	11,5	11,0	10,4
LPP	Polska	11 525	21,9	15,8	14,2	9,6	7,9	6,8
GAP	USA	8 892	11,4	10,5	9,4	7,1	6,8	6,3
Hugo Boss	Niemcy	3 055	13,8	11,4	10,0	5,1	4,9	4,6
Segment odzieżowy - mediana			19,1	16,2	14,7	8,9	7,8	7,1
Mediana (80% segment jubilerski, 20% segment odzieżowy)			11,4	10,0	8,7	6,5	6,4	5,9
VRG zysk netto (mln PLN)			108,3	124,4	140,0			
VRG EBITDA (mln PLN)						326,2	353,9	379,8
Wycena VRG na podstawie poszczególnych wskaźników (mln)			1230,2	1238,2	1222,9	2031,1	2192,4	2146,2
<b>Wycena</b>			<b>1 676,8</b>					
<b>Liczba akcji (mln)</b>			<b>234,5</b>					
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>7,15</b>					

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-05-07 17:00

## Wycena DCF

(mln PLN)	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p	>2035p
Przychody	1708,7	1856,4	2003,5	2121,7	2224,8	2321,3	2393,1	2450,8	2506,9	2562,2	
EBIT skorygowany *	152,6	172,7	190,2	202,8	214,0	225,4	232,2	237,8	243,1	249,3	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
EBIT skorygowany * x (1-T)	123,6	139,9	154,0	164,3	173,3	182,6	188,1	192,6	196,9	201,9	
Amortyzacja**	39,0	41,7	43,4	43,5	43,1	42,4	41,6	41,0	41,2	41,9	
Zmiana w kapitale obrotowym	-81,1	-80,9	-56,5	-44,6	-34,9	-27,1	-20,3	-18,5	-18,4	-18,9	
CAPEX + M&A	-172,7	-55,2	-82,5	-47,3	-44,7	-42,8	-41,7	-42,0	-41,6	-42,6	
FCFF	-91,2	45,6	58,4	116,0	136,9	155,0	167,7	173,1	178,2	182,4	
zmiana FCF			28,1%	98,7%	18,0%	13,3%	8,2%	3,2%	2,9%	2,4%	2,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,9%	4,4%	4,7%	4,9%	5,2%	5,2%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta lewarowana	1,10	1,09	1,08	1,06	1,05	1,03	1,02	1,01	1,00	1,00	1,00
Koszt długu	5,9%	6,4%	6,7%	6,9%	7,2%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%
Koszt kapitału własnego	9,4%	9,9%	10,1%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%
WACC	8,9%	9,4%	9,6%	9,9%	10,2%	10,2%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%
PV (FCF)	-86,3	39,3	45,7	82,1	87,3	89,4	87,0	80,8	74,6	68,5	803,3
Wartość DCF (mln PLN)	1371,7										
(Dług) Gotówka netto	13,4										
Wycena DCF (mln PLN)	1385,2										
Liczba akcji (mln)	234,5										
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>5,91</b>										

Źródło: BM Banku Millennium

\* - w DCF EBIT pomniejszony o koszty finansowe z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

\*\* - amortyzacja z wyłączeniem amortyzacji aktywów z tytułu praw do użytkowania (wpływ MSSF16)

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na 10 lat tj. okres 2026 – 2035
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (zmiana z 5,2%)
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta nielewarowana na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 r. na poziomie 2,0%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

### Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
<b>Stopa RF rezydualna</b>	4,7%	5,87	6,10	6,35	6,64	6,97
	5,2%	5,69	5,89	6,12	6,37	6,66
	5,7%	5,52	5,71	<b>5,91</b>	6,13	6,39
	6,2%	5,38	5,54	5,72	5,92	6,15
	6,7%	5,24	5,39	5,55	5,74	5,94
<b>Beta nielewarowana</b>	0,8	6,34	6,58	6,86	7,18	7,54
	1,0	5,52	5,71	<b>5,91</b>	6,13	6,39
	1,2	4,87	5,01	5,16	5,32	5,51

Źródło: BM Banku Millennium

## Wyniki 4Q'25

### VRG - wyniki kwartalne

	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	r/r
Przychody	402,3	278,2	340,8	311,5	444,6	293,6	377,5	345,9	487,7	9,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	218,7	149,4	191,7	167,0	254,7	159,3	214,9	188,2	274,6	7,8%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	54,4%	53,7%	56,3%	53,6%	57,3%	54,3%	56,9%	54,4%	56,3%	-1 p.p.
Koszty SG&A	169,5	145,5	155,0	153,8	185,6	154,5	166,8	163,9	199,4	7,4%
<i>Koszty SG&amp;A jako% przychodów</i>	42,1%	52,3%	45,5%	49,4%	41,8%	52,6%	44,2%	47,4%	40,9%	-0,9 p.p.
Zysk ze sprzedaży	49,2	4,0	36,7	13,2	69,1	4,9	48,1	24,2	75,3	8,9%
Pozostałe	-4,8	-1,3	4,2	-0,4	0,5	-1,2	-2,5	-0,9	-10,4	-2070,8%
EBIT	44,4	2,7	40,8	12,8	69,6	3,7	45,6	23,3	64,9	-6,8%
<i>Marża EBIT</i>	11,0%	1,0%	12,0%	4,1%	15,7%	1,3%	12,1%	6,7%	13,3%	-2,4 p.p.
EBITDA	77,4	36,1	73,9	45,9	104,2	37,9	79,2	57,3	99,3	-4,7%
<i>Marża EBITDA</i>	19,2%	13,0%	21,7%	14,7%	23,4%	12,9%	21,0%	16,6%	20,4%	-3,1 p.p.
zysk netto razem	49,9	2,2	28,2	10,1	46,3	6,0	28,6	12,4	51,2	10,6%
<i>Marża zysku netto</i>	12,4%	0,8%	8,3%	3,3%	10,4%	2,0%	7,6%	3,6%	10,5%	+0,1 p.p.
CF Operacyjny	144,1	-46,2	23,3	-19,9	141,1	-45,4	71,7	17,8	208,3	47,6%
CF Inwestycyjny	-13,6	-11,5	-5,3	-8,5	-13,0	-7,1	-8,8	-12,6	-11,9	-8,3%
CF Finansowy	-167,3	-5,2	-11,7	18,7	-122,9	48,5	-58,9	-7,8	-143,6	16,8%
Liczba sklepów	513	513	502	496	496	476	478	478	478	-3,6%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	52,5	52,4	51,0	50,5	50,6	48,6	48,9	48,9	49,0	-3,1%

mln PLN

Źródło: VRG, BMBanku Millennium

Wyniki VRG za 4Q'25 były nieco lepsze od wstępnie zaraportowanych w połowie lutego. Przychody, zysk brutto ze sprzedaży i zysk ze sprzedaży nie zmieniły się - przychody wzrosły o solidne 9,7%, a marża brutto spadła o 1 p.p. ze względu na słabszą marżę segmentu jubilerskiego (w istotnej mierze na skutek pozytywnego zdarzenia jednorazowego w bazie porównawczej tj. 4Q'24), przy dobrej w segmencie odzieżowym. Koszty SG&A rosły w tempie 7,4% r/r - nadal wolniej od przychodów choć nieco szybciej niż w poprzednim kwartale (+6,6% r/r). Na uwagę trzeba mieć jednak stosunkowo dużą liczbę otwarć nowych salonów W.KRUK (+8 w kwartale).

