

VRG

kupuj

handel

poprzednia rekomendacja: kupuj¹

Cena rynkowa²: 4,45

Cena docelowa: 5,57

Grupa VRG znów staje na dwóch nogach

VRG jest Grupą skupiającą 5 marek w dwóch segmentach: jubilerski W.KRUK i odzieżowe marki tradycyjnie kojarzone z męską modą formalną tj. Vistula, Bytom, Wólczanka, oraz oferującą odzież dla kobiet markę Deni Cler. W naszej ocenie znacznie istotniejszym źródłem wartości VRG jest sieć jubilerska W.KRUK, która nie dość, że dostarcza bardzo dobre wyniki, to ma przy tym potencjał rozwoju, a segment niedługo zostanie wzmocniony przez nabycie sieci Lilou. Segment odzieżowy, od wybuchu pandemii zmagając się z osłabieniem popytu na odzież formalną, a w ostatnich latach również z konsekwencjami serii błędnych decyzji strategicznych. Jednak po porzuceniu nietrafionej strategii, ciemne chmury zaczynają się nad nim rozrzedzać i pojawia się realna szansa, że i on zacznie na trwałe pozytywnie kontrybuować do wyniku Grupy VRG.

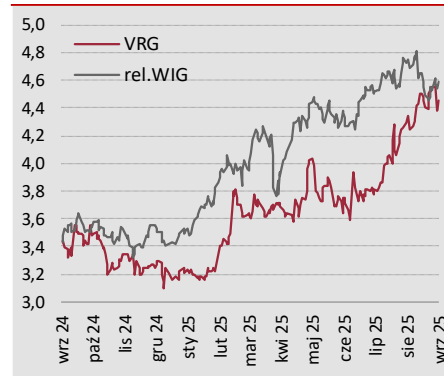
Wracamy do wydawania rekomendacji dla VRG od zalecenia „kupuj” z ceną docelową 5,57 PLN za akcję, co oznacza potencjał wzrostu kursu w wysokości 25,2%².

Choć VRG często kojarzone jest bardziej z segmentem odzieżowym, to już nawet na poziomie sprzedaży w Grupie od 2023 r. dominuje segment jubilerski, który w 2024 r. wygenerował 56% sprzedaży, a zakładamy, że jego udział będzie się jedynie zwiększał, zarówno organicznie jak i dzięki przejęciu Lilou. Wydaje się, że z rozbudowaną siecią sprzedaży stacjonarnej W.KRUK w najbliższych latach dotknie „sufitu” jeśli chodzi o rozwój sieci w Polsce i w odpowiedzi na to, marka w 2023 r. weszła na Węgry. Dziś, po 11 otwarciach salonów stacjonarnych, Zarząd planuje dalszą ekspansję. W dłuższym terminie dopuszczamy możliwość wyjścia na kolejne rynki CEE.

Wstępnie pozytywnie odbieramy plany przejęcia posiadającej 43 salony na polskim rynku sieci Lilou, która ofertę kieruje raczej do młodszego klienta i ma niższy poziom cenowy. Zarząd widzi znaczący potencjał rozwoju marki, w tym poprzez ekspansję sieci. Nie znamy jednak dokładnych planów ze względu na zbyt wczesny etap, w związku z czym póki co nie uwzględniamy transakcji w wycenie spółki, ale w przyszłości w naszej opinii, przejęcie daje szansę na rewizję wyceny VRG w górę.

Nie oczekujemy, że segment odzieżowy ma szansę na gonienie segmentu jubilerskiego. W naszych założeniach powrót do wyników sprzed pandemii nie wydarzy się w horyzoncie prognozy. Jednak nawet wyjście na skromny, ale trwały „plus” przy dalszym rozwoju segmentu jubilerskiego daje szansę na istotną poprawę wyników VRG.

Sprzyjająca dla obu segmentów jest obecna dobra i polepszająca się sytuacja konsumenta. Zakładamy, że konsument pozostanie silny w czym wspierać go będzie niska inflacja, wzrost zarobków, dobra sytuacja na rynku pracy i spadające stopy procentowe.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	4,60 / 3,00		
Liczba akcji (mln)	234,5		
Kapitalizacja (mln PLN)	1 043,3		
EV (mln PLN)	1 157,6		
Free float (mln PLN)	250,5		
Średni obrót (mln PLN)	0,38		
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%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	4,5%	22,3%	29,4%
Zmiana WIG	-3,5%	4,9%	32,1%

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 (%)
2024	1 375,0	126,8	261,1	143,9	111,9	87,8	0,37	0,52	4,53	11,88	0,98	2,0%	9,1	8,5%
2025p	1 484,1	143,0	280,3	158,3	126,3	101,2	0,43	0,60	4,97	10,31	0,90	0,0%	8,1	9,1%
2026p	1 603,3	154,6	298,3	172,9	141,3	114,4	0,49	0,66	5,37	9,12	0,83	1,9%	7,5	9,4%
2027p	1 728,4	164,3	313,9	184,1	152,3	123,4	0,53	0,71	5,80	8,46	0,77	2,2%	7,0	9,4%

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

¹ - poprzednia rekomendacja wydana 5 lipca 2023

² - cena rynkowa z dnia 11.09.2025 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

- ❑ W. KRUK jest silnym numerem 2 na polskim rynku jubilerskim, po liderze tj. Apart, a przed Yes i Pandorą. Poza biżuterią i zegarkami dla klienta masowego, sieć ma bardzo mocną ofertę biżuterii i zegarków luksusowych.
- ❑ Zakładamy stabilny popyt na biżuterię masową i w dłuższym terminie rosnący na biżuterię luksusową i zegarki. Według KPMG rynek luksusowej biżuterii i zegarków po słabszym 2024 r. (+4,2% r/r), powinien rosnąć do 2029 r. w tempie średnim 7,5% rocznie.
- ❑ W Polsce W. KRUK jest już obecny w najlepszych lokalizacjach tj. głównie w dużych centrach handlowych. Spółka otwiera kolejne salony, jednak jest to powierzchnia generująca słabszy ruch. „Sufit” jeśli chodzi o liczbę lokalizacji w Polsce może być blisko.
- ❑ Pod koniec 2023 r. W. KRUK wszedł na Węgry, gdzie buduje markę od zera. Posiada już 11 salonów i będzie nadal rozwijać sieć. Na dziś rynek ten przynosi straty. W dłuższym horyzoncie nie wykluczamy wyjścia W. KRUK na kolejne rynki CEE.
- ❑ Zakładamy dalszy wzrost przychodów i zysków segmentu jubilerskiego, przy ciągle dobrej, wysokiej rentowności. Budowa sieci w słabszych lokalizacjach w Polsce oraz rozwój na rynku węgierskim, może jednak negatywnie wpływać na marżę operacyjną, choć jest szansą w dłuższym okresie.
- ❑ Rosnące ceny metali szlachetnych historycznie wpływały na ceny wyrobów jednak nie wpływały na marżę brutto. Z jednej strony rosnące ceny biżuterii na skutek obecnych wzrostów cen surowców mogą wpłynąć na niższy popyt, z drugiej strony widzimy szansę na wyższą sprzedaż, przy wolniej rosnących kosztach SG&A na m².
- ❑ Przed segmentem jubilerskim otwiera się nowa opcja rozwoju dzięki planowanemu przejściu marki Lilou, posiadającej 43 salony na polskim rynku. Zarząd widzi znaczący potencjał rozwoju marki, w tym poprzez ekspansję sieci.

Segment odzieżowy

- ❑ Segment odzieżowy posiada bardzo mocne marki na rynku męskiej mody formalnej w Polsce, choć konkurencja na rynku jest duża i obejmuje sieci wyspecjalizowane w odzieży formalnej monobrandowe, multibrandowe, duże międzynarodowe sieci kojarzone z „fast fashion” posiadające ofertę formalną, jak i lokalne butikiki.
- ❑ Po pandemicznym 2020 r., popyt na modę formalną przesunął się na stałe w dół, w efekcie popularyzacji pracy hybrydowej w biurach oraz „liberalizacji” dress code’u. Zakładamy stabilizację popytu na dzisiejszym poziomie.
- ❑ VRG podjęło nieudane decyzje strategiczne dotyczące otwarcia nowego formatu „Wólczanka Well”, stworzenia bardziej odważnych kolekcji, które się nie przyjęły, nadmiernej optymalizacji zapasów. Ciężko to wynikom w okresie 2023-2024, a segment notował w tym okresie stratę operacyjną.
- ❑ Efektem zmian w popycie i nietrafionych decyzji strategicznych, jest spadek liczby sklepów marek segmentu odzieżowego o 35% względem końca 2019 r. (z 451 do 295).
- ❑ Na początku 2024 r. spółka podjęła decyzję o porzuceniu nietrafionej strategii i powróciła do bardziej klasycznych kolekcji, wycofała się z konceptu Wólczanki Well, zamyka salony nierentowne, zwiększyła zatowarowanie i budżet marketingowy. Efekty działań już widać w wyraźnie poprawiających się wynikach operacyjnych od 4Q’24 r.
- ❑ Grupa poszukuje kupca na najmniejszą z marek tj. Deni Cler Milano. Sprzedaż sieci byłaby naszym zdaniem dobrym ruchem ponieważ przynosi ona straty (-1,2 mln PLN w 2024) i profilem słabo pasuje do pozostałych marek w segmencie odzieżowym.
- ❑ Widzimy dalsze pole do poprawy wyników i szansę na odzyskanie trwałej rentowności segmentu. Nie oczekujemy, że w średnim terminie wyniki wrócą do notowanych przed pandemią, jednak nawet trwałe wyjście segmentu na operacyjny „plus”, przy ciągle dobrych wynikach segmentu jubilerskiego, daje podstawy do optymistycznego spojrzenia na wycenę spółki.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	4
Wycena porównawcza	4
Wycena DCF	5
Model biznesowy i strategia	6
Grupa VRG	8
Segment jubilerski	9
Segment odzieżowy	13
Akcjonariat	20
Polityka dywidendowa	20
Ryzyko walutowe	21
ESG	21
Wyniki finansowe i ich prognozy	23
Czynniki ryzyka	25
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	26

Wycena

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

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1213 mln PLN, czyli 5,17 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1589 mln PLN (6,78 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 1 307 mln PLN, czyli 5,57 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację „kupuj” dla VRG.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	1 213	5,17	75%
Wycena porównawcza	1 589	6,78	25%
Wycena VRG	1 307	5,57	

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	Ticker	Kraj	MC (mIn PLN)	P/E			EV/EBITDA		
				2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Segment jubilerski									
Pandora	PNDORA	Dania	38 994	12,5	11,2	9,8	8,0	7,5	7,0
Signet Jewelers	SIG	USA	13 788	10,7	10,2	9,3	7,0	7,0	6,8
Lao Feng	900905	Chiny	11 628	8,2	7,5	7,0	5,6	5,2	5,1
Vivara Participacoes	VIVA3	Brazylia	4 614	10,9	9,5	8,1	8,5	7,4	6,4
Chow Sang Sang	116	Hong Kong	4 549	6,8	6,6	5,9	5,6	5,5	5,6
Watches of Switzerland	WOSG	Wlk. Brytania	4 153	9,1	9,2	8,4	7,3	6,9	6,1
Segment jubilerski - mediana				9,9	9,3	8,2	7,2	7,0	6,2
Segment odzieżowy									
Inditex	ITX	Hiszpania	618 310	24,7	24,0	22,0	13,3	12,8	12,0
H&M	HMB	Szwecja	92 267	21,7	18,5	17,3	7,6	7,2	7,0
Next	NXT	Wlk. Brytania	72 997	19,0	17,1	15,9	12,2	11,0	10,6
LPP	LPP	Polska	33 963	18,4	17,8	15,6	9,2	8,1	7,0
GAP	GAP	USA	32 608	11,8	11,6	11,1	7,7	7,7	7,5
Hugo Boss	BOSS	Niemcy	12 418	12,2	10,9	9,7	5,2	4,9	4,7
Segment odzieżowy - mediana				18,7	17,4	15,8	8,5	7,9	7,2
Mediana (80% segment jubilerski, 20% segment odzieżowy)				11,7	10,9	9,8	7,4	7,1	6,4
VRG zysk netto (mIn PLN)				101,2	114,4	123,4			
VRG EBITDA (mIn PLN)							280,3	298,3	313,9
Wycena VRG na podstawie poszczególnych wskaźników (mIn PLN)				1180,4	1252,7	1202,9	1968,4	2018,5	1909,8
Wycena				1 588,8					
Liczba akcji (mIn)				234,5					
Wycena na 1 akcję				6,78					

