

VRG

kupuj

handel

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa¹: 5,00

Cena docelowa: 6,27

Segment odzieżowy znów pozytywnie zaskakuje

VRG pokazało w 3Q'25 mocne wyniki, a pozytywnie zaskoczyło przede wszystkim 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). Co więcej, klienci bardzo dobrze przyjęli nową kolekcję jesień-zima, a zarząd jest optymistycznie nastawiony do wyniku w 4Q'25 i zakłada poprawę wyniku operacyjnego r/r, mimo mocnej bazy roku ubiegłego. W znacznie istotniejszym segmencie jubilerskim wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami tj. nieco lepszy r/r, a dalszej stabilnej poprawy oczekujemy również w 4Q'25 i kolejnych latach.

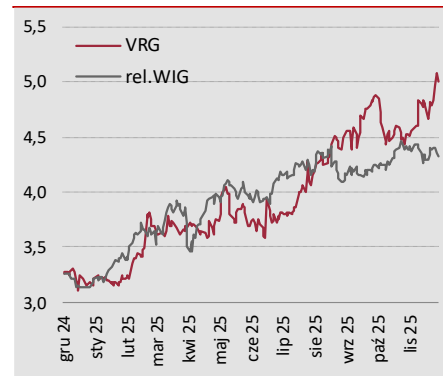
W związku z lepszymi od naszych założeń wynikami w 3Q'25, zakomunikowanym przez zarząd oczekiwaniem dobrego 4Q'25 oraz celów dla 2026, zrewidowaliśmy nasze prognozy na cały 2025 r. i kolejne lata. Od poprzedniej wyceny wzrosły również wskaźniki wyceny dla firm porównawczych oraz spadły rentowności obligacji skarbowych, będące w naszej wycenie bazą do obliczania stopy dyskonta. W efekcie zmieniamy cenę docelową dla akcji VRG z 5,57 PLN do 6,27 PLN za akcję i utrzymujemy rekomendację „kupuj”.

Zarząd VRG przy okazji publikacji wyników kwartalnych zaprezentował też cele dla 2026 r. Spółka zakłada w tym okresie wzrost sprzedaży w obu segmentach i poprawę marży brutto, przy utrzymaniu pod kontrolą kosztów operacyjnych. Na poziomie segmentów Grupa zakłada poprawę rentowności w segmencie odzieżowym oraz wzrost nominalnego zysku operacyjnego w segmencie jubilerskim. Oznacza to możliwy spadek marż w segmencie jubilerskim, ale nie jest to zaskoczeniem ze względu na szybki wzrost sieci w słabszych lokalizacjach (ze względu na nasycenie sieci W.KRUK w najlepszych punktach). W przyszłym roku VRG zakłada otwarcie 20 nowych salonów w segmencie jubilerskim (vs. 17 otwartych w roku bieżącym) i zamknięcie 11 w segmencie odzieżowym (vs. zamknięcie 33 w roku bieżącym).

Zaprezentowane cele na poziomie wyników nie były dla nas zaskakujące, jednak w kontekście planów rozwoju sieci oceniamy je lekko pozytywnie. Nieznacznie przyspieszyć ma tempo rozwoju segmentu jubilerskiego oraz istotnie spowolnić tempo zamykania salonów w segmencie odzieżowym. Co więcej, w kolejnych latach powierzchnia segmentu odzieżowego nie powinna już podlegać dalszym istotnym spadkom, a jedynie niewielkim korektom.

Zarówno w 4Q'25 jak i w kolejnych latach spółce sprzyjać będzie korzystne otoczenie makroekonomiczne, w tym istotny wzrost konsumpcji.

W naszej wycenie, w dalszym ciągu nie uwzględniamy przejścia Lilou, gdyż nadal nie znamy planów rozwoju tej sieci, która ma zostać przejęta w 1Q'26. W przyszłości w naszej opinii, przejście daje szansę na rewizję wyceny VRG w górę.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	5,10 / 3,00		
Liczba akcji (mln)	234,5		
Kapitałizacja (mln PLN)	1 172,3		
EV (mln PLN)	1 318,3		
Free float (mln PLN)	281,5		
Średni obrót (mln PLN)	0,34		
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	10,4%	10,6%	53,4%
Zmiana WIG	-1,3%	3,7%	32,8%