Różnica w wynikach ostatecznych w stosunku do wyników wstępnie zaraportowanych wynikała z niższego ujemnego salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych w wynikach ostatecznych (-12,3 mln PLN wstępnie zaraportowane vs. -10,4 mln PLN zaraportowane ostatecznie). Główną przyczyną wysokiego salda jest ujęcie stosunkowo wysokiego odpisu na zapasach w wysokości 10,8 mln PLN, co dotyczyło segmentu odzieżowego. Spółka przyjęła w 2025 r. nową, bardziej restrykcyjną politykę odpisów, zgodnie z którą następują szybsze i większe odpisy na zapasach, w szczególności kolekcji o wieku powyżej 2 lat, co ma lepiej odzwierciedlać ich wartość rynkową.

Saldo przychodów i kosztów finansowych było istotnie lepsze niż przed rokiem (-1,7 mln PLN vs. -10,0 mln PLN w 4Q'24), co wynikało głównie z korzystnych różnic kursowych. W efekcie pomimo gorszego wyniku EBIT (-6,8% r/r), wynik netto był wyższy o 10,6% r/r i wyniósł 51,2 mln PLN.

Wyniki oceniamy neutralnie - były lepsze od naszych oczekiwań w segmencie odzieżowym i słabsze w segmencie jubilerskim. Wyłączając wysoki odpis były bliskie naszych oczekiwań na poziomie skonsolidowanym. Wysokość odpisu zaskoczyła nas negatywnie. Zakładamy, że po zmianie polityki w zakresie wyceny zapasów, wyższy poziom odpisów będzie się pojawiał już bardziej regularnie po wynikach półrocznych i rocznych kiedy dochodzi do ich wyceny. Nie oczekujemy już jednak tak wysokich odpisów jak w minionym kwartale, w którym spółka odpisywała prawdopodobnie głównie zapas zakupiony przed transformacją segmentu odzieżowego (produkt, który nie zyskał uznania w oczach klientów i odpowiadał za słabsze wyniki segmentu).

## Segment jubilerski

	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	r/r
Przychody	229,3	156,0	178,1	180,3	256,4	163,7	201,6	200,0	287,0	11,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	120,6	82,1	93,2	94,1	138,1	85,1	106,2	104,9	148,4	7,4%
Marża brutto ze sprzedaży	52,6%	52,6%	52,3%	52,2%	53,9%	52,0%	52,7%	52,4%	51,7%	-2,2 p.p.
Koszty SG&A	77,3	57,4	64,5	66,3	88,8	67,2	73,5	76,1	103,0	16,0%
Koszty SG&A jako% przychodów	33,7%	36,8%	36,2%	36,8%	34,6%	41,0%	36,5%	38,1%	35,9%	+1,2 p.p.
Zysk ze sprzedaży	43,4	24,7	28,6	27,8	49,3	17,9	32,7	28,7	45,3	-8,0%
Pozostałe	0,3	-0,4	0,3	-0,3	0,6	-0,3	0,0	0,0	1,7	160,5%
EBIT	43,6	24,3	28,9	27,6	49,9	17,6	32,6	28,7	47,0	-5,8%
Marża EBIT	19,0%	15,6%	16,2%	15,3%	19,5%	10,8%	16,2%	14,3%	16,4%	-3,1 p.p.
zysk netto razem	41,1	19,9	21,4	22,0	36,2	18,2	20,2	21,3	35,5	-2,1%
Marża zysku netto	17,9%	12,8%	12,0%	12,2%	14,1%	11,1%	10,0%	10,7%	12,4%	-1,8 p.p.
Liczba sklepów	163	167	171	174	177	179	183	186	194	9,6%
Powierzchnia sklepów (tys. m <sup>2</sup> )	13,0	13,4	13,9	14,2	14,5	14,7	15,1	15,3	16,0	10,8%

mln PLN

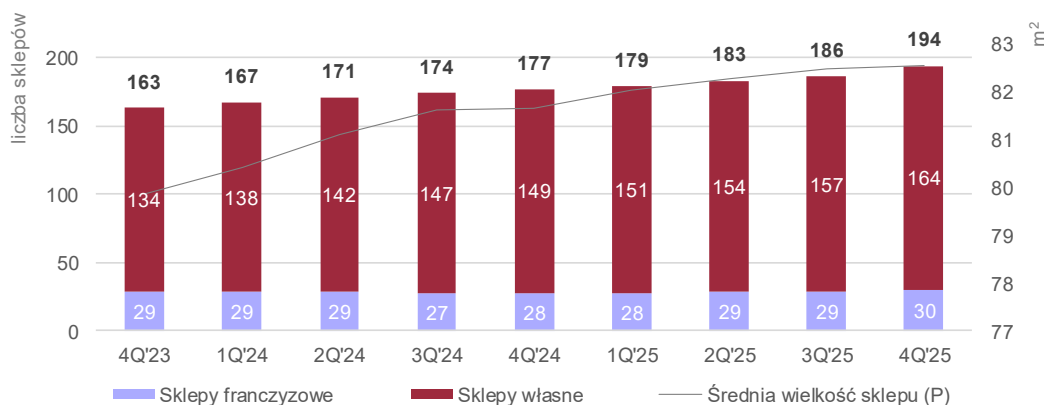
Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W segmencie jubilerskim VRG otworzyła w minionym kwartale aż 8 salonów W.KRUK, w tym 4 na Węgrzech, a w ostatnim roku 18, w tym 6 na Węgrzech. Przychody wzrosły o 11,9% r/r, a średnie przychody na m<sup>2</sup> wzrosły o 1,6% r/r (w tym w segmencie detalicznym tj. przy wyłączeniu sprzedaży pozostałej: +4,0% r/r). Niski wzrost sprzedaży na m<sup>2</sup> wynika z rozwoju w słabszych lokalizacjach w Polsce (ze względu na wysokie nasycenie salonami na polskim rynku) i rozwoju na Węgrzech gdzie marka jest relatywnie nowa i nie ma w ofercie zegarków, a więc wskaźniki sprzedaży są naturalnie słabsze. Jak informował Zarząd na poprzedniej konferencji przyrost sprzedaży w starszych salonach jest „wysoki jednocyfrowy”. W 4Q'25 dobra była sprzedaż biżuterii złotej i srebrnej i miało miejsce odbicie sprzedaż zegarków.

Marża brutto segmentu spadła istotnie bo o 2,2 p.p. do 51,7%. Na uwadze trzeba mieć jednak fakt, że marża w bazie porównawczej tj. w 4Q'24 była nienaturalnie wysoka ze względu na zmiany w zasadach programu lojalnościowego, które skutkowały jednorazowym zaksięgowaniem zysku w 4Q'24. Bez wpływu tego efektu marża byłaby jednak i tak niższa ze względu na niższą marżę założoną i wyższe poziomy rabatów.

Koszty SG&A segmentu wzrosły o dość wysokie 16,0% r/r. Ostatecznie EBIT segmentu spadł w 4Q'25 o 5,8% r/r do 47 mln PLN, a w całym roku o 3,6% r/r do 126 mln PLN. Tym samym spółka nie spełniła celu wzrostu zysku operacyjnego segmentu w całym minionym roku, który pierwszy raz zakomunikowała w listopadzie 2024 i podtrzymała go jeszcze po wynikach za 3Q'25 tj. w połowie listopada 2025. Aby go spełnić EBIT segmentu jubilerskiego musiałby być wyższy o co najmniej 4,7 mln PLN w 4Q'25. Szacujemy, że nieco zawiodła marża brutto i wzrost sprzedaży na m<sup>2</sup>. Pozostałe cele na 2025 r. zostały wypełnione.