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-09-11 17:00

Wycena DCF

(mln PLN)	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	>2034p
Przychody	1484,1	1603,3	1728,4	1855,1	1966,6	2065,4	2157,3	2229,5	2282,4	2332,0	
EBIT skorygowany *	130,9	143,5	152,8	159,6	165,4	174,9	186,3	198,4	203,0	207,3	
Stopa podatkowa (T)	19,8%	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)	105,0	116,2	123,7	129,2	134,0	141,6	150,9	160,7	164,5	167,9	
Amortyzacja**	27,4	29,4	31,3	32,6	33,1	33,3	33,4	33,3	33,4	34,3	
Zmiana w kapitale obrotowym	-53,8	-54,2	-53,9	-46,7	-41,3	-34,9	-27,7	-18,1	-17,2	-17,7	
CAPEX	-39,5	-40,1	-41,1	-40,4	-37,7	-37,1	-36,4	-35,8	-36,7	-37,6	
FCFF	39,0	51,5	60,1	74,7	88,0	103,0	120,2	140,1	144,0	146,9	
zmiana FCF		31,9%	16,8%	24,3%	17,7%	17,1%	16,6%	16,6%	2,8%	2,0%	2,0%
Dług / Kapitał	3,9%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,6%	3,7%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%
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 nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,03	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt długu	6,6%	5,7%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%
Koszt kapitału własnego	9,8%	8,8%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%
WACC	9,6%	8,7%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%
PV (FCF)	38,0	46,1	49,0	55,4	59,1	62,5	66,3	69,3	64,0	58,6	703,5
Wartość DCF (mln PLN)	1271,9										
(Dług) Gotówka netto	-59,3										
Wycena DCF (mln PLN)	1212,6										
Liczba akcji (mln)	234,5										
Wycena 1 akcji	5,17										

Źródło: BM Banku Millennium

* - w DCF EBIT pomniejszony o koszty finansowe z tyt. 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 2025 – 2034
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5%
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2034 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%
Stopa RF rezydualna	4,5%	5,14	5,34	5,57	5,83	6,13
	5,0%	4,98	5,16	5,36	5,59	5,85
	5,5%	4,83	4,99	5,17	5,37	5,61
	6,0%	4,70	4,84	5,01	5,19	5,39
	6,5%	4,58	4,71	4,86	5,02	5,20
Beta nielewarowana	0,8	5,52	5,74	5,99	6,27	6,60
	1,0	4,83	4,99	5,17	5,37	5,61
	1,2	4,27	4,39	4,53	4,68	4,85

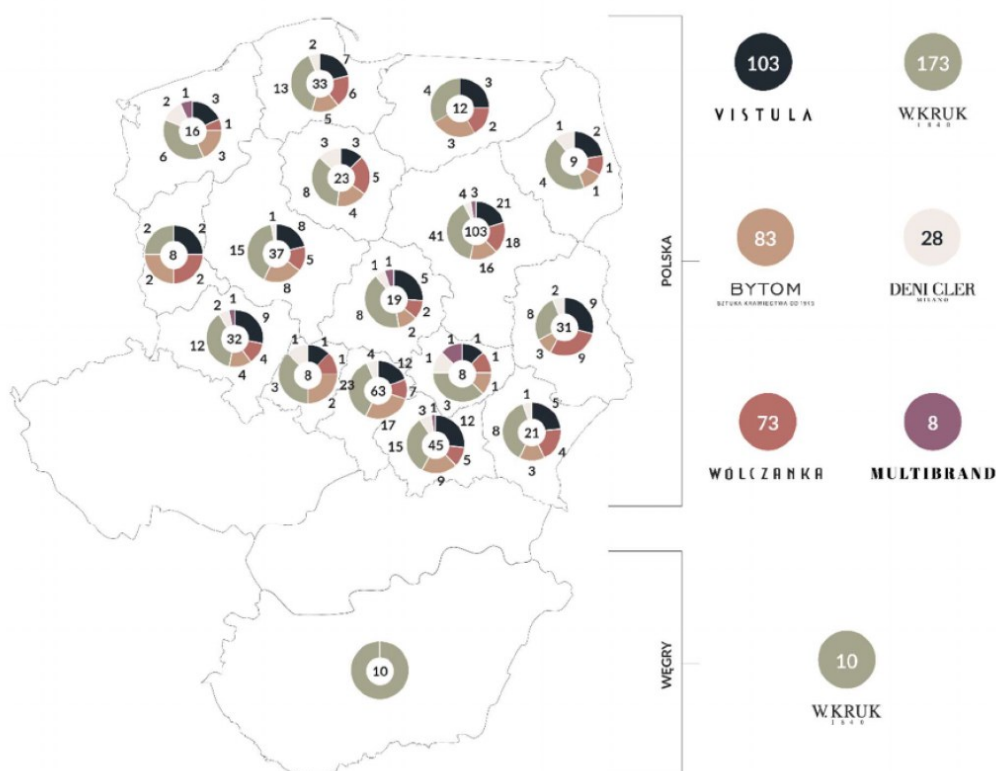
Źródło: BM Banku Millennium

Model biznesowy i strategia

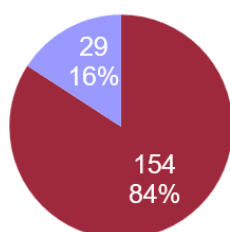
Grupa VRG specjalizuje się w projektowaniu oraz sprzedaży odzieży, z przewagą męskiej odzieży formalnej oraz biżuterii i zegarków. Grupa jest właścicielem 5 marek: jubilerskiej W.KRUK oraz odzieżowych Vistula, Bytom, Wólczanka i Deni Cler Milano. W Grupie zdecydowanie dominuje sprzedaż detaliczna w sieci stacjonarnej i online, a pobocznie występuje śladowa sprzedaż hurtowa (w 2024 r. 1,4% przychodów).

Taka ilość brandów w jednej grupie jest efektem procesów fuzji i przejęć, które rozpoczęły się od połączenia Vistuli z Wólczanką w 2006 r. Następnie w 2008 r., po głośnej transakcji określonej jako pierwsze w historii polskiego rynku wrogie przejęcie, do Grupy dołączył W.KRUK i Deni Cler Milano. 10 lat później, w 2018 roku, doszło do połączenia Grupy z Bytom S.A., a Grupa przyjęła dzisiejszą nazwę: VRG S.A.

W lipcu br. spółka podpisała umowę przedwstępną dotyczącą nabycia drugiej sieci jubilerskiej - grupy Lilou. Zawracie umowy przyrzeczonej powinno nastąpić do marca 2026. Grupa poszukuje również kupca na najmniejszą z marek w segmencie odzieżowym tj. Deni Cler Milano.

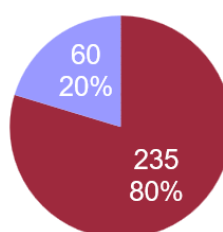


Segment jubilerski



■ Salony własne ■ Salony franczyzowe

Segment odzieżowy



■ Salony własne ■ Salony franczyzowe

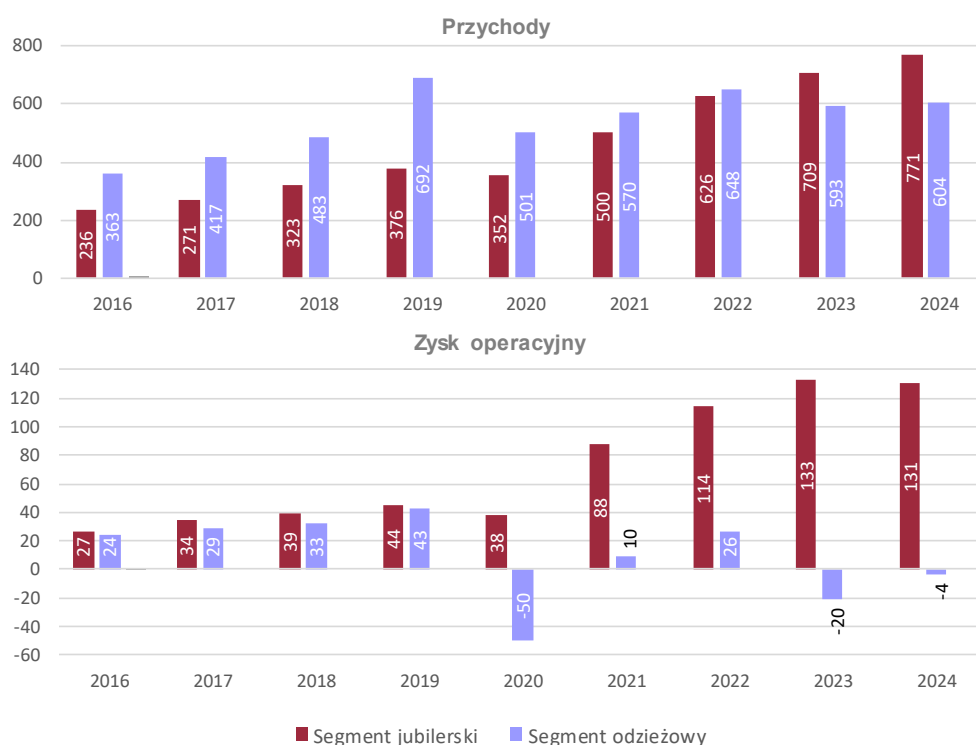
Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Na koniec 2Q'25 spółka posiadała 478 salonów stacjonarnych, w tym 389 salonów własnych i 89 franczyzowych. Model rozliczeń z franczyzobiorcami opiera się na prowizji od sprzedaży. W segmencie jubilerskim W.KRUK posiadał 173 salony w Polsce oraz 10 na Węgrzech, w tym 154 salony były salonami własnymi, a 29 działało w modelu franczyzowym. W segmencie odzieżowym sieć obejmowała 295 salonów w Polsce, w tym 235 salonów własnych i 60 działających w modelu franczyzowym. W segmencie odzieżowym zdecydowana większość sklepów to salony monobrandowe, choć 8 salonów franczyzowych działało w modelu multibrandowym, oferującym kilka marek VRG.

Grupa przez wiele lat nie posiadała sformalizowanej strategii i obecnie również jej nie posiada. Wyjątkiem był okres II półrocza 2023 r. kiedy obowiązywała strategia na lata 2023-2025, opublikowana w czerwcu 2023 r. Została ona jednak odwołana w styczniu 2024 r. ze względu na brak możliwości spełnienia jej założeń (więcej w sekcji poświęconej segmentowi odzieżowemu). Od tamtego momentu działania Grupy Kapitałowej koncentrują się na przywróceniu trwałej rentowności segmentowi odzieżowemu oraz zapewnienie wzrostu segmentowi jubilerskiemu.

W latach przed wybuchem pandemii Covid-19 zysk operacyjny notowany przez oba segmenty był bardzo zbliżony przy czym segment jubilerski notował niższe przychody przy wyższej marży. Pandemia przyniosła zwrot, który w segmencie odzieżowym przyniósł zatrzymanie rozwoju i kilkuletnią flautę wynikową, a w segmencie jubilerskim wprost przeciwnie - trwałą poprawę rentowności i wzrost biznesu, wspierany wzrostem sieci sprzedaży i istotnym rozszerzeniem oferty zegarków.

Przychody i zysk operacyjny segmentów (mln PLN)

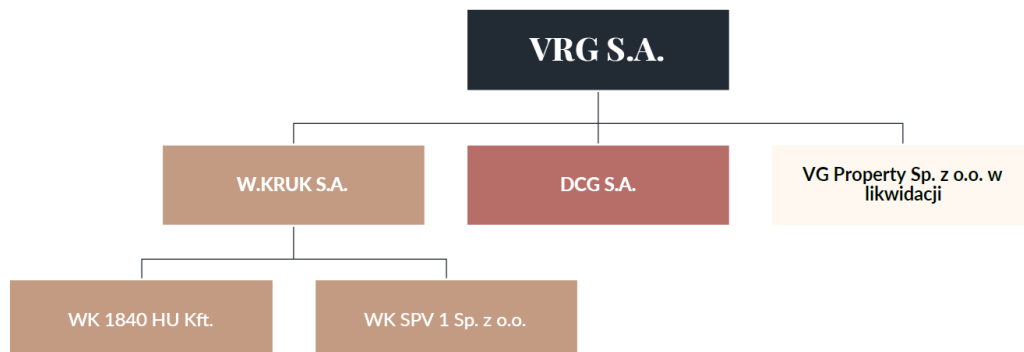


Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W efekcie, pomimo znacznie mniejszej sieci, w naszej ocenie zdecydowanie istotniejszym źródłem wartości Grupy VRG jest dziś sieć sprzedaży i marka W.KRUK, do której niedługo powinna dołączyć druga tj. Lilou. Pomimo dużej sieci sprzedaży i wysoce rozpoznawalnych brandów, segment odzieżowy pozostaje w cieniu jubilerskiego brata, choć i nad nim po latach problemów i nietrafionych ruchów strategicznych ciemne chmury zaczynają się rozrzedzać i widać już pierwsze promienie słońca.