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	125,9	260,1	143,0	111,0	86,9	0,37	0,51	4,53	13,49	1,10	1,8%	10,5	8,4%
2025p	1 494,1	149,2	286,6	165,4	133,7	106,8	0,46	0,63	4,99	10,98	1,00	0,0%	8,8	9,6%
2026p	1 616,8	165,1	311,0	184,2	149,0	120,7	0,51	0,70	5,41	9,72	0,92	1,8%	8,0	9,9%
2027p	1 751,7	174,3	326,2	196,0	161,6	130,9	0,56	0,75	5,87	8,95	0,85	2,1%	7,6	9,9%

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 - cena rynkowa z dnia 03.12.2025 r., godz. 17:00

Kluczowe wnioski

Segment jubilerski

- ❑ Segment jubilerski w 3Q'25 pokazał lepszą sprzedaż (+10,9% r/r) i względnie stabilne wyniki operacyjne (+4,1% r/r) pomimo wzrostu powierzchni sprzedaży o 8% r/r. Niski przyrost sprzedaży na m² (+1,8% r/r) 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”.
- ❑ Koszty SG&A segmentu w 3Q'25 rosły szybciej bo o 14,8% r/r, co 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.
- ❑ Na 2026 r. VRG zakłada wzrost sprzedaży segmentu i poprawę nominalnego zysku operacyjnego (możliwa niższa rentowność).
- ❑ W 2026 r. planowane jest otwarcie 20 nowych salonów w segmencie - nieco powyżej naszych poprzednich założeń oraz planowanego tempa otwarć w roku bieżącym (+17). Po 2026 r. zakładamy spowolnienie tempa otwarć salonów W.KRUK, a ostatecznie dojście do ok. 260 salonów w W. Kruk w Polsce i za granicą.
- ❑ Te cele nie obejmują planów dotyczących sieci Lilou, których jeszcze nie poznaliśmy. Sieć zgodnie z harmonogramem ma zostać przejęta w 1Q'26, a do pełnej konsolidacji wyników dojdzie w 2Q'26. Póki co nie uwzględniamy transakcji w naszym modelu ze względu na brak możliwości sporządzenia wiarygodnych prognoz, uznając obecnie transakcję za neutralną w kontekście wyceny VRG.
- ❑ W dłuższym okresie zarząd nie wyklucza kolejnych przejęć w segmencie.
- ❑ Wysokie ceny metali szlachetnych z opóźnieniem przekładają się na wzrost cen produktów w sklepach VRG. Nawet zakładając spadek popytu w średnim okresie, zakładamy pozytywny wpływ na nominalną sprzedaż, co przy utrzymaniu stałej marży brutto może przynieść poprawę zysku brutto ze sprzedaży segmentu. Póki co, spółka nie widzi spadku popytu na złotą biżuterię
- ❑ 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

Segment odzieżowy

- ❑ Segment odzieżowy w 3Q'25 odnotował wzrost przychodów w wysokości 11,3% r/r, przy sprzedaży na m² wyższej o 20,5%. Dzięki zamknięciom i innym oszczędnościom, koszty SG&A były 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).
- ❑ Segment wspierają zamknięcia najgorszych lokalizacji, poprawa kolekcji, w tym nacisk na odzież formalną, poprawa zatowarowania, wyższe nakłady marketingowe i korzystniejsze kursy walutowe.
- ❑ Nowa kolekcja segmentu odzieżowego została dobrze przyjęta przez klientów, VRG zakłada w 4Q'25 osiągnięcie lepszych marż r/r w segmencie.
- ❑ Na 2026 r. VRG zakłada wzrost sprzedaży segmentu i poprawę rentowności operacyjnej.
- ❑ Planowana jest też dalsza, choć wolniejsza optymalizacja powierzchni (-11 lokalizacji w 2026 r. i 275 lokali na koniec roku). Grupa jest już więc blisko docelowej wielkości sieci odzieżowej i zakładamy, że segment od kolejnego roku ustabilizuje wyniki.
- ❑ Zakładamy, że w kolejnych okresach postępować będzie powrót klientów, którzy w ostatnich latach mogli odwrócić się od marek VRG. Powinni być też bardziej przyzwyczajeni do polityki niższego rabatowania w okresie wyprzedaży. Zakładamy dalszy pozytywny wpływ zamknięć nierentownych salonów, choć efekt nie będzie już tak duży jak w 2025 r.
- ❑ Największy potencjał poprawy wyników widzimy w Vistuli, która pomimo że ma największą sieć i przychody wśród marek segmentu odzieżowego, to jej wynik jest słabszy od Bytomia i zbliżony do wyraźnie mniejszej Wólczanki. Marka ma dalszy potencjał poprawy kolekcji męskich, rozwoju kolekcji damskich, a sprzedaż powinna być wspierana działaniami marketingowymi.
- ❑ Grupa poszukuje zainteresowanego na przejęcie 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 1 397 mln PLN, czyli 5,96 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1 687 mln PLN (7,19 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 1 469 mln PLN, czyli 6,27 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację „kupuj” dla VRG.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	1 397	5,96	75%
Wycena porównawcza	1 687	7,19	25%
Wycena VRG	1 469	6,27	