### Sieć sprzedaży W.KRUK



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

## Segment odzieżowy

	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	r/r
Przychody	173,0	122,2	162,6	131,1	188,2	129,9	175,9	146,0	200,7	6,7%
Vistula	63,0	46,9	63,7	50,7	70,2	50,0	70,9	56,3	72,7	3,6%
Bytom	52,8	34,6	54,2	41,9	59,6	39,4	60,5	47,0	66,4	11,4%
Wólczanka	35,9	25,2	30,1	24,5	38,8	24,4	29,3	25,2	41,4	6,7%
Deni Cler	17,2	13,7	13,0	11,8	17,0	13,6	13,3	12,8	15,9	-6,5%
Pozostałe	4,1	1,8	1,6	2,2	2,6	2,5	1,9	4,7	4,3	67,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	98,0	67,3	98,5	72,9	116,6	74,2	108,7	83,3	126,3	8,3%
Marża brutto ze sprzedaży	56,7%	55,1%	60,6%	55,6%	62,0%	57,1%	61,8%	57,1%	62,9%	+0,9 p.p.
Koszty SG&A	92,2	88,1	90,5	87,5	96,8	87,2	93,3	87,8	96,3	-0,5%
Koszty SG&A jako% przychodów	53,3%	72,1%	55,6%	66,7%	51,4%	67,2%	53,0%	60,2%	48,0%	-3,4 p.p.
Zysk ze sprzedaży	5,8	-20,7	8,0	-14,7	19,8	-13,1	15,4	-4,5	29,9	51,0%
Pozostałe	-5,1	-0,9	3,9	-0,1	0,8	-0,9	-2,4	-0,8	-12,1	
EBIT	0,7	-21,6	11,9	-14,8	20,6	-13,9	13,0	-5,3	17,8	-13,5%
Marża EBIT	0,4%	-17,7%	7,3%	-11,3%	11,0%	-10,7%	7,4%	-3,7%	8,9%	-2,1 p.p.
zysk netto razem	8,7	-17,7	6,8	-11,9	11,0	-12,2	8,5	-8,9	15,7	43,1%
Marża zysku netto	5,1%	-14,5%	4,2%	-9,1%	5,8%	-9,4%	4,8%	-6,1%	7,8%	+2 p.p.
Liczba sklepów	350	346	331	322	319	297	295	292	284	-11,0%
Powierzchnia sklepów (tys. m <sup>2</sup> )	39,5	39,0	37,1	36,3	36,1	33,9	33,8	33,5	33,0	-8,6%
EBIT sklepów * MSR17	28,6	-2,3	28,3	6,3	44,0	6,3	37,2	15,7	58,1	32,0%
Vistula	8,0	-1,7	10,4	1,1	12,9	-0,1	12,7	4,2	17,7	37,2%
Bytom	7,4	-3,4	10,3	1,8	13,9	0,8	14,7	5,8	20,7	48,9%
Wólczanka	8,0	0,2	5,0	2,0	12,3	3,4	7,3	4,1	15,1	22,8%
Deni Cler	5,2	2,6	2,6	1,4	4,9	2,2	2,5	1,6	4,6	-6,1%

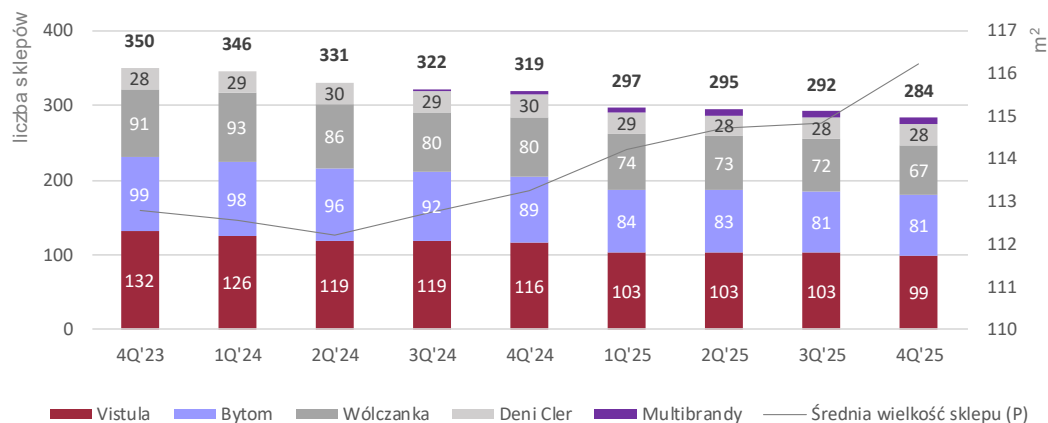
mln PLN

\*- zgodnie z podejściem Grupy: zysk sklepów bez kosztów centrali

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W segmencie odzieżowym w 4Q'25 zamknięte zostało kolejne 8 sklepów stacjonarnych (w tym 4 franczyzowe i 4 własne), o 2 więcej niż planowano w połowie listopada. Grupa zamyka salony własne nierentowne, choć optymalizacja obejmuje też relokacje i dopasowywanie powierzchni do potrzeb. Negatywem jest dalszy spadek liczby salonów franczyzowych po wyhamowaniu trendu w 2Q'25 i 3Q'25 co wynika z decyzji franczyzobiorców. Model rozliczeń z franczyzobiorcami opiera się na prowizji od sprzedaży, więc ich zamknięcia nie są korzystne z perspektywy VRG (na koniec 2025 było ich 56, spadek o 11 r/r i 4 q/q). Przychody na m<sup>2</sup> segmentu wzrosły jednak o bardzo dobre 16,1% r/r pomimo, że baza 4Q'24 była już znacznie bardziej wymagająca od tej z poprzednich kwartałów - był to pierwszy okres wyraźnej poprawy wyników po porzuceniu starej strategii. Ostatecznie przychody segmentu wzrosły o dobre 6,7% r/r pomimo powierzchni sprzedaży niższej o 8,6%. Udział sprzedaży online był zbliżony r/r (26,5%).

### Sieć sprzedaży segmentu odzieżowego



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Dobry był też poziom marży brutto ze sprzedaży, który wyniósł 62,9% i wzrósł o 0,9 p.p. r/r, co możliwe było dzięki lepszym warunkom zakupowym i mniejszemu poziomowi promocji. Kolekcja jesień-zima 25/26 była bardzo dobrze przyjęta - zaprocentowały zmiany w kolekcjach, mocniejszy nacisk na ofertę formalną, większy udział kolekcji nowych, większe nakłady marketingowe, poprawa zatowarowania. W Vistuli sukcesem okazała się kolekcja damska, której udział w sprzedaży marki wzrósł do 17% tj. o 5 p.p. więcej r/r, a marka planuje dalszy rozwój tej oferty. W Bytomiu bardzo dobrze sprzedawała się oferta formalna. Z kolei w Wólczance główną przyczyną wzrostu była dobra sprzedaż swetrów dzięki chłodnej pogodzie.

Dzięki zamknięciom powierzchni i innym oszczędnościom kosztowym, koszty SG&A właściwie nie zmieniły się r/r (-0,5% r/r), co przy wyższych przychodach i lepszej marży brutto pozwoliło na poprawę zysku ze sprzedaży o 51%, do 29,9 mln PLN. Pod tym wynikiem spółka zaksięgowiała już wspomniane wysokie odpisy na zapasy i w efekcie zysk EBIT segmentu spadł o 13,5%.

Wynik EBIT sklepów MSR17 (zgodnie z podejściem Grupy: zysk sklepów bez kosztów centrali) w podziale na marki najistotniej poprawił Bytom (+48,9% r/r) oraz Vistula (+37,2% r/r), istotnie poprawiła go też Wólczanka (+22,8% r/r). Jediną marką, która odnotowała spadek jest Deni Cler (-6,1% r/r). Zarząd ma nadzieję na zatrzymanie negatywnej tendencji w Deni Cler w kolejnych okresach. VRG nadal poszukuje kupca na tę markę posiadającą 28 salonów, jednak nie zakłada pozyskania inwestora w krótkiej perspektywie.

