

VRG – komentarz po wynikach za 3Q'25

14.11.2025

VRG - wyniki kwartalne

	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	r/r
Przychody	297,1	402,3	278,2	340,8	311,5	444,6	293,6	377,5	345,9	11,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	161,0	218,7	149,4	191,7	167,0	254,7	159,3	214,9	188,2	12,7%
Marża brutto ze sprzedaży	54,2%	54,4%	53,7%	56,3%	53,6%	57,3%	54,3%	56,9%	54,4%	+0,8 p.p.
Koszty SG&A	140,1	169,5	145,5	155,0	153,8	185,6	154,5	166,8	163,9	6,6%
Koszty SG&A jako% przychodów	47,1%	42,1%	52,3%	45,5%	49,4%	41,8%	52,6%	44,2%	47,4%	-2 p.p.
Zysk ze sprzedaży	21,0	49,2	4,0	36,7	13,2	69,1	4,9	48,1	24,2	84,0%
Pozostałe	-1,3	-4,8	-1,3	4,2	-0,4	1,5	-1,2	-2,5	-0,9	-
EBIT	19,7	44,4	2,7	40,8	12,8	70,6	3,7	45,6	23,3	83,0%
Marża EBIT	6,6%	11,0%	1,0%	12,0%	4,1%	15,9%	1,3%	12,1%	6,7%	+2,7 p.p.
EBITDA	51,6	77,4	36,1	73,9	45,9	105,2	37,9	79,2	57,3	24,8%
Marża EBITDA	17,4%	19,2%	13,0%	21,7%	14,7%	23,7%	12,9%	21,0%	16,6%	+1,8 p.p.
zysk netto razem	0,9	49,9	2,2	28,2	10,1	47,2	6,0	28,6	12,4	22,2%
Marża zysku netto	0,3%	12,4%	0,8%	8,3%	3,3%	10,6%	2,0%	7,6%	3,6%	+0,3 p.p.
CF Operacyjny	25,9	144,1	-46,2	23,3	-19,9	141,1	-45,4	71,7	17,8	-
CF Inwestycyjny	-5,8	-13,6	-11,5	-5,3	-8,5	-13,0	-7,1	-8,8	-12,6	48,8%
CF Finansowy	-24,7	-167,3	-5,2	-11,7	18,7	-122,9	48,5	-58,9	-7,8	-
Liczba sklepów	517	513	513	502	496	496	476	478	478	-3,6%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	52,6	52,5	52,4	51,0	50,5	50,6	48,6	48,9	48,9	-3,2%

mIn PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

VRG w 3Q'25 zanotowało istotną poprawę wyników w porównaniu do analogicznego kwartału roku ubiegłego. Wyniki były lepsze zarówno od konsensusu, jak i naszych, nieco wyższych od konsensusu prognoz. Pozytywnie zaskoczył segment odzieżowy, który w 3Q'25 wypracował istotnie mniejszą stratę na poziomie operacyjnym (strata w 3Q'25 jest w segmencie normalna ze względu na sezonowość). Dzięki temu EBIT Grupy był w minionym kwartale lepszy o 83% r/r, a EBITDA MSSF16 o 24,8% r/r. Wynik netto przyszedł o 22,2% r/r, a dynamika była niższa głównie ze względu na negatywne różnice kursowe. Zarząd jest optymistycznie nastawiony do trwającego 4Q'25, który jest najistotniejszym wynikiem kwartałem w roku dla Grupy VRG.

Segment jubilerski w 3Q'25 odnotował wzrost przychodów w wysokości 10,9% r/r, przy sprzedaży na m² wyższej o 1,8% i 8% wzroście powierzchni r/r. Niski przyrost sprzedaży na m² nie jest zaskoczeniem – W.KRUK w ostatnim roku otwiera powierzchnię w mniej atrakcyjnych lokalizacjach w Polsce (ze względu na wysokie nasycenie salonami w topowych miejscach) oraz na relatywnie młodym rynku tj. na Węgrzech. Przyrost sprzedaży na m² w starszych salonach był „wysoki jednocyfrowy”. Grupa notuje poprawę sprzedaży biżuterii, przy niewielkiej dynamice sprzedaży zegarków. Pomimo wzrostu cen złota, VRG notuje wzrost zainteresowania złotą biżuterią. Marża brutto segmentu jubilerskiego jest od lat bardzo stabilna, a w 3Q'25 wyniosła 52,4% (+0,2 p.p. r/r). Koszty SG&A w 3Q'25 rosły szybciej od przychodów bo o 14,8% r/r. Ich szybszy wzrost wynika z istotnego poziomu otwarć nowych salonów, które jeszcze nie generują zakładanej sprzedaży oraz rozwoju na Węgrzech, gdzie liczba salonów jeszcze nie jest docelowa, ale baza kosztów, przy których możliwe będzie obsłużenie większej ilości sklepów została już zbudowana. Wynik EBIT segmentu był o 4,1% lepszy r/r, a wynik netto nieco gorszy (-3,2%), głównie ze względu na mniej korzystne r/r saldo różnic kursowych.