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	32 571	10,5	9,8	9,4	7,1	6,9	6,8
Signet Jewelers	SIG	USA	13 269	10,2	9,6	8,5	6,9	6,8	6,4
Lao Feng	900905	Chiny	9 848	7,7	6,9	6,4	5,3	4,9	4,8
Vivara Participacoes	VIVA3	Brazylia	5 841	13,3	11,4	9,6	10,5	9,3	8,0
Chow Sang Sang	116	Hong Kong	3 748	5,8	5,5	5,0	5,0	4,9	5,0
Watches of Switzerland	WOSG	Wlk. Brytania	5 424	12,0	11,8	10,8	8,7	8,6	8,0
Segment jubilerski - mediana				10,4	9,7	8,9	7,0	6,9	6,6
Segment odzieżowy									
Inditex	ITX	Hiszpania	725 130	28,3	27,3	25,0	15,2	14,5	13,6
H&M	HMB	Szwecja	111 949	25,0	21,3	19,4	8,4	7,8	7,5
Next	NXT	Wlk. Brytania	84 069	22,5	19,6	18,3	14,1	12,5	11,9
LPP	LPP	Polska	32 153	16,8	15,9	14,1	8,7	7,5	6,4
GAP	GAP	USA	36 349	13,1	12,5	11,7	8,3	8,0	7,7
Hugo Boss	BOSS	Niemcy	10 441	10,5	9,6	8,9	4,8	4,6	4,4
Segment odzieżowy - mediana				19,7	17,7	16,2	8,5	7,9	7,6
Mediana (80% segment jubilerski, 20% segment odzieżowy)				12,2	11,3	10,4	7,3	7,1	6,8
VRG zysk netto (mIn PLN)				106,8	120,7	130,9			
VRG EBITDA (mIn PLN)							286,6	311,0	326,2
Wycena VRG na podstawie poszczególnych wskaźników (mIn PLN)				1305,9	1368,3	1360,1	1951,5	2059,8	2073,6
Wycena				1 686,5					
Liczba akcji (mIn)				234,5					
Wycena na 1 akcję				7,19					

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-12-03 17:00

Wycena DCF

(mln PLN)	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	>2034p
Przychody	1494,1	1616,8	1751,7	1885,7	1996,3	2098,1	2193,3	2262,0	2314,1	2364,4	
EBIT skorygowany *	136,9	152,9	162,6	170,0	176,1	186,6	198,8	210,9	215,7	220,3	
Stopa podatkowa (T)	20,1%	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)	109,4	123,9	131,7	137,7	142,6	151,1	161,0	170,8	174,7	178,4	
Amortyzacja**	28,4	31,3	33,4	34,7	35,0	34,9	34,6	34,3	34,2	35,0	
Zmiana w kapitale obrotowym	-54,6	-65,0	-59,0	-43,0	-41,5	-32,1	-24,9	-18,4	-17,4	-17,8	
CAPEX	-42,0	-44,9	-43,9	-42,3	-38,8	-37,2	-36,3	-36,0	-36,9	-37,8	
FCFF	41,2	45,3	62,2	87,1	97,3	116,6	134,4	150,7	154,7	157,8	
zmiana FCF		10,0%	37,2%	40,1%	11,7%	19,8%	15,2%	12,1%	2,7%	2,0%	2,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,1%	3,2%	4,0%	4,1%	4,4%	4,6%	4,9%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%
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	1,04	1,02	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszty długu	6,1%	5,2%	6,0%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%
Koszt kapitału własnego	9,3%	8,3%	9,0%	9,1%	9,4%	9,6%	9,9%	9,8%	9,9%	10,1%	10,2%
WACC	9,1%	8,2%	9,0%	9,1%	9,4%	9,6%	9,9%	9,8%	9,9%	10,1%	10,2%
PV (FCF)	40,9	41,7	52,0	66,7	67,6	73,4	75,7	78,0	72,0	66,1	822,2
Wartość DCF (mln PLN)	1456,2										
(Dług) Gotówka netto	-59,3										
Wycena DCF (mln PLN)	1396,9										
Liczba akcji (mln)	234,5										
Wycena 1 akcji	5,96										