Grupa VRG

Struktura Grupy Kapitałowej VRG



Źródło: VRG

Na Grupę VRG składa się:

- ❑ **VRG S.A.** realizujące sprzedaż odzieży

oraz 5 spółek zależnych, w tym spółek, w których VRG S.A. przysługuje 100% akcji i 100% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy:

- ❑ **W. KRUK S.A.** - przedmiotem jej działalności jest sprzedaż detaliczna biżuterii i zegarków oraz akcesoriów pod marką W.KRUK, a także produkcja biżuterii
- ❑ **DCG S.A.** - przedmiotem jej działalności jest sprzedaż detaliczna odzieży pod marką Deni Cler
- ❑ **VG Property Sp. z o.o. w likwidacji** - spółka do kwietnia 2024 roku była właścicielem budynków nieczynnego od końca lipca 2023 roku zakładu produkcyjnego w Ostrowcu Świętokrzyskim. Do 12 miesięcy VRG planuje zakończenie jej likwidacji. Spółka nie zatrudnia pracowników i nie prowadzi działalności operacyjnej

oraz pośrednio przez W.KRUK S.A. 100% akcji i 100% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy:

- ❑ **WK 1840 HU Kft.** - spółka zarejestrowana na Węgrzech, a jej przedmiotem działalności jest sprzedaż detaliczna biżuterii i zegarków oraz akcesoriów na terenie Węgier
- ❑ **WK SPV 1 Sp. z o.o.** - spółka nowa w Grupie VRG (8 lipca 2025), która włącznie z W.KRUK S.A. podpisała umowę przedwstępną dotyczącą nabycia Grupy Lilou.

Segment jubilerski

Obecnie na segment jubilerski składa się wyłącznie marka W.KRUK, która jest najstarszą marką jubilerską w Polsce o 185-letniej tradycji. Oferta W.KRUK obejmuje biżuterię ze złota i platyny, w tym w szczególności biżuterię z brylantami i kamieniami szlachetnymi oraz zegarki. Na biżuterię sprzedawaną przez spółkę składa się zarówno biżuteria produkowana samodzielnie, jak i zewnętrzne marki, natomiast sprzedaż zegarków opiera się wyłącznie na markach zewnętrznych. Asortyment W.KRUK uzupełniają torby i dodatki skórzane, jedwabne chusty, okulary przeciwsłoneczne oraz perfumy.

W. KRUK posiada w swojej ofercie zegarki najbardziej prestiżowych szwajcarskich marek jak Rolex i Patek Philippe (W.KRUK S.A. jest ich wyłącznym dystrybutorem w Polsce) oraz renomowanych manufaktur i marek zegarkowych jak m.in.: Cartier, Bulgari, Hublot, Omega, Tag Heuer, Certina, Tissot, a także marek modowych, jak m.in.: Gucci, Emporio Armani, Michael Kors, Fossil, Timex, Tommy Hilfiger, Guess, Hugo Boss.

Najczęściej wykorzystywane surowce pierwotne produktów W.KRUK to diamenty, inne kamienie szlachetne, złoto, srebro, platyna, inne metale szlachetne.

Według danych za okres 4Q'22-3Q'23 (później spółka zaprzestała publikacji danych) sprzedaż biżuterii stanowiła nieco ponad połowę całej sprzedaży W.KRUK, nieco mniej niż połowę sprzedaż zegarków, a sprzedaż akcesoriów stanowiła 2-3%.

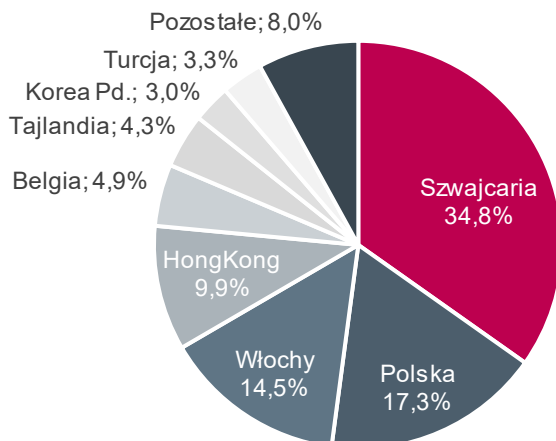
Projektowane i produkcja

Biżuteria sprzedawana w sieci W.KRUK wytwarzana jest przez dostawców krajowych i zagranicznych, przy czym znacząca część biżuterii, w tym część kolekcji autorskich, powstaje w Manufakturze W.KRUK w Komornikach pod Poznaniem. Głównymi dostawcami biżuterii są jubilerzy z Polski, Włoch, innych krajów Europy, z krajów Dalekiego Wschodu oraz Turcji. W segmencie zegarków dostawcami są bezpośrednio właściciele, operatorzy lub polscy przedstawiciele operatorów poszczególnych marek, głównie ze Szwajcarii.

Dostawcy najczęściej specjalizują się w produkcji konkretnego rodzaju biżuterii. Główny podział przebiega pomiędzy dostawcami produkującymi biżuterię ze złota lub srebra. Ponadto dostawcy W.KRUK wyspecjalizowani są m.in. w zależności od tego jakich kamieni lub technologii używają do produkcji.

Projektowaniem kolekcji własnych zajmuje się zespół projektowy W.KRUK. Tworzy on autorskie koncepcje kolekcji: okolicznościowych, autorskich i ambadorskich. Co roku, obok wprowadzanych do sprzedaży nowości budujących ofertę regularną, powstaje co najmniej kilka rozbudowanych kolekcji autorskich, w formie nowych linii lub kolejnych odsłon istniejących kolekcji.

Kraje pochodzenia dostawców segmentu jubilerskiego w 2024 r.

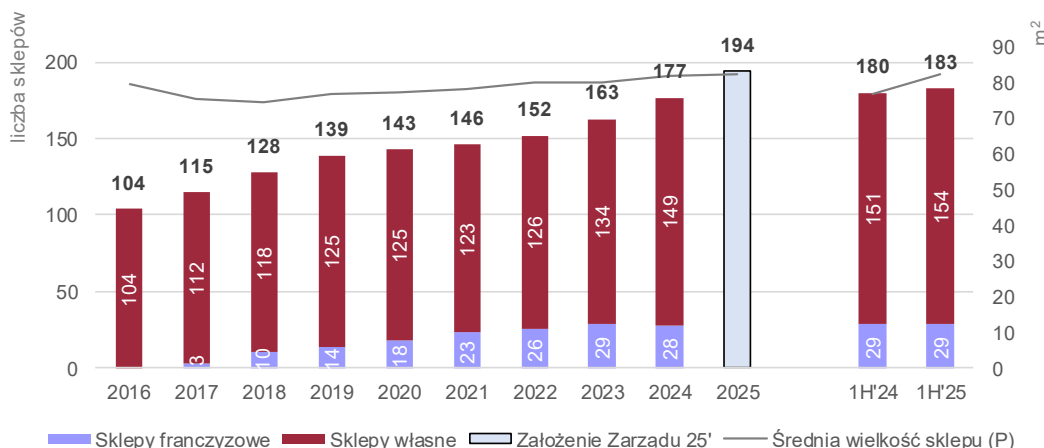


Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Sieć sprzedaży W.KRUK

Sklepy W.KRUK zlokalizowane są przede wszystkim w centrach handlowych, a także przy ciągach handlowych dużych miast. W 2024 salony marki jubilerskiej odwiedziło 6,4 mln klientów, +4% r/r. Na koniec 2024 roku program lojalnościowy W.KRUK posiadał 2 mln uczestników, wzrost o 14 % r/r (tylko Polska).

Sieć sprzedaży W.KRUK



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Sieć sprzedaży W.KRUK na koniec 1 półrocza 2025 r. obejmowała 154 salony własne, 29 salonów franczyzowych. W Polsce funkcjonowało razem 173 salony a pozostałe 10 znajdowało się na Węgrzech. Do końca roku w planach jest otwarcie kolejnych 11 salonów, w tym „kilku” na Węgrzech. Liczba salonów w ostatnich 3 latach przyrasta szybciej niż w poprzednich latach - po 11 salonów w 2023 i 2024 r. oraz w planach jest otwarcie łącznie 17 w roku bieżącym.

Nasylenie rynku w Polsce salonami W.KRUK jest już jednak dość wysokie i obecnie otwierane salony w kraju nie należą już do topowych lokalizacji, ponieważ w tych najlepszych sieć już jest. Jest to jeden z powodów pogorszenia dynamiki wskaźnika sprzedaży na m² i spadku marż w roku bieżącym. Numer 1 na polskim rynku tj. sieć Aparat posiada ponad 220 salonów i W.KRUK z liczbą 173 salonów w Polsce, powoli go dogania. Średnia wielkość salonów własnych w ostatnich dwóch latach zauważalnie rośnie ze względu na powiększenia salonów istniejących.

W kolejnych latach zakładamy dalszy wzrost sieci w Polsce, choć już mniej dynamiczny ze względu na wysokie nasycenie rynku w Polsce salonami W.KRUK. Nowe lokalizacje mogą generować niższą sprzedaż na m², szczególnie w okresie początkowym po otwarciu.

Wejście na Węgry

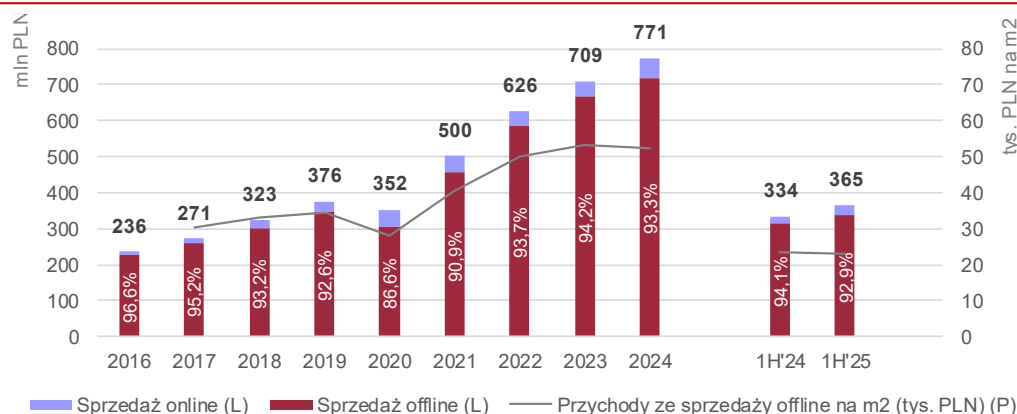
W grudniu 2023 r. W.KRUK otworzył pierwsze 2 salony na Węgrzech. Spółka analizowała różne rynki, np. Czechy gdzie już są m.in. obecne w Polsce Apart i Yes, a na Węgry zdecydowała się ze względu na mniejszą konkurencję. W ubiegłym roku sieć została rozszerzona o kolejne 7 punktów, a w bieżącym 2 do dziś, a do końca roku spółka planuje otwarcie kolejnych „kilku” lokalizacji.

Zarząd od początku komunikował, że planuje spokojny rozwój, obserwowanie rynku i niedziałanie zbyt pochopnie. W dzisiejszej komunikacji widać już jednak optymizm co do rozwoju na tym rynku, Zarząd jest zadowolony z wejścia na Węgry. Mimo to, poziom break even nie został jeszcze osiągnięty i według Zarządu nie zostanie jeszcze osiągnięty w bieżącym roku. Zakładamy, że sieć w tym kraju będzie w kolejnych latach nadal rozwijana.

Rozwój nowej sieci na Węgrzech, gdzie W.KRUK nie ma jeszcze zbudowanej marki i ponosi koszty początkowe rozwoju sieci, jest obok otwarć słabszych lokalizacji w Polsce jednym z powodów pogorszenia wyników segmentu w 2024 i 1H'25 (spółka ponosi koszty rozwoju, a zyski zakładane są dopiero w kolejnych latach).