Segment jest wspierany działaniami marketingowymi. Wydatki na marketing offline segmentu odzieżowego wyniosły w 2025 r. 14,8 mln (+62,6% r/r), a w samym 4Q'25 5,1 mln PLN (+37,8% r/r). Vistula i Bytom przeprowadziły w marcu, kwietniu i maju bieżącego roku kampanie telewizyjne. Ponadto kontynuowane są działania w mediach cyfrowych i społecznościowych, wzmacniana jest widoczność salonów stacjonarnych w centrach handlowych. Według deklaracji Zarządu, koszty marketingu jako procent sprzedaży nie mają w bieżącym roku już istotnie rosnąć

## Zakończone przejęcie Lilou

8 stycznia domknięta została transakcja przejęcia sieci Lilou (umowa przedwstępna podpisana była w lipcu 2025 r.). Lilou to polska marka jubilerska założona w 2008 r., która oferuje biżuterię z możliwością indywidualnego grawerunku oraz akcesoria. Cenowo oferta Lilou plasuje się poniżej oferty W.KRUK i ma młodszą grupę docelową. Marka pozostanie niezależna, z odrębną siecią sprzedaży. Operacyjnie zaangażowana w Lilou pozostanie założycielka - Magdalena Mousson-Lesang. Do Zarządu Lilou dołączyły natomiast już dwie menedżerki z Grupy VRG.

Cena jaką VRG zapłaciła za Lilou ostatecznie wyniosła 116,3 mln PLN i będzie podlegać korekcie wynikającej z przeliczenia kapitału obrotowego i dług netto po zamknięciu transakcji. W transakcji uzgodniono również earn-out, uzależniony od przyszłych wyników grupy Lilou, przewidujący obowiązek zapłaty na rzecz sprzedającego kwoty nie wyższej niż 30 mln PLN.

Sieć liczyła na moment przejęcia 45 lokali. W planach VRG jest otwieranie między 5 a 10 nowych lokalizacji rocznie, zarówno nowych jak i poprzez relokacje do galerii handlowych. W samym 2026 planowane jest zwiększenie sieci do 55 salonów. Na dziś zakładany jest rozwój sieci wyłącznie w Polsce.

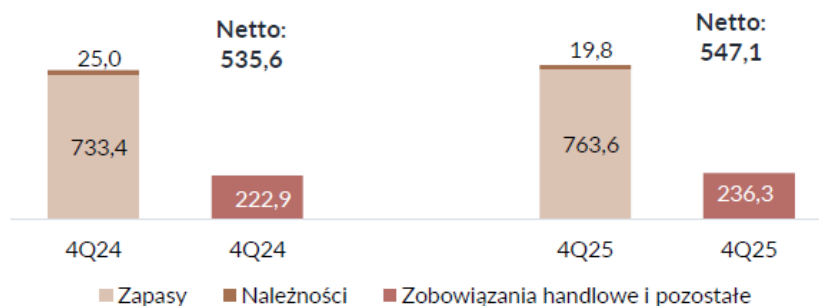
Założeniem VRG jest osiągnięcie do końca 2027 r. rocznego lub średniorocznego EBITDA Lilou w wysokości 17,7 mln PLN - zgodnie z mechanizmem earn-out (zgodnie z polskimi standardami rachunkowości, z uwzględnieniem korekt transakcyjnych).

Szacujemy, że marża brutto ze sprzedaży Lilou jest zdecydowanie wyższa niż w W.KRUK (ok. 52%) dzięki czemu marża brutto segmentu jubilerskiego od 1Q'26 wyraźnie wzrośnie. Wynika to z charakteru produktu sprzedawanego przez Lilou - bardziej modowego i młodzieżowego co niesie za sobą zastosowanie metali nieszlachetnych i innych mało szlachetnych materiałów. Marża EBITDA MSR17 w naszych założeniach wyniesie ok. 16-17%, a marża EBITDA MSSF16 Lilou może wynieść ok. 23-28%. Zakładamy utrzymanie takiej rentowności w kolejnych latach, przy rosnącej liczbie lokali i rosnących przychodach.

## Istotne zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w W.KRUK

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy VRG jest uzależnione w istotnej mierze od wysokości zapasów. Ich stan na koniec 2025 r. wynosił 763,6 mln PLN, przy 19,8 mln PLN należności handlowych i 236,3 mln PLN zobowiązań handlowych, co dało kapitał obrotowy netto w wysokości 547,1 mln PLN.

### Kapitał obrotowy w grupie VRG



Źródło: VRG, prezentacja po 4Q'25

W segmencie jubilerskim zapasy rosną w związku z otwieraniem nowej powierzchni, planami kolejnych otwarć oraz w efekcie wzrostu cen kruszców. Szacujemy, że segment wraz z dalszym wzrostem sieci W.KRUK oraz w związku z istotnym wzrostem cen metali szlachetnych będzie nadal zgłaszał istotne zapotrzebowanie kapitałowe z przeznaczeniem na wzrost zapasów. Przypomnijmy, że rotacja zapasów w segmencie jest długa i wynosi ok. 1,5 roku co wynika z modelu biznesowego - zapas wolno rotuje, ale nie wychodzi szybko z mody jak odzież, dzięki czemu nie wymaga istotnych odpisów, a biznes generuje dobre zwroty. Bieżący wzrost cen kruszców w związku z tym nie przekłada się od razu na wzrost nominalnej wyceny zapasów, a jest rozłożony w czasie. Przy dzisiejszej wycenie metali szlachetnych szacujemy wzrost zapasów W.KRUK po ok. 100 mln PLN rocznie w 2026 r. i 2027 r. oraz wolniejszy wzrost w kolejnych latach. Wzrost zobowiązań handlowych tylko częściowo będzie w stanie pokryć to zapotrzebowanie. Zakładamy, że przejęcie Lilou w niewielkim stopniu podwyższy poziom zapasów ze względu na niską wartość bilansową sprzedawanych w tej sieci produktów.

W segmencie odzieżowym w 2025 r. Grupa dokonała optymalizacji zapasu (zapas na m2 spadł o 15,8% r/r), zmniejszyła powierzchnię sprzedaży, masowo wyprzedala zapas o niskim potencjale rotacji i odnotowała dobrą odsprzedaż kolekcji jesień-zima. W związku z tym szacujemy, że w zapasach segmentu odzieżowego jest duży udział towaru nowego, co dobrze rokuje na kolejne kwartały. Nie zakładamy istotnego wzrostu poziomu zapasów tego segmentu, ale już też nie zakładamy dalszego spadku.

## Udany start sezonu wiosna-lato 2026 w segmencie odzieżowym

Według Zarządu, segment odzieżowy zanotował bardzo udany start sezonu wiosna-lato. Kolekcja weszła do sprzedaży o czasie, w zaplanowanej strukturze, z odpowiednią komunikacją marketingową i był to, według zarządu, operacyjnie jeden z lepszych startów kolekcji w ostatnich latach. Jest to w naszej opinii bardzo pozytywna informacja, gdyż spółce zdarzały się w poprzednich latach nieudane debiuty kolekcji, nietrafione kolekcje czy zbyt niskie zatowarowanie o dużym udziale kolekcji starszych. Przyjęta strategia rozwoju segmentu odzieżowego, która zadziałała jest więc egzekwowana w kolejnym sezonie.

W kolejnych kwartałach nadal widzimy przestrzeń do poprawy wyników segmentu odzieżowego, pomimo bardziej wymagającej bazy. Przestrzeń do poprawy widzimy w szczególności dzięki kolejnym zamknięciom salonów nierentownych (choć nie będzie ich już tak dużo jak w poprzednich okresach), w coraz lepszym dopasowaniu kolekcji do oczekiwań klientów, w stopniowym odzyskiwaniu w oczach klientów dobrego postrzegania marek po słabszych latach 2023-2024.

## Plany na 2026 r.

Bieżący rok ma być okresem stabilizacji i utrwalania modelu biznesowego opartego na dwóch silnych segmentach: jubilerskim i odzieżowym.