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 5,2% (zmiana z 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	4,2%	5,92	6,17	6,44	6,76	7,13
	4,7%	5,72	5,94	6,19	6,46	6,79
	5,2%	5,55	5,74	5,96	6,20	6,48
	5,7%	5,39	5,56	5,76	5,98	6,22
	6,2%	5,24	5,40	5,58	5,77	5,99
Beta nielewarowana	0,8	6,35	6,62	6,92	7,27	7,67
	1,0	5,55	5,74	5,96	6,20	6,48
	1,2	4,90	5,05	5,21	5,39	5,59

Źródło: BM Banku Millennium

Wyniki 3Q'25

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%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	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%
<i>Koszty SG&A jako% przychodów</i>	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%
<i>Marża EBIT</i>	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%
<i>Marża EBITDA</i>	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%
<i>Marża zysku netto</i>	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 Inw estycyjny	-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%

mln 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 przyrósł o 22,2% r/r, a dynamika była niższa głównie ze względu na negatywne różnice kursowe.

Segment jubilerski

	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	r/r
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%

mln PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

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 dynamikę dwucyfrową na sprzedaży biżuterii, przy stabilnej 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 z 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% r/r), głównie ze względu na mniej korzystne r/r saldo różnic kursowych.

Budżet na marketing wizerunkowy segmentu jubilerskiego w okresie 1-3Q'25 był zbliżony do ubiegłorocznego (8,4 mln PLN vs. 7,9 mln PLN w 1-3Q'24).

Segment odzieżowy

Segment odzieżowy

	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	r/r
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%
Marża brutto ze sprzedaży	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%
Koszty SG&A jako% przychodów	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%
Marża EBIT	-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%
Marża zysku netto	-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. m ²)	39,8	39,5	39,0	37,1	36,3	36,1	33,9	33,8	33,5	-7,6%
EBIT sklepów * MSR 17	6,1	28,6	-2,3	28,3	6,3	44,0	6,3	37,2	15,7	149,2%
Vistula	2,4	8,0	-1,7	10,4	1,1	12,9	-0,1	12,7	4,2	281,8%
Bytom	1,3	7,4	-3,4	10,3	1,8	13,9	0,8	14,7	5,8	222,2%
Wólczanka	0,6	8,0	0,2	5,0	2,0	12,3	3,4	7,3	4,1	105,0%
Deni Cler	1,8	5,2	2,6	2,6	1,4	4,9	2,2	2,5	1,6	14,3%

mln PLN

* - zgodnie z podejściem Grupy zysk sklepów bez kosztów centrali

Źródło: VRG, BMBanku Millennium

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, w tym nacisk na odzież formalną, poprawa zatowarowania i wyższe nakłady marketingowe. Niższy poziom rabatowania, lepsza oferta i korzystniejsze kursy walutowe skutkowały lepszą marżą brutto (+1,5 p.p.). Dzięki zamknięciom i innym oszczędnościom, koszty SG&A były 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.

Wynik EBIT sklepów MSR17* w podziale na marki najstotniej poprawiła Vistula (+281,8% r/r) oraz Bytom (+222,2% r/r), istotnie poprawiła Wólczanka (+105% r/r), a najwolniejszą poprawę odnotowano w Deni Cler (+14,3% r/r). Dobry wynik Vistuli wspierała pierwsza od 2018 r. kampania telewizyjna marki.

W bieżącym roku VRG zwiększyło istotnie budżet marketingowy segmentu odzieżowego. W 1-3Q'25 wydatki na marketing wizerunkowy segmentu odzieżowego wyniosły 9,7 mln PLN w porównaniu do 5,4 mln PLN w 1-3Q'24.

* - zgodnie z podejściem spółki jest to wynik sieci bez uwzględniania kosztów centrali, a dodatkowo pod MSR17 tj. przy rozliczaniu kosztów najmu faktycznie poniesionych i w całości w kosztach operacyjnych (vs. w obowiązującym MSSF16 rozlicznych liniowo w amortyzacji i kosztach finansowych)

Założenia VRG na 4Q'25

Zarząd jest optymistycznie 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 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.