Wyniki segmentu jubilerskiego

Przychody segmentu jubilerskiego



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Wyniki segmentu jubilerskiego

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Powierzchnia	8 278	8 688	9 554	10 647	11 027	11 394	12 150	13 020	14 456	13 868	15 058
Powierzchnia własna	8 278	8 501	8 924	9 791	9 906	9 883	10 440	11 098	12 632	11 958	13 175
Powierzchnia franczyzowa	0	187	630	856	1 121	1 511	1 710	1 922	1 824	1 910	1 883
Przychody razem	235,8	271,2	322,6	375,9	352,3	500,3	625,7	708,9	770,9	334,2	365,3
Przychody online	8,0	13,0	21,8	27,8	47,2	45,3	39,4	41,2	51,5	19,7	25,9
Przychody offline	227,8	258,2	300,8	348,1	305,1	455,0	586,3	667,7	719,4	314,5	339,4
Przychody offline na m2 (tys. PLN)		30,4	33,0	34,5	28,2	40,6	49,8	53,1	52,4	23,4	23,0
Marża brutto ze sprzedaży	52,3%	53,6%	51,9%	52,7%	51,3%	51,8%	51,8%	52,5%	52,9%	52,5%	52,4%
Koszty SG&A	96,3	110,7	128,1	155,4	144,2	171,8	208,9	239,4	277,1	121,9	140,7
Koszty SG&A na m2		13,0	14,0	15,4	13,3	15,3	17,7	19,0	20,2	9,1	9,5
EBIT	26,9	34,0	39,4	44,5	37,9	88,0	114,3	132,6	130,7	53,2	50,3
Marża EBIT	11,4%	12,5%	12,2%	11,8%	10,8%	17,6%	18,3%	18,7%	17,0%	15,9%	13,8%
zysk netto	17,1	25,9	27,9	32,2	18,8	65,9	83,7	110,9	99,5	41,3	38,3
Marża zysku netto	7,2%	9,6%	8,7%	8,6%	5,3%	13,2%	13,4%	15,6%	12,9%	12,4%	10,5%

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Segment jubilerski w ostatnich latach doświadczył silnego wzrostu sprzedaży dzięki wzrostowi sieci, rozwojowi oferty zegarkowej, wzrostowi cen metali szlachetnych, które przekładały się na wyższe ceny produktów i wyższą sprzedaż na m2 przy utrzymaniu stałej marży brutto ze sprzedaży. W trakcie pandemii spółka notowała istotny popyt na biżuterię i zegarki luksusowe.

Biznes jubilerski ze względu na swój charakter notuje niską sprzedaż w kanale online - rzędu 6-7%. Wyjątkiem był okres pandemii, choć nawet wtedy udział sprzedaży online wzrósł tylko o kilka punktów procentowych. Zarząd deklaruje jednak chęć rozwijania kanału online.

W 2024 r. i dalej również w 1H'25 segment notował spadki marży EBIT i zysku netto ze względu na szybciej od przychodów rosnące koszty SG&A i spadek sprzedaży na m2. W tym okresie spółka budowała sieć w słabszych lokalizacjach w Polsce (ze względu na wysokie nasycenie salonami W.KRUK w najlepszych lokalizacjach w kraju) oraz rozpoczęła budowę sieci od zera na Węgrzech. Spółka notowała też słabszy popyt na produkty luksusowe, w tym zegarki, co jest spójne z trendami, które mają miejsce na świecie.

Celem segmentu na bieżący rok jest poprawa r/r nominalnego zysku operacyjnego, co zostało podtrzymane przez spółkę na konferencji po 2Q'25. W 1H'25 zysk operacyjny był niższy od ubiegłorocznego o 2,9 mln PLN, co oznacza, że w 2H'25 Zarząd planuje nadrobić tę różnicę.

W kolejnych latach spodziewamy się dalszego wzrostu sprzedaży W.KRUK dzięki wzrostowi sieci, choć utrzymanie dotychczasowych dynamik w Polsce jest mało prawdopodobne ze względu na wysokie nasycenie rynku salonami marki. Zakładamy jednak rozwój na Węgrzech, który wynikowo w średnim horyzoncie powinien przebić poziom break even. W dłuższym horyzoncie nie wykluczamy wyjścia na kolejny rynek zagraniczny.

Rozpoczęcie przejęcie Lilou

8 lipca 2025 Grupa VRG podpisała przedwstępną, warunkową umowę dotyczącą nabycia spółek zarządzających marką Lilou, której sieć sprzedaży będąca przedmiotem transakcji obejmuje 43 salony (2 salony za granicą nie są przedmiotem transakcji i będą wygaszone).

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

Powierzchnia Lilou to 3 tys. m² (w porównaniu do 14,9 tys. m² W.KRUK), a przychody w 2024 r. wyniosły ok. 70 mln PLN (w porównaniu do 771 mln PLN W.KRUK).

Zarząd motywując transakcję wskazał, że uważa segment jubilerski za atrakcyjny pod kątem uzyskiwanych zwrotów z kapitału i marż, jednak utrzymanie pozytywnych dynamik w związku z wysokim nasyceniem rynku salonami W.KRUK byłoby ciężkie. Lilou uznano za solidną markę, nie konkurującą bezpośrednio z W.KRUK ze względu na inny asortyment, poziom cenowy i młodszą grupę docelową. Zarząd widzi znaczący potencjał rozwoju Lilou, w tym poprzez ekspansję sieci. Marka ma pozostać niezależna, z odrębną siecią sprzedaży. Operacyjnie zaangażowana w Lilou pozostanie założycielka Magdalena Mousson-Lestang.

Porównanie sieci W.KRUK i Lilou

	W.KRUK 1 8 4 0		Lilou
Data utworzenia	1840	+	2008
Oferta	Biżuteria, zegarki, akcesoria		Biżuteria, akcesoria
Rodzaj biżuterii	Biżuteria własna i marek zewnętrznych		Personalizowana autorska biżuteria, z możliwością indywidualnego graweru
Liczba salonów	183		45
Liczba salonów w Polsce	173		43 (przedmiot transakcji)
Powierzchnia (tys. m ²)	ok. 15		ok. 3
Przychody (mln PLN)	771		70

Źródło: VRG

Spółka otrzymała już finansowanie bankowe na dokonanie transakcji (kredyt o wartości 120 mln PLN) oraz zgodę na transakcję ze strony UOKiK. Obecnie Lilou jest w trakcie łączenia kilku spółek, które do tej pory prowadziły działalność operacyjną. Podpisanie umowy przyrzeczonej i zamknięcie procesu przejęcia przewidziane jest najpóźniej na 8 marca 2026 r.

Kwota transakcji wynosi 105 mln PLN podstawy plus ewentualna korekta o kapitał obrotowy i dług netto na dzień przejęcia. Przewidziano również earn-out, uzależniony od wyników, przewidujący potencjalny obowiązek zapłaty przez W.KRUK dodatkowo kwoty nie wyższej niż 30 mln PLN.

Lilou w 2024 r. osiągnęła ok. 70 mln przychodów skonsolidowanych, a skorygowana marża EBITDA MSR17 wyniosła 17-18%. Daje to 11,9 - 12,6 mln PLN EBITDA MSR17 i wskaźnik EV/EBITDA MSR17 w zakresie 8,3-8,8 (bez earn-out) i 10,7-11,3 (uwzględniając earn-out).

Cena za przejęcie wstępnie wydaje się być rozsądna, choć nie niska, jednak biorąc pod uwagę plany rozwoju i możliwe synergije może być uzasadniona. Zarząd nie chciał póki co szerzej komentować planów odnośnie Lilou ze względu na zbyt wczesny etap, w związku z czym, póki co nie uwzględniamy transakcji w wycenie spółki, uznając ją na chwilę obecną za neutralną w kontekście wyceny Grupy VRG.

Segment odzieżowy

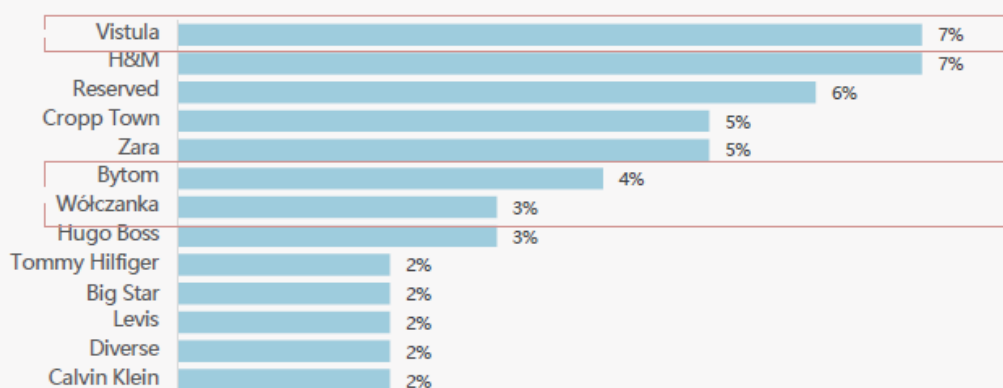
Na segment odzieżowy składają się marki tradycyjnie kojarzone z męską modą formalną, choć posiadającą również ofertę casual i dla kobiet tj. Vistula, Wólczanka i Bytom oraz oferująca odzież wyłącznie dla kobiet i głównie klasyczną/formalną: marka Deni Cler. Oferta Vistula, Wólczanka i Bytom znajduje się w średniej półce cenowej w swojej kategorii asortymentu, natomiast Deni Cler plasuje się bliżej poziomu premium.

Segment odzieżowy charakteryzuje się istotną sezonowością. Silnymi kwartałami są kwartał II i IV, kiedy do sprzedaży wchodzi nowe kolekcje. W kwartale II popyt napędzają imprezy okolicznościowe, a w kwartale IV okres Świąt Bożego Narodzenia. Najsłabszym okresem jest I kwartał.

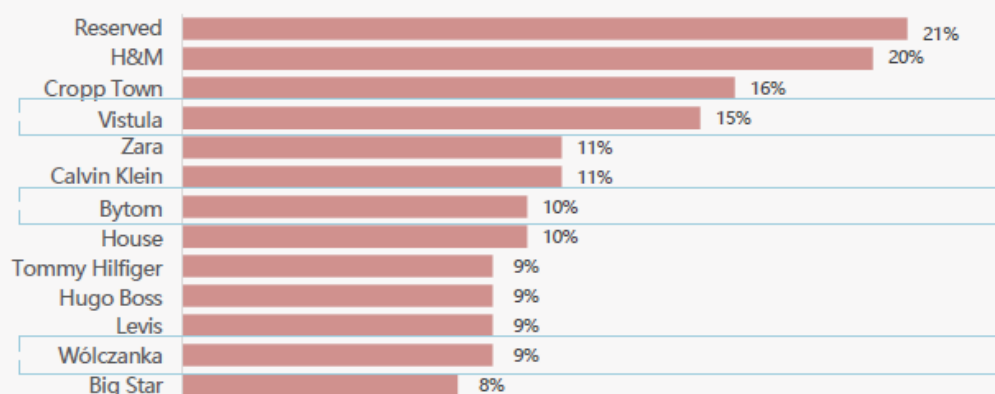
VRG posiada bardzo mocne brandy wśród męskich marek odzieżowych na polskim rynku. W badaniu przeprowadzonym w 2021 r. w tzw. ToM („top of mind”, marka którą badany wymienia jako pierwszą) Vistula, Bytom i Wólczanka uplasowały się na miejscu odpowiednio 1, 6 i 7, natomiast w badaniu spontanicznej znajomości marek (wszystkie marki z grupy jakie badany jest w stanie wymienić), na miejscach odpowiednio 4, 7 i 12.

Znajomość marek odzieżowych VRG

ToM ZNAJOMOŚĆ MĘSKICH MAREK ODZIEŻOWYCH



SPONTANICZNA ZNAJOMOŚĆ MĘSKICH MAREK ODZIEŻOWYCH



Źródło: VRG, strategia 2023-2025, badanie IQS z 2021 r.

Projektowane, produkcja

VRG nie posiada już własnych zakładów produkcyjnych, a całą produkcję zleca podmiotom zewnętrznym - zarówno krajowym, jak i zagranicznym. Wybór i zakup tkanin oraz wszelkich dodatków krawieckich, a także sporządzenie projektów i dokumentacji technicznej konkretnej odzieży należy VRG.

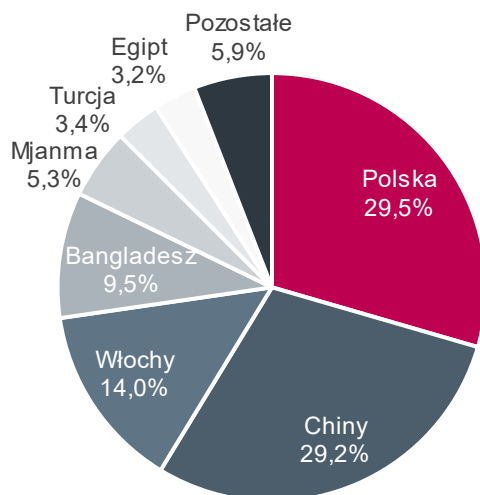
Asortyment uzupełniający: dzianiny, kurtki, spodnie, koszule, obuwie, krawaty, dodatki skórzane oraz inne akcesoria VRG zamawia u dostawców zewnętrznych, produkujących z własnych materiałów, w większości według projektów VRG.

Prace nad kolekcją marek odzieżowych rozpoczynają się od działów przygotowania kolekcji zwyczajowo do 12 miesięcy przed rozpoczęciem sezonu. Projektanci odpowiedzialni są za stworzenie i dokumentację projektów, dział przygotowania kolekcji/zespoły projektowe odpowiedzialne są za przygotowanie propozycji trendów i kolorów na dany sezon, analizę asortymentu oraz śledzenie zmian w postawach konsumentów. Dział opracowuje dwie podstawowe kolekcje: Wiosna/Lato oraz Jesień/Zima, które podzielone są na podkolekcje, linie i kapsuły tematyczne.