Grupa VRG zakłada w 2026 wzrost sprzedaży w obu segmentach i poprawę marży brutto Grupy, przy utrzymaniu pod kontrolą kosztów operacyjnych. Rosnąć ma rentowność operacyjna.

W 2026 r. Grupa zaplanowała najwyższy w historii CAPEX, w wysokości 56,4 mln PLN (+28,6% r/r, pomijając nabycie Lilou). Wydatki te mają się skupiać na nowych otwarciach, modernizacjach istniejących salonów oraz wydatkach na infrastrukturę wspierającą procesy zarządzania biznesem.

Grupa nie wyklucza kolejnych akwizycji. Zakładamy, że jeśli miałyby miejsce to dotyczyłyby segmentu jubilerskiego.

### Segment jubilerski

W 2026 r. planowane jest otwarcie 20 nowych salonów W.KRUK oraz modernizacje salonów. Salony w Polsce będą, podobnie jak w 2025 r., otwierane w słabszych lokalizacjach od dotychczasowych ze względu na wysokie nasycenie salonami w najlepszych galeriach.

Polska jest i będzie kluczowym rynkiem dla W.KRUK. Spółka od 2023 r. jest jednak obecna też na rynku węgierskim, na którym na koniec 2025 r. miała już 15 salonów (+6 r/r) i planowane są kolejne otwarcia - po kilka otworzyć rocznie. Już dziś W.KRUK jest największym jubilerem na węgierskim rynku. Osiągnięty został próg rentowności sieci na Węgrzech rozumiany jako dodatni „EBIT sklepów” tj. zysk operacyjny bez uwzględniania kosztów centrali. VRG nie zakłada, osiągnięcia break even z uwzględnieniem kosztów centrali jeszcze w 2026 r. ze względu na dalszy planowany rozwój na tym rynku oraz niską dojrzałość sieci.

Grupa planuje zwiększenie liczby salonów Lilou o 10 - z 45 do 55 lokalizacji. Realizowany ma być również proces stopniowego przenoszenia wybranych sklepów ulicznych Lilou do galerii handlowych.

### Segment odzieżowy

W 2026 roku segment odzieżowy ma kontynuować działania, które w latach 2024–2025 przełożyły się na poprawę efektywności. Priorytetem ma być dalsza poprawa rentowności tego segmentu poprzez wzrost sprzedaży, poprawę marży oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej.

Planowana jest kontynuacja zamknięć salonów choć zdecydowanie wolniejsza niż w poprzednich latach (-9 lokalizacji w 2026 r. vs. -35 w 2025 r.). Grupa chce inwestować w modernizację sieci, kontynuować selektywne podejście do otwarć nowych lokalizacji, koncentrując się na poprawie efektywności istniejącej sieci oraz ograniczaniu wpływu nierentownych punktów sprzedaży.

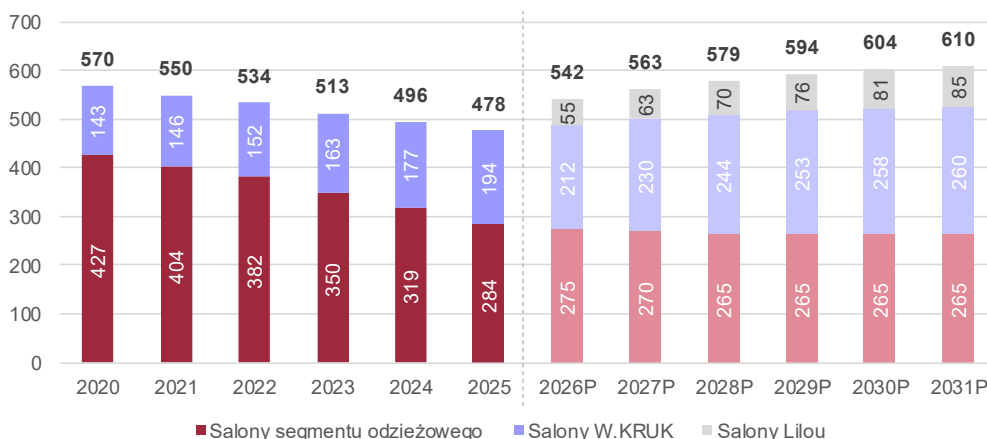
W zakresie omnichannel rosnąć ma integracja sieci off-line i on-line, wprowadzone mają zostać odbiory i zwroty w salonach. Grupa planuje dalszy rozwój możliwości CRM co ma prowadzić do poprawy efektywności sprzedaży omnichannel.

Istotnym obszarem ma być zarządzanie wielkością i strukturą zapasu, w tym dalsze ograniczanie udziału zapasów nieefektywnych, poprawa rotacji i odsprzedaży kolekcji oraz lepsze planowanie oferty. Działania te będą uzupełnione o dalszą racjonalizację polityki rabatowej i przecen.

## Nasze założenia na kolejne okresy

Po 2027 r. zakładamy spowolnienie tempa otwarć salonów W.KRUK, a ostatecznie dojście do ok. 260 salonów w W.KRUK w Polsce i za granicą. W Lilou zakładamy 10 otwarć w roku bieżącym (zgodnie z komunikacją spółki), a następnie w każdym kolejnym roku nieco mniejszą ilość i ostatecznie dojście do 90 lokali w 2033 r. W segmencie odzieżowym zakładamy dojście do poziomu 265 lokali w 2028 r., a w kolejnych latach utrzymanie tego poziomu.

### Liczba salonów stacjonarnych VRG - historyczne i założenia na kolejne lata



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W W.KRUK zakładamy dalszy stabilny wzrost przychodów, przy rosnących nominalnie zyskach operacyjnych, ale przy spadającej rentowności. Jak przyznał na konferencji Zarząd, marża W.KRUK w 2026 r. może być pod presją ze względu na wyższe ceny zakupów. Zarząd ma jednak nadzieję, że odchylenia marży brutto nie będą istotne. Otwarcia nowych punktów W.KRUK będą w kolejnych latach, podobnie jak w roku bieżącym, skupione na słabszych lokalizacjach w Polsce (ze względu na nasycenie sieci w najlepszych lokalizacjach) oraz na Węgrzech gdzie marka nie posiada takiej pozycji jak w Polsce. W średnim okresie zakładamy, że spółka będzie w stanie zbudować markę na tym rynku, dołoży do oferty również zegarki oraz poprawi wyniki dzięki dźwigni operacyjnej (już dziś zbudowano procesy i bazę kosztową która może obsłużyć większą ilość sklepów) dzięki czemu przebieje operacyjny poziom break-even i zacznie pozytywnie kontrybuować do wyników Grupy. Jak już wspomnieliśmy wyżej, w W.KRUK zakładamy istotny przyrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

W Lilou zakładamy istotny wzrost sieci, a wraz z nią analogiczny wzrost przychodów. VRG planuje skupić się na otwarciach w galeriach handlowych i przenosinach salonów ulicznych Lilou do galerii. Model biznesowy Lilou jest już dziś wysoce rentowny i zakładamy, że ta rentowność zostanie utrzymana. W Lilou nie zakładamy istotnego wzrostu wartości zapasów ze względu na ich niską wycenę bilansową.

W segmencie odzieżowym oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów tj. dalszej poprawy sprzedaży na m2 i dalszej poprawy rentowności operacyjnej, choć na poziomie zysku ze sprzedaży oczekujemy już wyraźnie słabszej dynamiki niż w 2025 r. Zakładamy niższe saldo odpisów na zapasach - łącznie w bieżącym roku w wysokości ok. 10 mln PLN. Jeśli taki scenariusz się zrealizuje, to zysk EBIT ma szansę na istotną poprawę w bieżącym roku.