Cele na 2026 r.

Grupa zaprezentowała również cele dla 2026 r. Przyszły rok ma być okresem stabilizacji i utrwalania modelu biznesowego opartego na dwóch silnych segmentach.

- ❑ VRG zakłada w 2026 wzrost sprzedaży w obu segmentach i poprawę marży brutto, przy trzymaniu pod kontrolą kosztów operacyjnych. Na poziomie segmentów Grupa zakłada poprawę rentowności w segmencie odzieżowym oraz wzrost nominalnego zysku operacyjnego w segmencie jubilerskim (co oznacza możliwy spadek marż).
- ❑ W 2026 r. planowane jest otwarcie 20 nowych salonów w segmencie jubilerskim - nieco powyżej naszych poprzednich założeń oraz planowanego tempa otwarć w roku bieżącym.
- ❑ Te cele nie obejmują planów dotyczących sieci Lilou, których jeszcze nie poznaliśmy. Sieć zgodnie z harmonogramem ma zostać przejęta w 1Q'26, a do pełnej konsolidacji wyników dojdzie w 2Q'26.
- ❑ Planowana jest też dalsza, choć wolniejsza optymalizacja w segmencie odzieżowym (-11 lokalizacji w 2026 r. vs. -33 w 2025 r.). W kolejnych latach powierzchnia segmentu odzieżowego może nadal nieznacznie spadać.
- ❑ 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.

Założenia na kolejne okresy

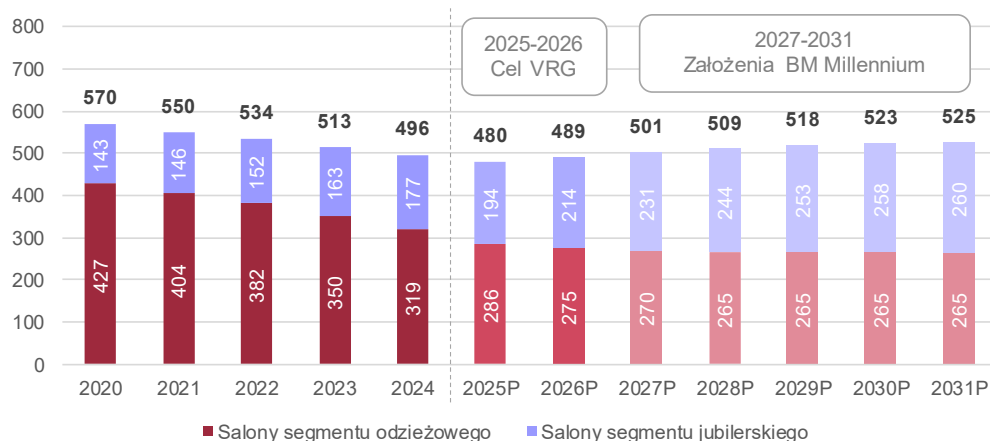
Po 2026 r. zakładamy spowolnienie tempa otwarć salonów W.KRUK, a ostatecznie dojście do ok. 260 salonów w W. Kruk w Polsce i za granicą. W segmencie odzieżowym zakładamy dojście do poziomu 265 lokali w 2028 r., a w kolejnych latach utrzymanie tego poziomu.

W przyszłym roku oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w segmencie odzieżowym tj. dalszej poprawy sprzedaży na m² i dalszej poprawy rentowności operacyjnej, choć oczekujemy już słabszej dynamiki niż w 2025 r. Oczekujemy dalszego pozytywnego efektu zmian zapoczątkowanych w 2024 r. Zakładamy, że postępować będzie powrót klientów, którzy w ostatnich latach mogli odwrócić się od marek VRG, powinni być też bardziej przyzwyczajeni do polityki niższego rabatowania w okresie wyprzedaży. Zakładamy dalszy pozytywny wpływ zamknięć nierentownych salonów, choć efekt nie będzie już tak pozytywny jak w 2025 r.

Największy potencjał poprawy wyników widzimy w Vistuli, która pomimo że ma największą sieć i przychody wśród marek segmentu odzieżowego, to jej wynik operacyjny jest słabszy od Bytomia i zbliżony do wyraźnie mniejszej Wólczanki. Marka ma dalszy potencjał poprawy kolekcji męskich, rozwoju kolekcji damskich, a sprzedaż powinna być wspierana działaniami marketingowymi.