Odzież i akcesoria kupowane przez VRG S.A. produkowane są w wielu krajach Europy, Azji oraz Afryki Północnej, w zależności od asortymentu i specyfiki danego produktu. Niemniej jednak Polska jest nadal bardzo ważnym rynkiem produkcyjnym i zakupowym, którego udział w dostawach jest ciągle największy i wynosi 29,5%. Drugim istotnym kierunkiem dostaw z Europy są Włochy z udziałem 14%.

Wraz z rosnącą popularnością wyrobów typu casual i smart-casual, wytwarzanych głównie w Azji, wzrosła liczba zamówień na tego typu produkty, w efekcie czego 47,5% zakupów segmentu odzieżowego w 2024 roku została zrealizowana na rynkach azjatyckich. Krajami, w których realizowano największe zakupy były Chiny (29,2%), Bangladesz (9,5%) i Mjanma (5,3%).

Kraje pochodzenia dostawców segmentu odzieżowego w 2024 r.



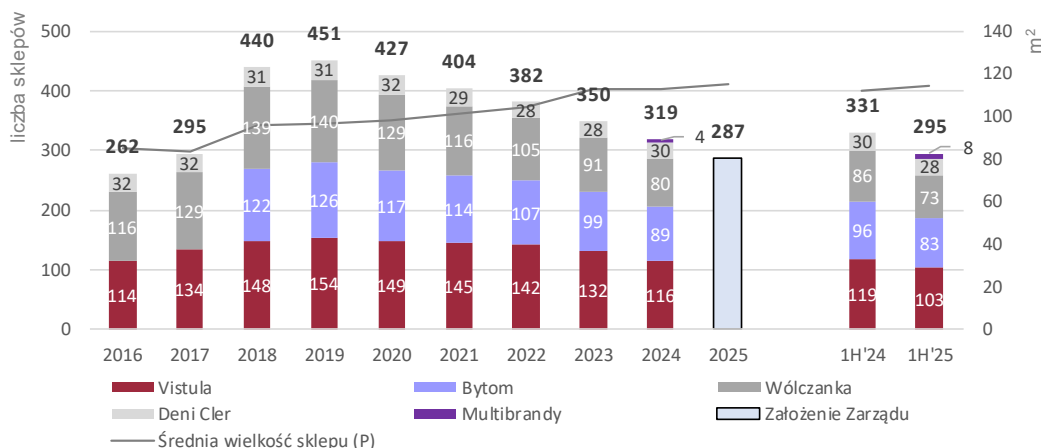
Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Kompletacja zamówień odbywa się u zewnętrznego operatora logistycznego on-line i off-line oraz z salonów firmowych. W magazynie centralnym wdrożony jest system automatyki kompletacji zamówień dla kanału off-line (sorter) oraz automatyka do kontroli jakości towaru (rozumianej jako jego przydatności do ponownej sprzedaży) wycofywanego z kanału sprzedażowego tradycyjnego (plus zwrotów e-commerce), a docelowo kierowanego do kanału internetowego lub ponownej wysyłki do sieci offline w kolejnych sezonach.

Sieć sprzedaży

Sklepy firmowe poszczególnych marek zlokalizowane są, podobnie jak salony W.KRUK, przede wszystkim w centrach handlowych, a także przy ciągach handlowych dużych miast. Dodatkową możliwością w wybranych sklepach VRG S.A. jest usługa szycia na miarę. W segmencie odzieżowym prowadzone są także outlets, do których kierowane są końcówki serii w okresie powyprowadzawym. Programy lojalnościowe marek odzieżowych VRG S.A. (VISTULA Community, „My Wólczanka” i Bytom Klub) łącznie zgromadziły 1,5 mln klientów na koniec 2024 roku.

Sieć sprzedaży segmentu odzieżowego



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Od wybuchu pandemii liczba salonów segmentu odzieżowego regularnie spada, co wynika w naszej opinii z przesunięcia w dół popytu na odzież formalną, nietrafionych kolekcji i decyzji strategicznych oraz wysokiej konkurencji, co przełożyło się na słabe wyniki i zamknięcia salonów własnych oraz zamknięcia z inicjatywy franczyzobiorców. W Grupie franczyzobiorców liczba salonów spadła ze 132 w 2018 r. do 60 koniec 1H'25 r. (-55%). VRG próbuje przeciwdziałać temu trendowi uruchamiając dla franczyzobiorców koncept salonów multibrandowych, których na dziś jest 8. W 2023 r. Grupa otwierała także nowe salony własne pod marką „Wólczanka Well”, z ofertą odzieży na co dzień oraz z rozbudowaną ofertą dla kobiet, jednak koncept nie przyjął się na rynku i salony zostały zamknięte.

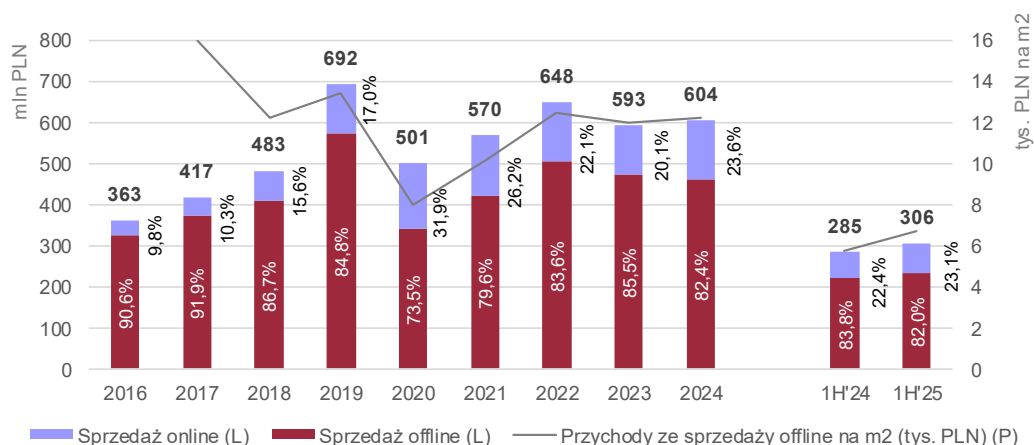
Liczba salonów segmentu odzieżowego na koniec 1H'25 wynosiła 295, tj. 35% mniej niż w szczycie w roku 2019, po połączeniu z Bytom. W planie jest kolejnych 8 zamknięć w roku bieżącym. Zakładamy, że spadek wielkości sieci w najbliższych kwartałach powinien zahamować wraz z poprawą wyników finansowych segmentu. Średnia wielkość sklepu rośnie ze względu na zamknięcia mniejszych lokalizacji.

Wyniki segmentu odzieżowego

Do czasu wybuchu pandemii sprzedaż segment odzieżowego rosła i był on trwale rentowny z marżą EBIT w granicach 6-7%. Po wybuchu pandemii, które miało miejsce na rok po połączeniu z Bytom, sytuacja się odwróciła i wyniki segmentu były dalekie od oczekiwań, w szczególności w ostatnich dwóch latach kiedy segment odnotował stratę. Wpływ na to miały w naszej opinii wskazane wyżej: nietrafione kolekcje i decyzje strategiczne, wysoka konkurencja, zamknięcia lokali przez franczyzobiorców, nadmierna optymalizacja zapasów, trwały spadek popytu w konsekwencji pandemii i zmian w stylu życia i pracy jakie nastąpiły.

Segment odzieżowy jest biznesem o znacznie wyższym udziale sprzedaży w kanale online w porównaniu do segmentu jubilerskiego. W ubiegłym roku sprzedaż online sięgnęła niemal 23,6%, a w roku obecnym rośnie o dodatkowe 0,7 p.p. Asortymentem o najwyższym potencjale sprzedaży online jest koszula i oferta casual, a Zarząd deklaruje chęć rozwijania kanału. Naszym zdaniem bardziej skomplikowany i droższy asortyment jak garnitury czy marynarki, mają jednak istotnie niższy potencjał sprzedaży online, ze względu na cenę i charakter zakupów, który dla większości klientów jest mniej „codzienny”.

Przychody segmentu odzieżowego



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Wyniki segmentu odzieżowego

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Powierzchnia	22 229	24 613	42 072	43 731	42 021	40 930	39 833	39 470	36 125	37 140	33 848
Powierzchnia własna	18 001	18 607	33 678	34 141	32 139	31 468	31 035	33 254	30 351	31 725	28 856
Powierzchnia franczyzowa	4 228	6 006	8 394	9 590	9 882	9 462	8 798	6 216	5 774	5 415	4 992
Przychody razem	362,8	417,3	483,1	692,3	501,4	569,6	648,2	592,8	604,1	284,8	305,9
Przychody online	35,4	42,9	75,3	117,5	159,8	149,1	143,6	118,9	142,6	63,7	70,8
Przychody offline	327,4	374,4	407,8	574,8	341,6	420,5	504,7	473,9	461,5	221,1	235,1
Przychody offline na m2 (tys. PLN)		16,0	12,2	13,4	8,0	10,1	12,5	12,0	12,2	5,8	6,7
Marża brutto ze sprzedaży	52,0%	51,3%	50,7%	51,7%	47,2%	54,3%	55,4%	56,3%	58,8%	58,2%	59,8%
Koszty SG&A	164,9	182,6	212,0	313,8	272,6	292,6	331,0	346,6	362,8	178,5	180,5
Koszty SG&A na m2		7,8	6,4	7,3	6,4	7,1	8,2	8,7	9,6	4,7	5,2
EBIT	24,2	28,8	32,6	43,0	-49,8	9,6	26,3	-20,5	-3,9	-9,7	-0,9
Marża EBIT	6,7%	6,9%	6,7%	6,2%	-9,9%	1,7%	4,1%	-3,5%	-0,6%	-3,4%	-0,3%
zysk netto	18,1	17,3	25,7	31,8	-58,8	0,4	9,2	-9,2	-11,7	-10,8	-3,7
Marża zysku netto	5,0%	4,1%	5,3%	4,6%	-11,7%	0,1%	1,4%	-1,6%	-1,9%	-3,8%	-1,2%

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Porzucenie nietrafionej strategii

Na fundamencie silnych marek odzieżowych, jeszcze 2 lata temu, Grupa VRG planowała istotny rozwój segmentu. Strategia ogłoszona w czerwcu 2023 miała obowiązywać w latach 2023-25. Grupa planowała rozwijać asortyment casual, dynamicznie rozwijać ofertę damską, powiększać metraż istniejących salonów. Asortyment Vistuli miał się stać bardziej modowy i młodzieżowy. Wólczanka miała rozwijać sieć pod marką „Wólczanka Well” z szeroką ofertą odzieży na co dzień dla kobiet i mężczyzn. Celem segmentu była też optymalizacja poziomu zapasów.

Działania te nie przyniosły jednak oczekiwanych rezultatów - nowe koncepty salonów nie przyjęły się, kolekcje okazały się nietrafione, a poziom zapasów nadmiernie zmniejszony. Już po niecałym pół roku od ogłoszenia strategii na stanowisku Prezesa zaszła zmiana i stanowisko objął Mateusz Kolański. Dwa miesiące później Grupa odwołała strategię.

Po odwołaniu strategii spółka przedstawiła plan powrotu do korzeni, odejścia od odważniejszych modeli, postawienia na asortyment, w którym marki posiadają ugruntowane kompetencje w oczach klientów, zamykania salonów nierentownych, wycofaniu się z konceptu „Wólczanki Well”. Plan został wdrożony, istotnemu zwiększeniu uległ też nadmiernie zoptymalizowany poziom zapasów, zwiększono budżet marketingowy. Pierwsze pozytywne efekty było widać już w kolejnym sezonie, szczególnie w 4Q'24.

Od wspomnianego 4Q'24 wyraźnej poprawie uległa marża brutto, zwolnił wzrost kosztów SG&A i wyniki segmentu osiągnęły wyraźną poprawę. Zarząd jest zadowolony ze zmiany, jednak nadal komunikuje, że wyniki są poniżej ambicji i możliwości segmentu.

Spółka podjęła też decyzję o poszukiwaniu nabywcy na 100% akcji spółki prowadzącej sieć Deni Cler Milano, czyli najmniejszego biznesu w segmencie odzieżowym, który ofertą wyraźnie odstaje od pozostałych marek, a jego wyniki nie są satysfakcjonujące (strata w 2024 r. 1,2 mln PLN).