W efekcie przejęcia sieci Lilou oraz ze względu na wysokie potrzeby finansowania kapitału obrotowego, spółka istotnie zwiększy zadłużenie w roku bieżącym (już na początku roku zaciągnęła 94,5 mln PLN kredytu długoterminowego na przejęcie Lilou) i w naszej ocenie nie będzie skora do wypłacania wysokiej dywidendy w najbliższych latach. Podkreślić chcemy jednak fakt, że VRG posiada bardzo wysoką zdolność kredytową i zakładane przez nas zadłużenie jest dalekie od poziomów niebezpiecznych. W naszych założeniach przyjmujemy, że spółka w najbliższych trzech latach będzie wypłacać 20% skonsolidowanego wyniku netto. Nie wykluczamy jednak wstrzymania się od wypłaty dywidendy, szczególnie jeśli spółka jednak pokusiłaby się o kolejną akwizycję.

**Rachunek zysków i strat (mln PLN)**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
<b>przychody netto, w tym:</b>	<b>1 301,7</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 504,8</b>	<b>1 708,7</b>	<b>1 856,4</b>	<b>2 003,5</b>	<b>2 121,7</b>	<b>2 224,8</b>	<b>2 321,3</b>	<b>2 393,1</b>	<b>2 450,8</b>	<b>2 506,9</b>	<b>2 562,2</b>
segment odzieżowy	592,8	604,1	652,5	674,8	689,4	707,7	723,3	745,9	772,9	800,7	820,7	841,2	862,2
segment jubilerski	708,9	770,9	852,3	1 033,9	1 167,0	1 295,7	1 398,4	1 478,8	1 548,4	1 592,5	1 630,2	1 665,7	1 699,9
<b>zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>705,8</b>	<b>762,8</b>	<b>837,0</b>	<b>968,2</b>	<b>1 060,8</b>	<b>1 150,1</b>	<b>1 218,2</b>	<b>1 278,6</b>	<b>1 335,6</b>	<b>1 379,1</b>	<b>1 414,1</b>	<b>1 447,4</b>	<b>1 479,7</b>
segment odzieżowy	333,6	355,3	392,4	408,3	420,5	431,7	441,2	455,0	471,4	488,4	500,6	513,1	526,0
segment jubilerski	372,2	407,5	444,5	559,9	640,3	718,3	777,0	823,6	864,1	890,7	913,5	934,3	953,7
marża brutto ze sprzedaży	54,2%	55,5%	55,6%	56,7%	57,1%	57,4%	57,4%	57,5%	57,5%	57,6%	57,7%	57,7%	57,8%
koszty SG&A	586,0	639,9	684,5	792,5	866,6	938,0	992,7	1 041,0	1 085,7	1 121,7	1 150,4	1 177,7	1 204,1
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-7,7	3,0	-14,9	-10,0	-8,3	-8,5	-8,7	-9,0	-9,3	-9,6	-9,8	-10,1	-9,3
<b>EBIT</b>	<b>112,1</b>	<b>125,9</b>	<b>137,6</b>	<b>165,7</b>	<b>185,9</b>	<b>203,6</b>	<b>216,9</b>	<b>228,6</b>	<b>240,6</b>	<b>247,8</b>	<b>253,9</b>	<b>259,6</b>	<b>266,2</b>
marża EBIT	8,6%	9,2%	9,1%	9,7%	10,0%	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
<b>EBITDA</b>	<b>239,4</b>	<b>260,1</b>	<b>273,6</b>	<b>326,2</b>	<b>353,9</b>	<b>379,8</b>	<b>399,4</b>	<b>416,7</b>	<b>433,1</b>	<b>444,1</b>	<b>453,9</b>	<b>464,0</b>	<b>475,4</b>
marża EBITDA	18,4%	18,9%	18,2%	19,1%	19,1%	19,0%	18,8%	18,7%	18,7%	18,6%	18,5%	18,5%	18,6%
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>105,9</b>	<b>143,0</b>	<b>154,2</b>	<b>191,6</b>	<b>214,4</b>	<b>233,5</b>	<b>246,3</b>	<b>257,1</b>	<b>267,8</b>	<b>273,8</b>	<b>278,8</b>	<b>284,3</b>	<b>291,2</b>
marża EBITDA skorygowana*	8,1%	10,4%	10,2%	11,2%	11,5%	11,7%	11,6%	11,6%	11,5%	11,4%	11,4%	11,3%	11,4%
saldo przychodów i kosztów finansowych	12,9	-14,9	-14,5	-32,0	-32,3	-30,8	-28,4	-25,1	-21,8	-19,7	-18,0	-17,0	-18,0
różnice kursowe	25,5	3,6	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	-6,2	-10,1	-12,1	-13,1	-13,2	-13,4	-14,1	-14,7	-15,2	-15,6	-16,1	-16,5	-16,9
pozostałe	-6,4	-8,4	-10,6	-18,9	-19,1	-17,4	-14,4	-10,5	-6,6	-4,1	-2,0	-0,6	-1,1
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>129,4</b>	<b>111,0</b>	<b>123,1</b>	<b>133,7</b>	<b>153,6</b>	<b>172,8</b>	<b>188,4</b>	<b>203,5</b>	<b>218,8</b>	<b>228,1</b>	<b>235,8</b>	<b>242,6</b>	<b>248,2</b>
podatek dochodowy	27,6	24,1	24,9	25,4	29,2	32,8	35,8	38,7	41,6	43,3	44,8	46,1	47,2
<b>Zysk netto</b>	<b>101,7</b>	<b>86,9</b>	<b>98,2</b>	<b>108,3</b>	<b>124,4</b>	<b>140,0</b>	<b>152,6</b>	<b>164,8</b>	<b>177,2</b>	<b>184,8</b>	<b>191,0</b>	<b>196,5</b>	<b>201,1</b>
marża zysku netto	7,8%	6,3%	6,5%	6,3%	6,7%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
liczba akcji	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>	<b>234,5</b>
EPS	0,43	0,37	0,42	0,46	0,53	0,60	0,65	0,70	0,76	0,79	0,81	0,84	0,86

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

\* - EBIT powiększony o amortyzację z wyłączeniem amortyzacji aktywów z tytułu praw do użytkowania (wpływ MSSF16) i pomniejszony o koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