Pierwszym kwartałem, w którym było widać wyraźny wpływ nowego podejścia do segmentu odzieżowego był 4Q'24, a więc zarówno w końcówce 2025 r. jak i w przyszłym roku wyniki będziemy porównywać już do bardziej wymagającej bazy.

W segmencie jubilerskim zakładamy dalszy stabilny wzrost. Otwarcia nowych punktów W.KRUK, będą podobnie jak w roku bieżącym skupione na słabszych lokalizacjach w Polsce (ze względu

Liczba salonów stacjonarnych VRG


Źródło: VRG, BM Banku Millennium

na wysokie nasycenie w najlepszych lokalizacjach) oraz na Węgrzech, w związku z czym wskaźnik sprzedaży na m² będzie pod negatywnym wpływem tych otwarć. Warto jednak podkreślić, że sklepy nawet w tych słabszych lokalizacjach w Polsce, szybko uzyskują rentowność. Zakładamy, że nominalny zysk operacyjny będzie wyższy niż w roku bieżącym jednak marża EBIT segmentu będzie niższa.

W segmencie jubilerskim coraz bardziej widoczny będzie wzrost cen produktów na skutek istotnego wzrostu cen złota i srebra (zachodzi istotne opóźnienie w przenoszeniu wzrostu cen metali na cenę produktów w sklepach). Wzrost w naszej opinii nie będzie jednak tak istotny jak wzrost cen metali, gdyż kruszce stanowią tylko część ceny ostatecznych wyrobów. Według nas popyt na biżuterię z metali szlachetnych jest umiarkowanie elastyczny, co oznacza że wolumenowo sprzedaż może ucierpieć, jednak w nominale przychodów efekt powinien być pozytywny. Zakładamy utrzymanie stałej marży brutto ze sprzedaży (marża jest bardzo stabilna od lat, pomimo wzrostu cen metali), w związku z czym zyski segmentu w naszej opinii mogą na efekcie wzrostu cen metali nawet skorzystać. Warto podkreślić, że pomimo wzrostu cen, spółka widzi wzrost zainteresowania ofertą złotą.

W naszych prognozach dla segmentu jubilerskiego ciągle nie uwzględniamy przejęcia Lilou, ze względu na fakt, że VRG póki co nie chce szerzej komentować planów dla tej marki. Zakładamy, że sieć ma jednak znaczny potencjał rozwoju i ekspansji i daje istotny potencjał do rozwoju sieci jubilerskiej w kolejnych latach.

W e-commerce Grupy powinny być widoczne efekty rozwoju narzędzi opartych na Salesforce - marketing automation i CRM, wspieranych przez AI. Spółka zapowiada dalszy korzystny wpływ integracji zapasów on-line i off-line w segmencie odzieżowym. W segmencie jubilerskim z kolei sprzedaż online wspierać będzie nowy silnik sklepu internetowego i nowa aplikacja, która wprowadzona została kilka tygodni temu.

W obu segmentach powinien być widoczny pozytywny wpływ dźwigni operacyjnej.

Obecna siła PLN, jeśli się utrzyma w przyszłym roku, również będzie wspierać wyniki VRG. Płatności z tytułu czynszów za najem lokali spółka uiszcza w EUR, a 2/3 zakupów towarów to import opłacany w walutach USD, EUR i CHF.