Segment odzieżowy w 3Q'25 odnotował wzrost przychodów w wysokości 11,3% r/r, przy sprzedaży na m² wyższej o 20,5% i 7,6% spadku powierzchni r/r. Spadek powierzchni wynika z zamknięć powierzchni nierentownej i zamknięć powierzchni z inicjatywy franczyzobiorców. Za istotną poprawą przychodów na m² poza zamknięciami najgorszych lokalizacji, stoi głównie wyraźna poprawa kolekcji i zatowarowania. Dzięki zamknięciom i innym oszczędnościom, koszty SG&A był stabilne r/r, dzięki czemu segment odnotował wyraźnie niższą stratę operacyjną (-5,3 mln PLN w 3Q'25 vs. -14,8 mln PLN w 3Q'24). Poprawa na poziomie wyniku netto była niższa, głównie ze względu na wspomniane już mniej korzystne saldo różnic kursowych r/r.

Zarząd jest pozytywnie nastawiony do wyniku w 4Q'25 i zakłada poprawę wyniku operacyjnego r/r, mimo mocnej bazy roku ubiegłego. Dynamiki sprzedaży w ostatnim miesiącu ubiegłego kwartału tj. we wrześniu były bardzo mocne (+20,1% r/r w segmencie jubilerskim i +16,9% r/r w odzieżowym), a według informacji przekazywanych na konferencji również październik był dobrym miesiącem. Nowa kolekcja segmentu odzieżowego została dobrze przyjęta przez

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

klientów, VRG zakłada również osiągnięcie lepszych marż w segmencie. Grupa podtrzymała plan poprawy zysku operacyjnego w obu segmentach w 2025 r. co oznacza, że w segmencie jubilerskim w 4Q'25 Grupa zakłada wzrost EBIT o co najmniej 1,8 mln PLN, przy zakładanych stabilnych marżach. Biorąc pod uwagę trendy i komunikację Zarządu zakładamy mocniejszą poprawę w segmencie odzieżowym.

Grupa zaprezentowała również cele dla 2026 r. Planowane jest otwarcie 20 nowych salonów w segmencie jubilerskim - nieco powyżej naszych założeń oraz tempa otwarć w roku bieżącym (+17). Te cele nie obejmują planów dotyczących sieci Lilou, których jeszcze nie poznaliśmy. Sieć zgodnie z harmonogramem ma zostać przejęta w 1Q'26. Planowana jest też dalsza, choć wolniejsza optymalizacja w segmencie odzieżowym (-11 lokalizacji, blisko naszych założeń). W kolejnych latach powierzchnia segmentu odzieżowego może nadal nieznacznie spadać, choć w jeszcze wolniejszym tempie. Grupa planuje w przyszłym roku poprawić marżę brutto i rentowność operacyjną, przy wyższej sprzedaży w obu segmentach. Zarząd VRG nie zakłada, że w biznesie jubilerskim na Węgrzech w 2026 r. będzie w stanie osiągnąć poziom break even ze względu na planowany dalszy rozwój na tym rynku oraz niską dojrzałość sieci.

Grupa poszukuje zainteresowanego na przejęcie marki Deni Cler, a w dłuższym terminie nie wyklucza kolejnych przejęć w segmencie jubilerskim.