**Bilans (mln PLN)**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>871,4</b>	<b>906,1</b>	<b>934,9</b>	<b>1 104,3</b>	<b>1 134,4</b>	<b>1 187,8</b>	<b>1 206,3</b>	<b>1 220,2</b>	<b>1 231,2</b>	<b>1 240,5</b>	<b>1 250,4</b>	<b>1 259,0</b>	<b>1 269,1</b>
wartość firmy	302,7	302,7	302,7	375,7	375,7	405,7	405,7	405,7	405,7	405,7	405,7	405,7	405,7
inne wartości niematerialne	198,8	198,0	197,5	220,1	219,7	219,3	219,0	218,7	218,5	218,2	218,0	217,8	217,6
rzeczowe aktywa trwałe	75,5	85,2	99,1	137,5	148,0	154,1	154,7	153,2	150,5	147,4	145,2	142,4	139,9
aktywa z tytułu praw do użytkowania	274,5	300,0	315,6	350,7	370,6	388,2	406,2	421,9	435,7	448,2	460,5	472,0	483,8
pozostałe	19,9	20,3	20,1	20,3	20,4	20,5	20,6	20,7	20,8	20,8	20,9	21,0	22,0
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>658,4</b>	<b>775,4</b>	<b>850,8</b>	<b>945,8</b>	<b>1 064,4</b>	<b>1 154,8</b>	<b>1 227,9</b>	<b>1 290,3</b>	<b>1 323,6</b>	<b>1 353,9</b>	<b>1 379,7</b>	<b>1 407,7</b>	<b>1 441,7</b>
zapasy	563,0	733,4	763,6	881,6	988,4	1 065,2	1 125,9	1 173,9	1 212,2	1 240,6	1 266,2	1 291,5	1 317,3
należności	17,1	25,0	19,8	30,8	33,4	36,1	38,2	40,0	41,8	43,1	44,1	45,1	46,1
środki pieniężne i ekwiwalenty	78,1	17,0	67,4	33,5	42,5	53,5	63,9	76,3	69,6	70,2	69,4	71,1	78,3
<b>aktywa razem</b>	<b>1 529,8</b>	<b>1 681,6</b>	<b>1 785,7</b>	<b>2 050,1</b>	<b>2 198,8</b>	<b>2 342,7</b>	<b>2 434,2</b>	<b>2 510,5</b>	<b>2 554,8</b>	<b>2 594,4</b>	<b>2 630,1</b>	<b>2 666,7</b>	<b>2 710,8</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>997,6</b>	<b>1 063,2</b>	<b>1 161,5</b>	<b>1 250,1</b>	<b>1 352,9</b>	<b>1 468,0</b>	<b>1 550,6</b>	<b>1 623,9</b>	<b>1 669,2</b>	<b>1 712,2</b>	<b>1 746,2</b>	<b>1 780,3</b>	<b>1 804,5</b>
<b>zobowiązania i rezerwy</b>	<b>532,2</b>	<b>618,4</b>	<b>624,2</b>	<b>800,0</b>	<b>845,9</b>	<b>874,7</b>	<b>883,6</b>	<b>886,7</b>	<b>885,6</b>	<b>882,2</b>	<b>884,0</b>	<b>886,4</b>	<b>906,3</b>
zobowiązania długoterminowe	185,7	204,8	222,2	321,4	320,1	317,3	314,6	310,5	305,0	313,6	322,0	329,9	338,0
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	179,7	199,3	216,8	240,6	254,1	266,0	278,2	288,8	298,2	306,6	315,0	322,7	330,7
pozostały dług odsetkowy	2,4	1,8	1,1	76,1	61,1	46,1	31,1	16,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
pozostałe	3,7	3,6	4,3	4,7	4,9	5,2	5,4	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1	6,2
zobowiązania krótkoterminowe	346,5	413,6	401,9	478,6	525,8	557,5	568,9	576,2	580,6	568,6	562,0	556,5	568,3
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	101,6	104,3	103,5	114,9	121,3	127,0	132,8	137,9	142,4	146,4	150,4	154,1	157,9
pozostały dług odsetkowy	37,3	74,5	52,9	85,2	97,1	100,1	87,4	74,5	61,4	35,9	17,2	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	112,8	143,5	144,5	167,5	187,8	202,4	213,9	223,0	230,3	235,7	240,6	245,4	250,3
pozostałe	94,8	91,3	101,1	111,1	119,6	128,0	134,8	140,8	146,5	150,6	153,9	157,0	160,1
<b>pasywa razem</b>	<b>1 529,8</b>	<b>1 681,6</b>	<b>1 785,7</b>	<b>2 050,1</b>	<b>2 198,8</b>	<b>2 342,7</b>	<b>2 434,2</b>	<b>2 510,5</b>	<b>2 554,8</b>	<b>2 594,4</b>	<b>2 630,1</b>	<b>2 666,7</b>	<b>2 710,8</b>
BVPS	4,25	4,53	4,95	5,33	5,77	6,26	6,61	6,93	7,12	7,30	7,45	7,59	7,66

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

**Cash flow (mln PLN)**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
wynik netto	101,7	86,9	98,2	108,3	124,4	140,0	152,6	164,8	177,2	184,8	191,0	196,5	201,1
amortyzacja	127,3	134,2	136,1	160,5	168,0	176,1	182,5	188,0	192,5	196,3	200,0	204,4	209,2
amortyzacja aktywów z tytułu praw do użytkowania	105,0	107,1	107,3	121,6	126,2	132,8	139,0	144,9	150,1	154,7	159,0	163,2	167,3
amortyzacja pozostałe	0,0	27,1	28,8	39,0	41,7	43,4	43,5	43,1	42,4	41,6	41,0	41,2	41,9
zmiana kapitału obrotowego	-34,5	-134,8	-7,0	-81,1	-80,9	-56,5	-44,6	-34,9	-27,1	-20,3	-18,5	-18,4	-18,9
<b>przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>210,5</b>	<b>98,3</b>	<b>252,4</b>	<b>201,4</b>	<b>244,1</b>	<b>290,7</b>	<b>319,2</b>	<b>343,3</b>	<b>364,5</b>	<b>380,6</b>	<b>390,7</b>	<b>399,6</b>	<b>407,4</b>
inwestycje (capex)	-39,9	-47,1	-43,8	-56,4	-55,2	-52,5	-47,3	-44,7	-42,8	-41,7	-42,0	-41,6	-42,6
<b>przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-36,3</b>	<b>-38,2</b>	<b>-40,4</b>	<b>-169,3</b>	<b>-51,8</b>	<b>-79,1</b>	<b>-43,9</b>	<b>-41,3</b>	<b>-39,4</b>	<b>-38,3</b>	<b>-38,6</b>	<b>-38,2</b>	<b>-39,2</b>
wypłata dywidendy	-46,9	-21,1	0,0	-19,6	-21,7	-24,9	-70,0	-91,6	-131,9	-141,8	-157,0	-162,4	-176,8
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu dotyczących lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	-119,3	-115,4	-114,0	-121,6	-126,2	-132,8	-139,0	-144,9	-150,1	-154,7	-159,0	-163,2	-167,3
zmiana pozostałego zadłużenia odsetkowego	-15,1	32,0	-26,9	107,3	-3,0	-12,1	-27,6	-27,9	-28,1	-25,5	-18,7	-17,2	0,0
<b>przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-191,9</b>	<b>-121,1</b>	<b>-161,7</b>	<b>-66,0</b>	<b>-183,2</b>	<b>-200,5</b>	<b>-265,1</b>	<b>-289,6</b>	<b>-331,8</b>	<b>-341,7</b>	<b>-352,9</b>	<b>-359,8</b>	<b>-361,1</b>
<b>zmiana gotówki netto</b>	<b>-17,8</b>	<b>-61,1</b>	<b>50,3</b>	<b>-33,9</b>	<b>9,1</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>7,2</b>
DPS	0,20	0,09	0,00	0,08	0,09	0,11	0,30	0,39	0,56	0,60	0,67	0,69	0,75
CEPS*	0,45	0,51	0,59	0,68	0,77	0,84	0,90	0,95	1,00	1,03	1,06	1,08	1,10
FCFPS	0,04	-0,27	0,33	-0,39	0,19	0,25	0,49	0,58	0,66	0,72	0,74	0,76	0,77

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

\* - (zysk netto + amortyzacja bez amortyzacji aktywów z tytułu praw do użytkowania + koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych) / liczba akcji