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	1 494,1	1 616,8	1 751,7	1 885,7	1 996,3	2 098,1	2 193,3	2 262,0	2 314,1	2 364,4
segment odzieżowy	648,2	592,8	604,1	650,3	670,1	680,4	695,8	711,0	733,2	759,6	786,8	806,5	826,6
segment jubilerski	625,7	708,9	770,9	843,8	946,7	1 071,3	1 189,9	1 285,3	1 364,9	1 433,7	1 475,2	1 507,6	1 537,8
zysk (strata) brutto ze sprzedaży	683,1	705,8	762,8	836,8	899,1	970,7	1 042,2	1 101,4	1 156,5	1 208,4	1 246,6	1 275,4	1 303,3
segment odzieżowy	359,1	333,6	355,3	390,3	402,1	408,2	417,5	426,6	439,9	455,7	472,1	483,9	496,0
segment jubilerski	324,0	372,2	407,5	446,5	497,0	562,4	624,7	674,8	716,6	752,7	774,5	791,5	807,3
marża brutto ze sprzedaży	53,6%	54,2%	55,5%	56,0%	55,6%	55,4%	55,3%	55,2%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%	55,1%
koszty SG&A	539,9	586,0	639,9	681,1	728,0	790,3	853,9	906,5	950,7	990,0	1 015,6	1 039,2	1 062,2
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-2,6	-7,7	3,0	-5,1	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0
EBIT	140,6	112,1	125,9	149,2	165,1	174,3	182,3	188,8	199,8	212,5	225,0	230,1	235,1
marża EBIT	11,0%	8,6%	9,2%	10,0%	10,2%	10,0%	9,7%	9,5%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	9,9%
EBITDA	250,3	239,4	260,1	286,6	311,0	326,2	340,5	352,3	367,9	384,8	400,9	409,7	419,0
marża EBITDA	19,7%	18,4%	18,9%	19,2%	19,2%	18,6%	18,1%	17,6%	17,5%	17,5%	17,7%	17,7%	17,7%
EBITDA skorygowana*	156,6	128,1	143,0	165,4	184,2	196,0	204,7	211,1	221,4	233,4	245,1	249,9	255,3
marża EBITDA skorygowana*	12,3%	9,8%	10,4%	11,1%	11,4%	11,2%	10,9%	10,6%	10,6%	10,6%	10,8%	10,8%	10,8%
saldo przychodów i kosztów finansowych	-23,0	12,9	-14,9	-15,5	-16,1	-12,7	-12,2	-12,7	-13,2	-13,7	-14,1	-14,4	-14,8
różnice kursowe	-12,9	25,5	3,6	8,1	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	-12,2	-12,2	-11,7	-12,2	-12,7	-13,2	-13,7	-14,1	-14,4	-14,8
pozostałe	-5,1	-6,4	-8,4	-11,4	-4,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk przed opodatkowaniem	117,6	129,4	111,0	133,7	149,0	161,6	170,0	176,1	186,6	198,8	210,9	215,7	220,3
podatek dochodowy	24,7	27,6	24,1	26,9	28,3	30,7	32,3	33,5	35,4	37,8	40,1	41,0	41,9
Zysk netto	93,0	101,7	86,9	106,8	120,7	130,9	137,7	142,6	151,1	161,0	170,8	174,7	178,4
marża zysku netto	7,3%	7,8%	6,3%	7,1%	7,5%	7,5%	7,3%	7,1%	7,2%	7,3%	7,6%	7,6%	7,5%
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	0,46	0,51	0,56	0,59	0,61	0,64	0,69	0,73	0,75	0,76

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	942,0	959,2	980,7	999,2	1 013,1	1 025,6	1 035,6	1 044,3	1 053,6	1 063,3
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	196,9	195,9	194,9	193,9	193,0	192,0	191,1	190,2	189,4	188,5
rzeczowe aktywa trwałe	60,4	75,5	85,2	96,0	106,9	114,7	119,6	120,7	120,2	119,1	118,0	117,8	117,7
aktywa z tytułu praw do użytkowania	262,4	274,5	300,0	325,0	332,3	347,0	361,4	375,1	388,9	400,9	411,6	421,9	432,4
pozostałe	23,2	19,9	20,3	21,3	21,3	21,4	21,5	21,6	21,6	21,7	21,8	21,8	21,9
aktywa obrotowe	663,5	658,4	775,4	869,3	951,8	1 038,9	1 125,8	1 216,1	1 268,6	1 322,9	1 376,1	1 422,6	1 469,6
zapasy	553,3	563,0	733,4	802,2	887,6	966,5	1 025,2	1 081,0	1 125,2	1 160,4	1 186,5	1 210,2	1 234,4
należności	14,4	17,1	25,0	26,9	29,1	31,5	33,9	35,9	37,8	39,5	40,7	41,7	42,6
środki pieniężne i ekwiwalenty	95,9	78,1	17,0	40,1	35,1	40,9	66,6	99,1	105,6	123,1	148,9	170,8	192,6
aktywa razem	1 511,7	1 529,8	1 681,6	1 811,3	1 911,0	2 019,7	2 125,0	2 229,2	2 294,2	2 358,6	2 420,4	2 476,3	2 532,9
kapitał własny	942,8	997,6	1 063,2	1 170,0	1 269,3	1 376,0	1 448,3	1 522,1	1 559,1	1 599,2	1 641,2	1 679,3	1 717,9
zobowiązania i rezerwy	568,9	532,2	618,4	641,3	641,8	643,6	676,7	707,1	735,1	759,4	779,2	797,0	815,0
zobowiązania długoterminowe	224,3	185,7	204,8	215,4	219,5	229,5	239,3	248,6	257,9	266,0	273,2	280,1	287,2
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	200,4	179,7	199,3	210,4	215,2	224,8	234,3	243,3	252,3	260,2	267,2	274,0	280,9
pozostały dług odsetkowy	20,7	2,4	1,8	1,0	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	4,0	4,3	4,6	5,0	5,3	5,6	5,8	6,0	6,1	6,3
zobowiązania krótkoterminowe	344,6	346,5	413,6	426,0	422,3	414,1	437,4	458,5	477,2	493,3	506,0	516,9	527,8
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	101,6	101,6	104,3	110,2	112,7	117,7	122,7	127,4	132,1	136,2	139,9	143,4	147,1
pozostały dług odsetkowy	39,5	37,3	74,5	64,4	35,5	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	152,4	168,7	183,6	194,8	205,4	213,8	220,5	225,4	229,9	234,5
pozostałe	95,4	94,8	91,3	99,0	105,4	112,8	119,9	125,7	131,3	136,6	140,6	143,5	146,2
pasywa razem	1 511,7	1 529,8	1 681,6	1 811,3	1 911,0	2 019,7	2 125,0	2 229,2	2 294,2	2 358,6	2 420,4	2 476,3	2 532,9
BVPS	4,02	4,25	4,53	4,99	5,41	5,87	6,18	6,49	6,65	6,82	7,00	7,16	7,33