Seweryn Żołyniak, CFA

Doradca Inwestycyjny

Biuro Maklerskie Banku Millennium SA

e-mail: seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

VRG - segmenty

	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	r/r
Segment jubilerski										
Przychody	169,8	229,3	156,0	178,1	180,3	256,4	163,7	201,6	200,0	10,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	89,5	120,6	82,1	93,2	94,1	138,1	85,1	106,2	104,9	11,4%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	52,7%	52,6%	52,6%	52,3%	52,2%	53,9%	52,0%	52,7%	52,4%	+0,2 p.p.
Koszty SG&A	56,3	77,3	57,4	64,5	66,3	88,8	67,2	73,5	76,1	14,8%
<i>Koszty SG&A jako% przychodów</i>	33,2%	33,7%	36,8%	36,2%	36,8%	34,6%	41,0%	36,5%	38,1%	+1,3 p.p.
Zysk ze sprzedaży	33,2	43,4	24,7	28,6	27,8	49,3	17,9	32,7	28,7	3,2%
Pozostałe	-0,2	0,3	-0,4	0,3	-0,3	0,6	-0,3	0,0	0,0	-
EBIT	33,0	43,6	24,3	28,9	27,6	49,9	17,6	32,6	28,7	4,1%
<i>Marża EBIT</i>	19,4%	19,0%	15,6%	16,2%	15,3%	19,5%	10,8%	16,2%	14,3%	-0,9 p.p.
zysk netto razem	19,8	41,1	19,9	21,4	22,0	36,2	18,2	20,2	21,3	-3,2%
<i>Marża zysku netto</i>	11,7%	17,9%	12,8%	12,0%	12,2%	14,1%	11,1%	10,0%	10,7%	-1,6 p.p.
Liczba sklepów	159	163	167	171	174	177	179	183	186	6,9%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	12,7	13,0	13,4	13,9	14,2	14,5	14,7	15,1	15,3	8,0%
Segment odzieżowy										
Przychody	127,3	173,0	122,2	162,6	131,1	188,2	129,9	175,9	146,0	11,3%
Vistula	51,8	63,0	46,9	63,7	50,7	70,2	50,0	70,9	56,3	11,0%
Bytom	38,9	52,8	34,6	54,2	41,9	59,6	39,4	60,5	47,0	12,2%
Wólczanka	20,3	35,9	25,2	30,1	24,5	38,8	24,4	29,3	25,2	2,9%
Deni Cler	12,4	17,2	13,7	13,0	11,8	17,0	13,6	13,3	12,8	8,5%
Pozostałe	3,9	4,1	1,8	1,6	2,2	2,6	2,5	1,9	4,7	107,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,5	98,0	67,3	98,5	72,9	116,6	74,2	108,7	83,3	14,3%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	56,2%	56,7%	55,1%	60,6%	55,6%	62,0%	57,1%	61,8%	57,1%	+1,5 p.p.
Koszty SG&A	83,7	92,2	88,1	90,5	87,5	96,8	87,2	93,3	87,8	0,3%
<i>Koszty SG&A jako% przychodów</i>	65,7%	53,3%	72,1%	55,6%	66,7%	51,4%	67,2%	53,0%	60,2%	-6,6 p.p.
Zysk ze sprzedaży	-12,2	5,8	-20,7	8,0	-14,7	19,8	-13,1	15,4	-4,5	-69,3%
Pozostałe	-1,0	-5,1	-0,9	3,9	-0,1	0,8	-0,9	-2,4	-0,8	
EBIT	-13,2	0,7	-21,6	11,9	-14,8	20,6	-13,9	13,0	-5,3	-64,0%
<i>Marża EBIT</i>	-10,4%	0,4%	-17,7%	7,3%	-11,3%	11,0%	-10,7%	7,4%	-3,7%	+7,6 p.p.
zysk netto razem	-18,9	8,7	-17,7	6,8	-11,9	11,0	-12,2	8,5	-8,9	-25,0%
<i>Marża zysku netto</i>	-14,8%	5,1%	-14,5%	4,2%	-9,1%	5,8%	-9,4%	4,8%	-6,1%	+3 p.p.
Liczba sklepów	358	350	346	331	322	319	297	295	292	-9,3%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	39,8	39,5	39,0	37,1	36,3	36,1	33,9	33,8	33,5	-7,6%

mIn PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

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

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych.

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 sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały 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).

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 na pierwszej stronie niniejszego raportu sporządziły analizę. 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 w 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. Raport został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz Rynków Kapitałowych. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. 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.

Rozwiązania organizacyjne, administracyjne i bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce przeciwdziałania konfliktom interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. Skuteczne zarządzanie konfliktem interesów ma na celu działanie w najlepiej pojętym interesie Klienta i jest realizowane poprzez ustanowione środki ograniczania takiego ryzyka. W tym celu zostały wdrożone zasady odnoszące się do przyjmowania oraz przekazywania świadczeń pieniężnych i niepieniężnych, tzw. zachęt a także zawierania transakcji osobistych Osób zaangażowanych w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określają 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 określają 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 i uniemożliwienia wykorzystywania oraz przetwarzania informacji poufnych i przestrzegania tajemnicy zawodowej w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

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