**Wskaźniki**

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
zmiana sprzedaży	2,2%	5,6%	9,4%	13,5%	8,6%	7,9%	5,9%	4,9%	4,3%	3,1%	2,4%	2,3%	2,2%
zmiana EBITDA	-4,4%	8,7%	5,2%	19,2%	8,5%	7,3%	5,2%	4,3%	3,9%	2,5%	2,2%	2,2%	2,5%
zmiana EBIT	-20,3%	12,3%	9,3%	20,5%	12,2%	9,5%	6,5%	5,4%	5,2%	3,0%	2,4%	2,3%	2,5%
zmiana zysku netto	9,4%	-14,6%	13,1%	10,2%	14,9%	12,5%	9,0%	8,0%	7,5%	4,2%	3,4%	2,9%	2,3%
marża EBITDA	18,4%	18,9%	18,2%	19,1%	19,1%	19,0%	18,8%	18,7%	18,7%	18,6%	18,5%	18,5%	18,6%
marża EBIT	8,6%	9,2%	9,1%	9,7%	10,0%	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
marża netto	7,8%	6,3%	6,5%	6,3%	6,7%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
sprzedaż/aktywa (x)	0,85	0,82	0,84	0,83	0,84	0,86	0,87	0,89	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95
zadłużenie* / kapitał (x)	4,0%	7,2%	4,6%	12,9%	11,7%	10,0%	7,6%	5,6%	3,7%	2,2%	1,0%	0,1%	0,1%
odsetki** / EBITDA skorygowana	2,6%	3,3%	3,9%	5,8%	5,4%	4,6%	3,6%	2,5%	1,5%	0,9%	0,4%	0,1%	0,0%
stopa podatkowa	21,4%	21,7%	20,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	10,2%	8,2%	8,5%	8,7%	9,2%	9,5%	9,8%	10,2%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%
ROA	6,6%	5,2%	5,5%	5,3%	5,7%	6,0%	6,3%	6,6%	6,9%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%
dług (gotówka) netto (mln PLN)*	-38,5	59,3	-13,4	127,7	115,7	92,6	54,7	14,3	-7,1	-33,2	-51,2	-70,1	-77,2

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

\* - zadłużenie bez zobowiązań z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych

\*\* - odsetki bez odsetek od zobowiązań z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych

## Czynniki ryzyka

- ❑ **Przejęcie Lilou** - 8 stycznia domknięta została transakcja przejęcia sieci Lilou (umowa przedwstępna podpisana była w lipcu 2025 r.). Lilou to polska marka jubilerska założona w 2008 r., która oferuje biżuterię z możliwością indywidualnego grawerunku oraz akcesoria. Zarząd motywując transakcję wskazał, że uważa segment jubilerski za atrakcyjny pod kątem uzyskiwanych zwrotów z kapitału i widzi znaczący potencjał rozwoju Lilou, w tym poprzez ekspansję sieci. W planie Grupy jest otwarcie w 2026 r. 10 nowych lokalizacji, a w kolejnych latach 5-10 rocznie (w tym relokacje). Dostrzegamy ryzyko, że potencjał wzrostu Lilou może okazać się niższy od założeń Zarządu, co może oznaczać przepłacenie za dokonane przejęcie.
- ❑ **Dalsze zamknięcia lokali odzieżowych przez franczyzobiorców** - kanał franczyzowy w segmencie odzieżowym działa w modelu dzielenia się z franczyzobiorcą prowizją od sprzedaży. Po 2020 r. słabszy popyt na odzież formalną, słabsze kolekcje i wysoka konkurencja wpłynęły na istotną falę zamknięć sklepów z inicjatywy franczyzobiorców i nie można wykluczyć, że zamknięcia będą kontynuowane. Pozytywne zmiany w kolekcjach powinny jednak przeciwdziałać temu trendowi.
- ❑ **Fiasko na rynku Węgierskim** - w 2023 r. W.KRUK wszedł na rynek Węgierski i dziś posiada już na nim 15 lokali, a planowane są kolejne otwarcia. Póki co segment nie przynosi zysków. Dostrzegamy ryzyko, że zakładana poprawa wyników tych salonów może nie nastąpić, a marka W.KRUK może nie przyjąć się na tym rynku.
- ❑ **Rosnąca konkurencja** - widzimy ryzyko wzrostu konkurencji, szczególnie w wysoce dochodowym segmencie jubilerskim. Główni konkurenci W.KRUK rozwijają sieć sprzedaży w Polsce i za granicą.
- ❑ **Słaby odbiór kolekcji** - czynnikiem sukcesu firmy zarówno odzieżowej, jak i jubilerskiej jest wyczuwanie trendów mody i aktualnych preferencji konsumentów. Istnieje ryzyko, że poszczególne kolekcje lub część oferty może odbiegać od oczekiwań klientów w danym sezonie, co może powodować problemy ze zbytem, konieczność obniżania cen lub dokonania odpisów na części zapasów. Historycznie VRG zdarzało się mieć słabsze kolekcje co istotnie wpływało na wyniki.
- ❑ **Przestarzały zapas** - zbyt duże zatowarowanie i nietrafione modele asortymentu mogą wpływać na „starzenie się” zapasów rozumianego jako wychodzenie asortymentu z mody, co może skutkować wymuszonymi wyprzedażami i odpisami.
- ❑ **Walutowe** - zdecydowaną większość przychodów VRG uzyskuje z polskim złotym, natomiast istotna część kosztów ponoszona jest w walutach obcych. Zakupy w 2025 r. dzieliły się w 31% na PLN, 29% USD, 22% EUR i 18% CHF. Czysze z kolei opłacane są w EUR i dlatego wynik jest najbardziej wrażliwy na zmiany kursu EUR/PLN. Osłabienie złotówki do wskazanych walut przekłada się na wzrost kosztów działalności VRG oraz uwzględnianie w przychodach lub kosztach finansowych różnic kursowych. Wynik netto jest szczególnie wrażliwy na różnice kursowe wynikające z wyceny zobowiązania leasingu lokali handlowych i powierzchni biurowych (wpływ MSSF16), co w niemal każdym kwartale dodaje lub odejmuje od wyniku netto od kilku do kilkunastu milionów złotych.
- ❑ **Ceny metali szlachetnych i jubilerskich kamieni szlachetnych** - koszty zakupu i wytworzenia towarów w segmencie jubilerskim oraz ceny produktów oferowanych przez konkurencję W.KRUK są w istotnym stopniu uzależnione od cen surowców tj. głównie złota, srebra i jubilerskich kamieni szlachetnych. Wahania ich cen mogą więc w istotny sposób wpływać na przychody i generowane marże. W ostatnich latach VRG zachowywało mniej więcej stałą marżę w segmencie jubilerskim pomimo wzrostu cen metali i wzrostu udziału w sprzedaży niższej marżowych zegarków, jednak w przyszłości taka zależność może nie zostać zachowana.
- ❑ **Makroekonomiczne** - popyt na produkty VRG uzależniony jest od sytuacji gospodarstw domowych: wzrostu zarobków, poziomu bezrobocia, poziomu optymizmu konsumentów, czy inflacji i poziomu stóp procentowych. Potencjalne pogorszenie sytuacji konsumentów może przełożyć się na mniejszą sprzedaż VRG.

**Rekomendacje BM Banku Millennium w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołyński
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gaw kow ski
IMS	Kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	Kupuj	12 w rz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyński
Shoper	Akumuluj	15 w rz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyński
11 bit studios	Akumuluj	12 w rz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gaw kow ski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 w rz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
IMS	Kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
Ambra	Akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gaw kow ski
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gaw kow ski
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 kw i 26	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	Kupuj	8 kw i 26	39,00	51,90	Seweryn Żołyński
VRG	Akumuluj	8 maj 26	5,26	6,22	Seweryn Żołyński

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a IFIRMA uczestniczyła w programie do 30 czerwca 2025 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

**Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy**

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	63%
Akumuluj	6	38%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

Nie w ydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

## Biuro Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Adam Zajler**  
+48 22 598 26 88  
adam.zajler@bankmillennium.pl

**Analityk**  
przemysł, technologie, media

**Łukasz Bugaj, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Grzegorz Gawkowski**  
+48 22 598 26 05  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Seweryn Żołyński, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

**Analityk**  
handel, deweloperzy

## Departament Sprzedaży

**Radosław Zawadzki**  
+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

**Dyrektor**

**Arkadiusz Szumilak**  
+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+48 22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

**Leszek Iwaniec**  
+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

**Marek Pszczółkowski**  
+48 22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

### Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.

ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip  
02-593 Warszawa Polska

#### Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, ryzykiem wyeliminowania jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

#### Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepszej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

#### Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występują) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper, 11Bit Studios i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

#### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 8 maja 2026 r. o godzinie 10:15 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 8 maja 2026 r. godzina 10:30

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.