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

Cash flow (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p
w ynik 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
Platności 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%	8,7%	8,2%	8,3%	7,6%	5,9%	5,1%	4,5%	3,1%	2,3%	2,2%
zmiana EBITDA	24,2%	-4,4%	8,7%	10,2%	8,5%	4,9%	4,4%	3,4%	4,4%	4,6%	4,2%	2,2%	2,3%
zmiana EBIT	44,2%	-20,3%	12,3%	18,5%	10,7%	5,6%	4,5%	3,6%	5,8%	6,4%	5,9%	2,3%	2,1%
zmiana zysku netto	40,2%	9,4%	-14,6%	22,9%	13,0%	8,5%	5,2%	3,6%	5,9%	6,6%	6,1%	2,3%	2,1%
marża EBITDA	19,7%	18,4%	18,9%	19,2%	19,2%	18,6%	18,1%	17,6%	17,5%	17,5%	17,7%	17,7%	17,7%
marża EBIT	11,0%	8,6%	9,2%	10,0%	10,2%	10,0%	9,7%	9,5%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	9,9%
marża netto	7,3%	7,8%	6,3%	7,1%	7,5%	7,5%	7,3%	7,1%	7,2%	7,3%	7,6%	7,6%	7,5%
sprzedaż/aktywa (x)	0,84	0,85	0,82	0,82	0,85	0,87	0,89	0,90	0,91	0,93	0,93	0,93	0,93
zadłużenie* / kapitał (x)	6,4%	4,0%	7,2%	5,6%	2,8%	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%	3,9%	1,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
stopa podatkowa	21,0%	21,4%	21,7%	20,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	9,9%	10,2%	8,2%	9,1%	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,7%	10,1%	10,4%	10,4%	10,4%
ROA	6,1%	6,6%	5,2%	5,9%	6,3%	6,5%	6,5%	6,4%	6,6%	6,8%	7,1%	7,1%	7,0%
dług (gotówka) netto (mln PLN)*	-35,7	-38,5	59,3	25,3	0,5	-40,9	-66,6	-99,1	-105,6	-123,1	-148,9	-170,8	-192,6

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 będąca 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 przepłacenie 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.
- ❑ **Fiasko 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 wyprzedzami 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. 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
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gaw kow ski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kw i 25	22,90	25,40	Sew eryn Żołyniak
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Sew eryn Żołyniak
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	Sew eryn Żołyniak
Shoper	Akumuluj	15 w rz 25	52,00	57,60	Sew eryn Żołyniak
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	Sew eryn Żołyniak

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, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW w wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymało lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	56%
Akumuluj	7	44%
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 partycykularnych 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 partycykularnych 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 4 grudnia 2025 r. o godzinie 16:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 4 grudnia 2025 r. godzina 16:45

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.