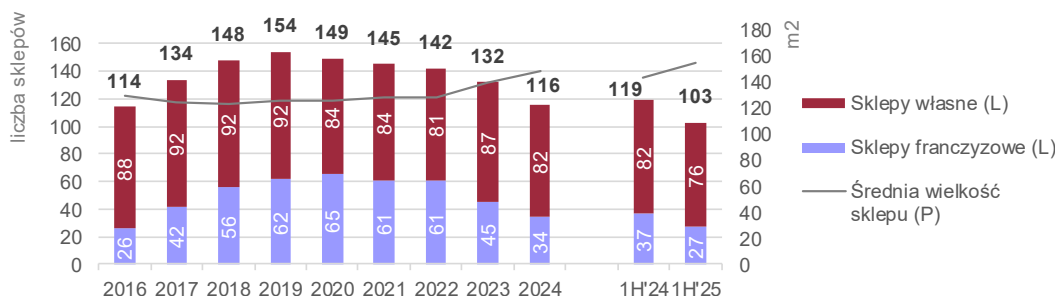
Marki segmentu odzieżowego

Vistula

Vistula to marka obecna na polskim rynku od 1967 roku. W ofercie dominuje męska odzież formalna, ale są też jeansy, swetry czy t-shirty, a w 2021 r. wprowadzono ofertę damską. Według badania z 2021 r. jest to marka o najwyższej rozpoznawalności wśród marek odzieżowych VRG.

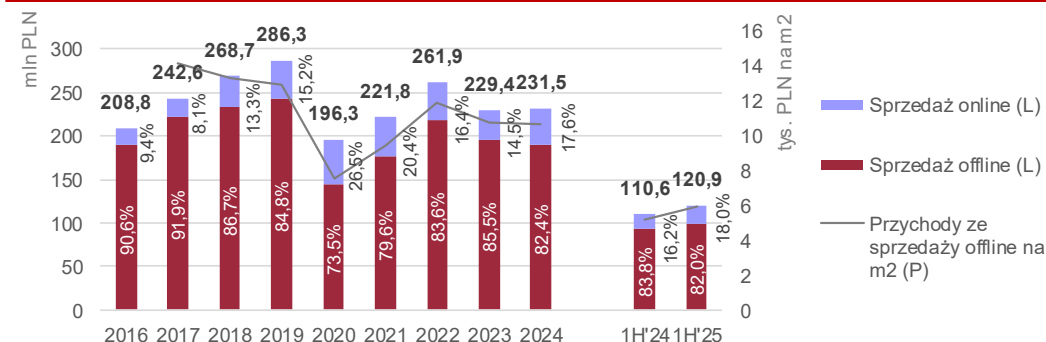
Według danych za okres 4Q'22-3Q'23 (później zaprzestano publikacji danych) udział sprzedaży odzieży formalnej w Vistula stanowił ok. 45%, casual ok. 45% i około 10% akcesoriów i dodatków.

Sieć sprzedaży Vistula



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Vistula - przychody



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Sieć sprzedaży Vistuli znacząco zmniejszyła się w ostatnich latach, na skutek zamknięć kilku salonów własnych oraz fali zamknięć przez franczyzobiorców, co wynikało z ich decyzji. Sieć franczyzowa zmalała z 65 lokali w 2020 r. do 27 obecnie. Po odwołaniu strategii 2023-2025 w styczniu 2024 r. VRG przystąpiła również do zamknięć nierentownych salonów własnych.

Vistula była do 2022 r. marką generującą największy EBIT sklepów* w segmencie odzieżowym, który poza rokiem 2020 (Covid) przekraczał 40 mln PLN. W 2023 i 2024 EBIT sklepów* spadł o połowę - do poziomu 22 mln PLN, do czego przyczyniły się nietrafione i słabo sprzedające się kolekcje Vistuli i zamknięcia u franczyzobiorców. Obecnie spółka zapowiada podjęcie działań marketingowych ukierunkowanych na odzyskanie dawnego postrzegania sieci. W naszej opinii sieć ta ma największy potencjał poprawy wyników w markach odzieżowych VRG.

Wyniki Vistula

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Powierzchnia	14 706	16 719	18 230	19 320	18 695	18 531	18 139	18 386	17 248	17 051	15 987
Powierzchnia własna	11 885	12 484	12 649	13 037	12 062	12 233	11 915	13 704	13 364	13 145	12 659
Powierzchnia franczyzowa	2 821	4 235	5 581	6 283	6 633	6 298	6 224	4 682	3 884	3 906	3 328
Przychody razem	208,8	242,6	268,7	286,3	196,3	221,8	261,9	229,4	231,5	110,6	120,9
Przychody online	19,7	19,7	35,7	43,5	52,1	45,3	43,0	33,2	40,8	17,9	21,8
Przychody offline	189,1	222,9	233,0	242,8	144,2	176,5	218,9	196,2	190,7	92,7	99,1
Przychody offline na m2 (tys. PLN)	0,0	14,2	13,3	12,9	7,6	9,5	11,9	10,7	10,7	5,2	6,0
Marża brutto ze sprzedaży	53,0%	51,9%	51,5%	52,0%	49,5%	56,8%	57,8%	56,5%	59,2%	58,7%	58,7%
EBIT sklepów*	41,7	45,6	46,3	47,8	16,9	40,8	44,3	22,5	22,7	8,7	12,6

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

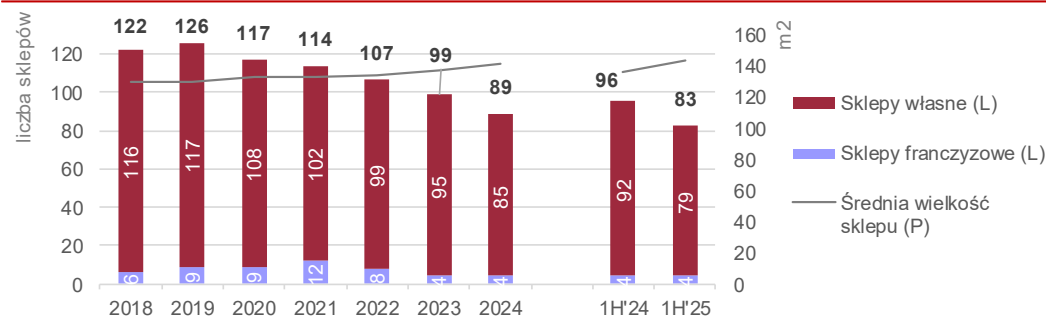
* - EBIT sklepów to zgodnie z podejściem spółki: zysk sklepów bez kosztów centrali

Bytom

Bytom to polska marka obecna na rynku od 1945 roku, która odwołuje się do polskiego dziedzictwa kulturowego, do mody klasycznej, ma nieco starszą grupę docelową niż Vistula.

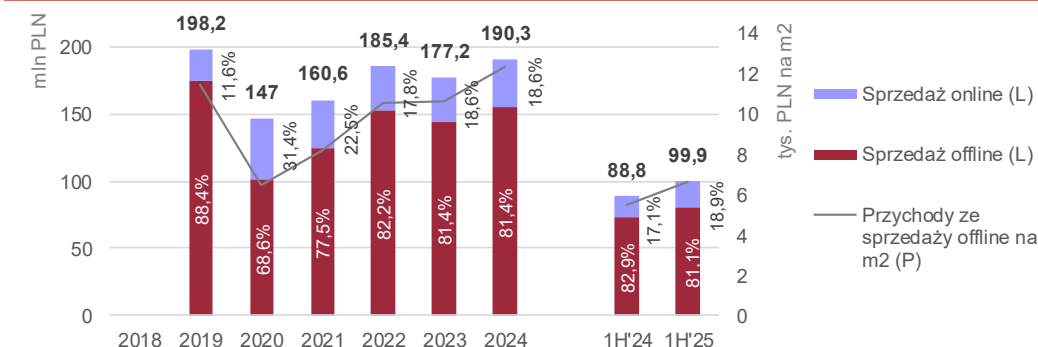
Według danych za okres 4Q'22-3Q'23 udział sprzedaży odzieży formalnej w Bytom stanowił nieco więcej niż w Vistula, tj. ok. 50%, casual ok. 40% i ok. 10% akcesoriów i dodatków.

Sieć sprzedaży Bytom



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Bytom - przychody



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Sieć sprzedaży Bytomia to przede wszystkim sklepy własne. Liczba salonów własnych osiągnęła maksimum w 2019 r., zaraz po połączeniu z VRG, a następnie sukcesywnie spadała - ze 117 sklepów w 2019 r. do 79 dziś. Salony franczyzowe są w Bytomiu znacznie mniej istotnym kanałem niż w pozostałych markach, a ich sieć również znacząco zmniejszyła się - z 12 w 2021 r. do 4 obecnie. Średnia powierzchnia lokali Bytomia skromnie ale regularnie rośnie.

Bytom w bieżącym roku istotnie poprawił sprzedaż (+12,5% r/r) pomimo spadku powierzchni (-9% r/r). Marka regularnie od lat poprawia marżę brutto, również w 1H'25, o solidne 1,5 p.p. EBIT sklepów* w 1H'25 wyniósł bardzo dobre 15,5 mln PLN (+124% r/r). Prawdopodobnie istotny w tym udział miał historycznie wysoki budżet marketingowy (nie ujęty w wyniku EBIT sklepów*).

Wyniki Bytom

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Powierzchnia	16 421	15 604	15 165	14 415	13 579	12 560	13 128	11 938
Powierzchnia własna	15 410	14 650	13 940	13 567	13 163	11 903	12 712	11 299
Powierzchnia franczyzowa	1 011	954	1 225	848	416	657	416	639
Przychody razem	198,2	147,0	160,6	185,4	177,2	190,3	88,8	99,9
Przychody online	23,0	46,2	36,2	32,9	33,0	35,4	15,2	18,9
Przychody offline	175,2	100,8	124,4	152,5	144,2	154,9	73,6	81,0
Przychody offline na m2 (tys. PLN)	11,5	6,5	8,2	10,6	10,6	12,3	5,5	6,6
Marża brutto ze sprzedaży	52,6%	47,9%	55,8%	58,0%	58,1%	59,8%	58,5%	61,0%
EBIT sklepów*	23,1	0,3	17,6	22,3	15,3	22,6	6,9	15,5

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

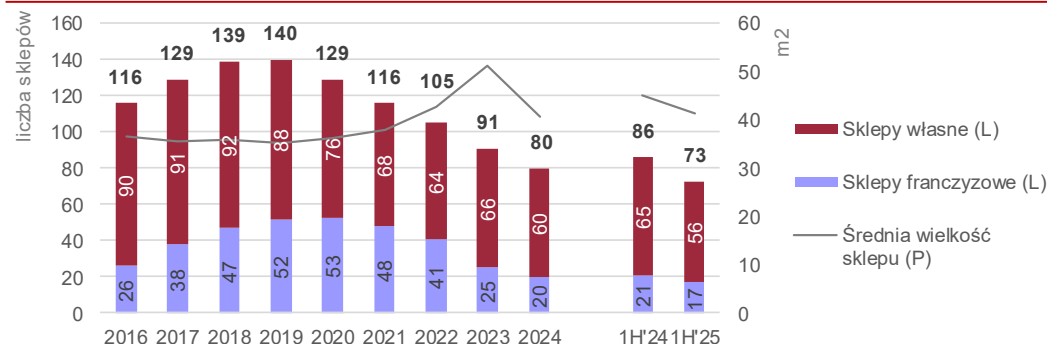
* - EBIT sklepów to zgodnie z podejściem spółki: zysk sklepów bez kosztów centrali

Wólczanka

Wólczanka jest marką istniejącą od 1948 roku. Ofertę marki stanowią koszule męskie i damskie, formalne i casual, a uzupełniającą spółka posiada ofertę dzianin, t-shirtów i koszulek polo.

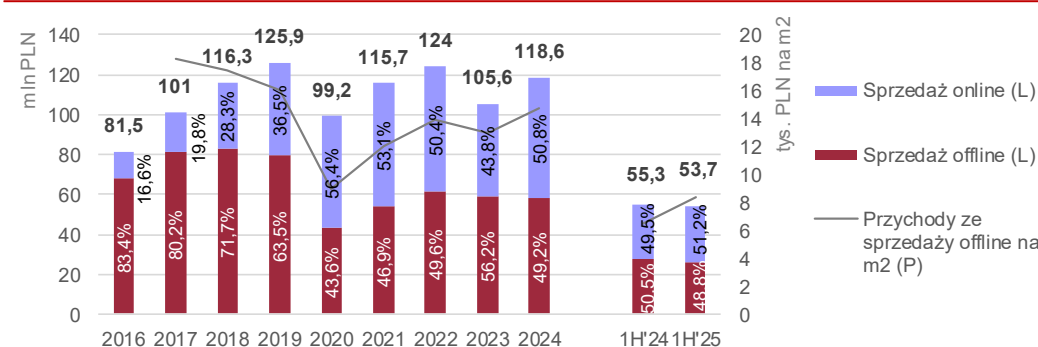
Według danych za okres 4Q'22-3Q'23 (później spółka zaprzestała publikacji danych) udział sprzedaży koszul w Wólczance stanowił 72%.

Sieć sprzedaży Wólczanka



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Wólczanka - przychody



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Sieć sprzedaży Wólczanki spadła ze 140 salonów w 2019 r. do 73 na koniec 1H'25. Zamknięcia miały miejsce zarówno w sieci własnej (-39% vs. 2018 r.), jednak jeszcze mocniejszy był spadek liczby salonów franczyzowych (-68% vs. 2020 r.).

Powierzchnia Wólczanki wzrosła w 2023 r. w efekcie otwarć salonów pod marką „Wólczanka Well”, z szeroką ofertą odzieży na co dzień dla mężczyzn i kobiet, o istotnie powiększonym metrażu (ok. 150 m2, w stosunku do klasycznych salonów Wólczanki ok. 40 m2). Koncept okazał się nieudany i po odwołaniu strategii spółka wycofała się z niego, a sieć ograniczyła się znów do sprawdzonego konceptu małych butików koszulowych. Przynosi to pozytywne efekty - zarówno w 2024, jak i w 1H'25 rosła sprzedaż na m2 powierzchni i marża brutto. EBIT sklepów* wzrósł o 48,9% r/r w 2024 i 105,8% r/r w 1H'25 do bardzo dobrego wyniku 10,7 mln PLN.

Wyniki Wólczanka

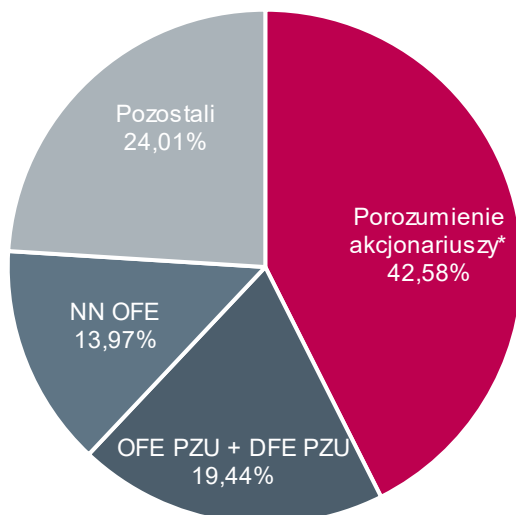
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H'24	1H'25
Powierzchnia (m2)	4 240	4 604	4 979	4 954	4 658	4 399	4 480	4 654	3 243	3 888	3 014
Powierzchnia własna	3 471	3 433	3 490	3 378	3 032	2 900	3 193	3 832	2 381	3 167	2 300
Powierzchnia franczyzowa	769	1 171	1 489	1 576	1 626	1 499	1 287	822	862	721	714
Przychody razem	81,5	101,0	116,3	125,9	99,2	115,7	124,0	105,6	118,6	55,3	53,7
Przychody online	13,5	20,0	32,9	46,0	55,9	61,4	62,4	46,3	60,2	27,4	27,5
Przychody offline	68,0	81,0	83,4	79,9	43,3	54,3	61,6	59,3	58,4	27,9	26,2
Przychody offline na m2 (tys. PLN)	0,0	18,3	17,4	16,1	9,0	12,0	13,9	13,0	14,8	6,5	8,4
Marża brutto ze sprzedaży	55,6%	53,6%	53,0%	53,7%	48,6%	56,1%	55,5%	59,2%	61,6%	59,3%	63,4%
EBIT sklepów*	13,7	15,9	18,5	21,6	8,4	23,3	18,3	13,1	19,5	5,2	10,7

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

* - EBIT sklepów to zgodnie z podejściem spółki: zysk sklepów bez kosztów centrali

Akcjonariat

Struktura akcjonariatu



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

* - porozumienie akcjonariuszy: Jan Kolański, Colian Holding Sp. z o.o., Colian Developer sp. z o.o., Colian Sp. z o.o. i Kolański Foundation Fundacja Rodzinna

Największym akcjonariuszem VRG jest porozumienie akcjonariuszy Jana Kolańskiego i podmiotów powiązanych z rodziną Kolańskich - tj. Colian Holding Sp. z o.o., Colian Developer sp. z o.o., Colian Sp. z o.o. i Kolański Foundation Fundacja Rodzinna. Porozumienie ujawniło się w akcjonariacie na początku 2023 r. przekraczając próg 5%, a następnie zwiększało swój udział do 28,8% na koniec 2023 r., do 41,5% na koniec 2024 r. oraz do 42,6% na koniec 1H'25. Z akcjonariatu „wyszli” w tym czasie: Jerzy Mazgaj, fundusze IPOPEMA TFI, oraz Forum TFI. W listopadzie 2023 r. stanowisko Prezesa Zarządu spółki objął Mateusz Kolański.

Drugim największym akcjonariuszem jest OFE PZU „Złota Jesień” łącznie z Dobrowolnym Funduszem Emerytalnym PZU, które łącznie posiadają 19,44%, a ich udział ostatni raz uległ zmianie 1H'23 r. Trzecim ujawnionym akcjonariuszem jest NN OFE, który posiada 13,97%, a jego udział nie zmienia się od 2021 r.

Polityka dywidendowa

Od 2022 r. VRG posiada politykę dywidendową przewidującą wypłatę dywidendy w przedziale między 20%, a 70% wartości skonsolidowanego zysku netto wynikającego z zaudytowanego skonsolidowanego sprawozdania finansowego, przy założeniu, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec roku obrotowego wyniesie mniej niż 2,5.

Spółka wypłaciła w latach 2022, 2023 i 2024 dywidendy w wysokości odpowiednio 57%, 55% i 28% skonsolidowanego zysku netto z poprzedniego roku tj. 0,17 PLN, 0,20 PLN i 0,09 PLN na akcję. W 2025 r., w odniesieniu do zysku za 2024 r. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, zgodnie z rekomendacją Zarządu postanowiło o niewypłacie dywidendy. Rekomendacja wynikała z chęci zapewnienia Spółce kapitału niezbędnego do dalszego rozwoju jej działalności. Przyczyną takiej decyzji mogło być też planowane przejęcie Lilou.

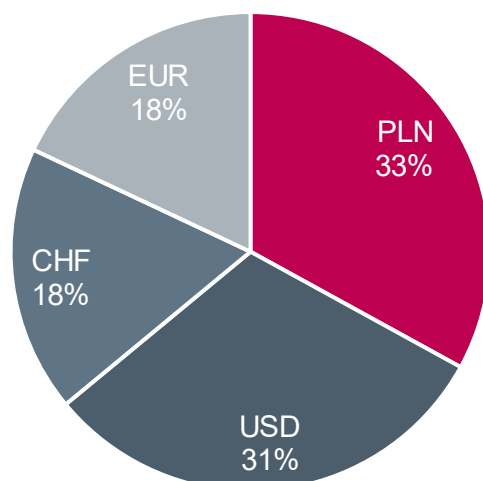
Widzimy ryzyko, że po przejęciu Lilou, co spowoduje znaczny przyrost długu, spółka może nie być skora do szczodrych wypłat dywidend w najbliższych latach.

Ryzyko walutowe

VRG posiada znaczącą ekspozycję na ryzyko kursowe i jest beneficjentem umacniania się PLN, a traci gdy PLN się osłabia.

Grupa jest najbardziej wyeksponowana na zmiany EUR/PLN ponieważ całość opłat za czynsze za lokale i biura denominowana jest w EUR, co jest standardem na rynku powierzchni

Podział zakupów według walut



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

komercyjnych. Płatności zobowiązań z tytułu leasingu lokali i biur łącznie z odsetkami wyniosły w 2024 r. ponad 120 mln PLN, a bieżące zobowiązanie z tytułu leasingu lokali i biur wynosi 311,5 mln PLN (jest to zdyskontowana wartość przyszłych płatności z tytułu najmu lokali i biur). Nawet mała zmiana w kursie EUR/PLN istotnie wpływa więc na koszty operacyjne (wyższe czynsze) oraz przychody i koszty finansowe grupy (wycena zobowiązania).

67% zakupów VRG odbywa się w walutach obcych, w tym 31% w USD (prawdopodobnie głównie zakupy w Azji), 18% w CHF (prawdopodobnie głównie zegarki i biżuteria) i 18% w EUR (prawdopodobnie zarówno biżuteria, jak i odzież). Z tego względu deprecjacja złotego niekorzystnie wpływa na marże brutto (wyższy koszt zakupu towarów).

ESG

Jak deklaruje spółka, w segmencie odzieżowym, większość europejskich i dalekowschodnich dostawców to duże firmy, które działają w środowisku międzynarodowym od wielu lat i produkują towary dla wielu znanych marek europejskich i światowych. W wielu z nich są przeprowadzane audyty przez ich klientów, jak i niezależne instytucje, a raporty z tych audytów są udostępniane VRG. Zdecydowana większość dostawców w VRG S.A. i część w DCG S.A., zarówno polskich, jak i zagranicznych, posiada certyfikację OEKOTEX Standard 100 w zakresie wyrobów tekstylnych (tkanin i dodatków) oraz spełnia Rozporządzenie REACH obowiązujące dla producentów z Unii Europejskiej. Spółki z segmentu odzieżowego nie zawierają w swoich umowach dotyczących zakupów zobowiązań dla dostawców odnoszących się do przestrzegania praw człowieka oraz niezatrudniania i niekorzystania z pracy dzieci, niemniej jednak wymaga od swoich dostawców, aby w ich zakładach produkcyjnych te prawa były przestrzegane oraz aby posiadali oni stosowne certyfikaty (np. BSCI, SMETA/SEDEX) i byli w stanie je przedstawić na żądanie VRG S.A. Jak podaje Grupa, stosowne certyfikaty posiadają wszyscy najwięksi dostawcy dla marek VRG. Są one także wymagane dla wszystkich nowych dostawców i stanowią kryterium

rozpoczęcia współpracy. Spółki z segmentu odzieżowego korzystają z bardziej wyspecjalizowanych producentów, a nie nastawionych głównie na duże wolumeny i niskie koszty. Spółki z segmentu nie prowadzą działań o monitorowaniu i ocenie efektów działalności społecznej i środowiskowej dostawców.

W segmencie jubilerskim, wybrani producenci biżuterii W.KRUK i dostawcy zagraniczni posiadają międzynarodowe certyfikaty lub przynależą do organizacji zrzeszających odpowiedzialnych przedsiębiorców. Czołowi kontrahenci należą do RJC (Responsible Jewellery Council) – międzynarodowej organizacji non-profit, która wyznacza standardy etyczne w branży jubilerskiej i certyfikuje firmy spełniające najwyższe kryteria.

Jak deklaruje VRG w oferowanych produktach Grupa wykorzystuje odnawialne i nieodnawialne zasoby naturalne, dokładając wszelkich starań, aby wpływ na kapitał naturalny był jak najmniejszy. Najczęściej wykorzystywane surowce pierwotne w segmencie odzieżowym to bawełna, len, wełna, skóra czy puch. Najczęściej wykorzystywane surowce pierwotne w segmencie jubilerskim to diamenty, inne kamienie szlachetne, złoto, srebro, platyna, inne metale szlachetne. Zarząd posiada tylko ograniczone informacje w odniesieniu do ich dostawców jednak podejmuje działania w celu ich identyfikacji. Grupa utrzymuje w ofercie marki W.KRUK biżuterię z diamentami tworzoną w laboratoriach, które stanowią alternatywę dla klientów poszukujących kamieni niepozyskiwanych bezpośrednio z płaszcza ziemskiego.

Spółka deklaruje, że skupia się na projektowaniu wyrobów i stosuje technologie, aby produkty były jak najtrwalsze i jak najdłużej służyły w zadowalającym stanie konsumentom i użytkownikom końcowym.

VRG posiada następujące operacyjne cele wewnętrzne związane ze zrównoważonym rozwojem w odniesieniu do znaczących grup produktów i usług, kategorii klientów, obszarów geograficznych i relacji z zainteresowanymi stronami:

- ❑ cel dla marek VRG S.A. to minimum 20% modelokolorów odzieży w każdej marce i minimum 25% sztuk odzieży z wykorzystaniem certyfikowanych surowców o ekologicznym podłożu - za 2024 rok było to odpowiednio 15% i 20%,
- ❑ cel dla marek segmentu odzieżowego w postaci dalszego braku wykorzystania futer naturalnych - brak wykorzystania za 2024 rok,
- ❑ cel w postaci rozszerzenia działań na rzecz cyrkularności odzieży i zbiórki ich w salonach marek segmentu odzieżowego - 4,1 ton odzieży zebranej w 2024 przez marki Wólczanka i

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p
przychody netto, w tym:	1 274,0	1 301,7	1 375,0	1 484,1	1 603,3	1 728,4	1 855,1	1 966,6	2 065,4	2 157,3	2 229,5	2 282,4	2 332,0
segment odzieżowy	648,2	592,8	604,1	644,0	662,7	668,5	680,0	698,0	723,2	749,2	776,0	795,4	815,3
segment jubilerski	625,7	708,9	770,9	840,1	940,6	1 059,9	1 175,1	1 268,7	1 342,2	1 408,1	1 453,5	1 487,0	1 516,7
zysk (strata) brutto ze sprzedaży	683,1	705,8	762,8	828,9	890,1	956,2	1 023,6	1 083,4	1 137,1	1 187,3	1 227,1	1 256,3	1 283,8
segment odzieżowy	359,1	333,6	355,3	385,2	396,3	399,8	406,7	417,4	432,4	448,0	464,1	475,7	487,5
segment jubilerski	324,0	372,2	407,5	443,7	493,8	556,4	616,9	666,1	704,7	739,3	763,1	780,7	796,3
marża brutto ze sprzedaży	53,6%	54,2%	55,5%	55,9%	55,5%	55,3%	55,2%	55,1%	55,1%	55,0%	55,0%	55,0%	55,1%
koszty SG&A	539,9	586,0	639,9	682,8	731,5	787,9	848,0	901,6	945,2	983,5	1 010,9	1 035,0	1 058,0
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-2,6	-7,7	3,9	-2,4	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
EBIT	140,6	112,1	126,8	143,0	154,6	164,3	171,5	177,9	187,9	199,8	212,2	217,3	221,8
marża EBIT	11,0%	8,6%	9,2%	9,6%	9,6%	9,5%	9,2%	9,0%	9,1%	9,3%	9,5%	9,5%	9,5%
EBITDA	250,3	239,4	261,1	280,3	298,3	313,9	327,4	339,4	354,9	371,5	388,1	397,0	406,0
marża EBITDA	19,7%	18,4%	19,0%	18,9%	18,6%	18,2%	17,6%	17,3%	17,2%	17,2%	17,4%	17,4%	17,4%
EBITDA skorygowana*	156,6	128,1	143,9	158,3	172,9	184,1	192,2	198,5	208,2	219,7	231,7	236,4	241,5
marża EBITDA skorygowana*	12,3%	9,8%	10,5%	10,7%	10,8%	10,6%	10,4%	10,1%	10,1%	10,2%	10,4%	10,4%	10,4%
saldo przychodów i kosztów finansowych	-23,0	12,9	-14,9	-16,7	-13,3	-12,0	-12,0	-12,5	-13,0	-13,5	-13,9	-14,2	-14,6
różnice kursowe	-12,9	25,5	3,6	6,0	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	-5,0	-6,2	-10,1	-12,0	-11,1	-11,5	-12,0	-12,5	-13,0	-13,5	-13,9	-14,2	-14,6
pozostałe	-5,1	-6,4	-8,4	-10,6	-2,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk przed opodatkowaniem	117,6	129,4	111,9	126,3	141,3	152,3	159,6	165,4	174,9	186,3	198,4	203,0	207,3
podatek dochodowy	24,7	27,6	24,1	25,1	26,8	28,9	30,3	31,4	33,2	35,4	37,7	38,6	39,4
Zysk netto	93,0	101,7	87,8	101,2	114,4	123,4	129,2	134,0	141,6	150,9	160,7	164,5	167,9
marża zysku netto	7,3%	7,8%	6,4%	6,8%	7,1%	7,1%	7,0%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,2%	7,2%
liczba akcji	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5	234,5
EPS	0,40	0,43	0,37	0,43	0,49	0,53	0,55	0,57	0,60	0,64	0,69	0,70	0,72

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)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p
aktywa trwałe	848,1	871,4	906,1	930,4	947,0	967,6	986,1	1 003,1	1 017,8	1 030,3	1 040,7	1 051,1	1 061,8
wartość firmy	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7
inne wartości niematerialne	199,4	198,8	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0	198,0
rzeczowe aktywa trwałe	60,4	75,5	85,2	94,3	101,9	108,7	113,5	115,1	115,8	115,9	115,4	115,7	116,0
aktywa z tytułu praw do użytkowania	262,4	274,5	300,0	315,0	324,0	337,8	351,4	366,7	380,6	393,0	403,9	414,0	424,3
pozostałe	23,2	19,9	20,3	20,3	20,4	20,4	20,5	20,5	20,6	20,6	20,7	20,7	20,8
aktywa obrotowe	663,5	658,4	775,4	847,0	925,1	1 022,6	1 104,3	1 188,6	1 237,0	1 287,2	1 336,9	1 380,0	1 423,3
zapasy	553,3	563,0	733,4	801,2	873,3	945,3	1 008,3	1 064,0	1 111,4	1 149,9	1 175,8	1 199,3	1 223,3
należności	14,4	17,1	25,0	26,7	28,9	31,1	33,4	35,4	37,2	38,8	40,1	41,1	42,0
środki pieniężne i ekwiwalenty	95,9	78,1	17,0	19,1	23,0	46,2	62,6	89,2	88,4	98,5	121,0	139,6	158,0
aktywa razem	1 511,7	1 529,8	1 681,6	1 777,4	1 872,2	1 990,2	2 090,4	2 191,7	2 254,8	2 317,5	2 377,6	2 431,1	2 485,1
kapitał własny	942,8	997,6	1 063,2	1 164,4	1 258,6	1 359,1	1 426,6	1 496,0	1 530,4	1 568,0	1 608,0	1 643,9	1 680,2
zobowiązania i rezerwy	568,9	532,2	618,4	613,0	613,6	631,1	663,8	695,8	724,4	749,5	769,6	787,2	804,9
zobowiązania długoterminowe	224,3	185,7	204,8	209,2	215,4	224,8	234,1	244,4	253,8	262,2	269,5	276,2	283,2
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	200,4	179,7	199,3	205,2	211,2	220,2	229,1	239,2	248,3	256,5	263,6	270,2	277,0
pozostały dług odsetkowy	20,7	2,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe	3,2	3,7	3,6	3,9	4,3	4,6	4,9	5,2	5,5	5,7	5,9	6,1	6,2
zobowiązania krótkoterminowe	344,6	346,5	413,6	403,8	398,2	406,4	429,7	451,4	470,6	487,3	500,1	510,9	521,7
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	101,6	101,6	104,3	107,5	110,6	115,3	120,0	125,2	130,0	134,3	138,0	141,5	145,0
pozostały dług odsetkowy	39,5	37,3	74,5	45,8	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	108,1	112,8	143,5	152,2	165,9	179,6	191,6	202,2	211,2	218,5	223,4	227,9	232,4
pozostałe	95,4	94,8	91,3	98,3	104,7	111,5	118,2	124,0	129,4	134,5	138,7	141,6	144,3
pasywa razem	1 511,7	1 529,8	1 681,6	1 777,4	1 872,2	1 990,2	2 090,4	2 191,7	2 254,8	2 317,5	2 377,6	2 431,1	2 485,1
BVPS	4,02	4,25	4,53	4,97	5,37	5,80	6,08	6,38	6,53	6,69	6,86	7,01	7,17

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

Cash flow (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p
wynik netto	93,0	101,7	87,8	101,2	114,4	123,4	129,2	134,0	141,6	150,9	160,7	164,5	167,9
amortyzacja	109,7	127,3	134,2	137,4	143,7	149,7	155,9	161,5	167,0	171,8	175,8	179,7	184,2
amortyzacja aktywów z tytułu praw do użytkowania	88,8	105,0	107,1	110,0	114,3	118,4	123,3	128,4	133,7	138,4	142,5	146,3	149,9
amortyzacja pozostałe	20,9	22,3	27,1	27,4	29,4	31,3	32,6	33,1	33,3	33,4	33,3	33,4	34,3
zmiana kapitału obrotowego	-39,4	-34,5	-134,8	-53,8	-54,2	-53,9	-46,7	-41,3	-34,9	-27,7	-18,1	-17,2	-17,7
przepływy z działalności operacyjnej	175,0	210,5	98,3	201,7	217,7	231,5	250,7	267,0	287,0	308,7	332,5	341,4	349,1
inwestycje (capex)	-29,8	-39,9	-47,1	-39,5	-40,1	-41,1	-40,4	-37,7	-37,1	-36,4	-35,8	-36,7	-37,6
przepływy z działalności inwestycyjnej	-24,5	-36,3	-38,2	-36,5	-37,1	-38,1	-37,4	-34,7	-34,1	-33,4	-32,8	-33,7	-34,6
wypłata dywidendy	-39,9	-46,9	-21,1	0,0	-20,2	-22,9	-61,7	-64,6	-107,2	-113,3	-120,7	-128,5	-131,6
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu dotyczących lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	-106,9	-119,3	-115,4	-110,0	-114,3	-118,4	-123,3	-128,4	-133,7	-138,4	-142,5	-146,3	-149,9
zmiana pozostałego zadłużenia odsetkowego	-12,3	-15,1	32,0	-30,5	-28,8	-17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
przepływy z działalności finansowej	-169,1	-191,9	-121,1	-163,1	-176,7	-170,2	-196,9	-205,6	-253,8	-265,2	-277,1	-289,1	-296,1
zmiana gotówki netto	-18,7	-17,8	-61,1	2,1	3,9	23,2	16,4	26,7	-0,9	10,1	22,5	18,6	18,5
DPS	0,17	0,20	0,09	0,00	0,09	0,10	0,26	0,28	0,46	0,48	0,51	0,55	0,56
CEPS*	0,51	0,55	0,52	0,60	0,66	0,71	0,74	0,77	0,80	0,84	0,89	0,90	0,92
FCFPS	0,25	0,13	-0,27	0,17	0,22	0,26	0,32	0,38	0,44	0,51	0,60	0,61	0,63

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

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p
zmiana sprzedaży	19,1%	2,2%	5,6%	7,9%	8,0%	7,8%	7,3%	6,0%	5,0%	4,5%	3,3%	2,4%	2,2%
zmiana EBITDA	24,2%	-4,4%	9,1%	7,4%	6,4%	5,2%	4,3%	3,7%	4,6%	4,7%	4,5%	2,3%	2,3%
zmiana EBIT	44,2%	-20,3%	13,2%	12,7%	8,1%	6,3%	4,4%	3,7%	5,6%	6,3%	6,2%	2,4%	2,1%
zmiana zysku netto	40,2%	9,4%	-13,7%	15,3%	13,0%	7,8%	4,8%	3,7%	5,7%	6,5%	6,5%	2,4%	2,1%
marża EBITDA	19,7%	18,4%	19,0%	18,9%	18,6%	18,2%	17,6%	17,3%	17,2%	17,2%	17,4%	17,4%	17,4%
marża EBIT	11,0%	8,6%	9,2%	9,6%	9,6%	9,5%	9,2%	9,0%	9,1%	9,3%	9,5%	9,5%	9,5%
marża netto	7,3%	7,8%	6,4%	6,8%	7,1%	7,1%	7,0%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,2%	7,2%
sprzedaż/aktyw a (x)	0,84	0,85	0,82	0,83	0,86	0,87	0,89	0,90	0,92	0,93	0,94	0,94	0,94
zadłużenie* / kapitał (x)	6,4%	4,0%	7,2%	3,9%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
odsetki** / EBITDA skorygowana	2,8%	2,5%	3,2%	3,8%	0,7%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
stopa podatkowa	21,0%	21,4%	21,5%	19,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	9,9%	10,2%	8,3%	8,7%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,3%	9,6%	10,0%	10,0%	10,0%
ROA	6,1%	6,6%	5,2%	5,7%	6,1%	6,2%	6,2%	6,1%	6,3%	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%
dług (gotówka) netto (mln PLN)*	-35,7	-38,5	59,3	26,7	-6,0	-46,2	-62,6	-89,2	-88,4	-98,5	-121,0	-139,6	-158,0

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 lipca 2025 Grupa VRG podpisała przedwstępną, warunkową umowę dotyczącą nabycia spółek zarządzających marką Lilou, której sieć sprzedaży będącą przedmiotem transakcji obejmuje 43 salony (2 salony za granicą nie są przedmiotem transakcji i będą wygaszone). 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. Dostrzegamy ryzyko, że potencjał wzrostu Lilou może okazać się niższy od założeń Zarządu, co może oznaczać przeplacenie za 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.
- ❑ **Fiasco na rynku Węgierskim** - w 2023 r. W.KRUK wszedł na rynek Węgierski i dziś posiada już na nim 11 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 2024 r. dzieliły się w 33% na PLN, 31% USD, 18% EUR i 18% CHF. Czynsze 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. Wahanie 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
IFIRMA	Neutralnie	24 wrz 24	22,80	20,80	Seweryn Żołtyński
Ambra	Akumuluj	1 paź 24	26,10	30,40	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kw 25	22,90	25,40	Seweryn Żołtyński
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołtyński
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gawkowski
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 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołtyński

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, IFIRMA, IMS, VRG i Shoper uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 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	7	54%
Akumuluj	5	38%
Neutralnie	1	8%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

Nie wydano 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

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.