Millennium bank
Biuro maklerskie

VRG

kupuj

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa[1]: 5,38
Cena docelowa: 7,20

Dobre półrocze potwierdza obrany kierunek

Zmieniamy rekomendację dla VRG z „akumuluj" z ceną docelową 6,22 PLN za akcję do „kupuj" z ceną docelową 7,20 PLN za akcję. Dobre wyniki osiągnięte przez VRG w 1H'26 potwierdzają skuteczność obranej strategii, którą spółka zamierza kontynuować. W.KRUK notuje dobrą sprzedaż zarówno stacjonarnie, jak i online oraz przyspiesza otwarcia salonów w sprawdzonym modelu biznesowym w Polsce i na Węgrzech. Rozwój powierzchni przejętego w styczniu bieżącego roku Lilou odbywa się zgodnie z planem. W segmencie odzieżowym natomiast nadal notowana jest istotna poprawa operacyjna dzięki m.in. zamykaniu powierzchni nierentownej, większemu udziałowi w sprzedaży kolekcji nowej, polityce niższego rabatowania i optymalizacji zapasów.

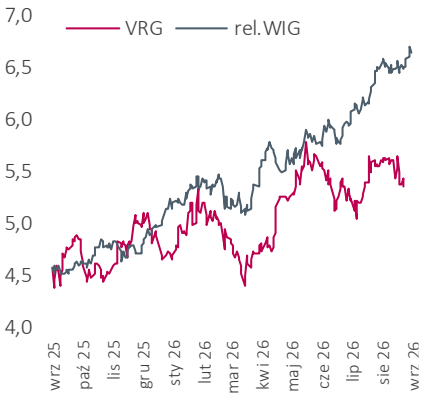
W efekcie zaktualizowaliśmy nasz model podwyższając założenia wynikowe dla roku bieżącego i lat kolejnych. Poprawie uległy szczególnie założenia dla segmentu odzieżowego, którego wyniki w 1H'26 istotnie przebiły nasze oczekiwania. Podwyższamy wycenę VRG w stosunku do poprzedniej rekomendacji pomimo wzrostu stopy wolnej od ryzyka oraz lekkiego spadku mnożników dla spółek porównywalnych.

W segmencie jubilerskim w kolejnych latach zakładamy dalszy wzrost sprzedaży wynikający z otwarć salonów, niewielkiej poprawy sprzedaży na m^2 oraz rozwoju sprzedaży online. W naszych założeniach spadek rentowności segmentu, wynikający głównie z rozwoju na Węgrzech, otwarć lokali w słabszych lokalizacjach w Polsce (ze względu na wysokie nasycenie sieci W.KRUK w kraju) oraz spadku marży brutto w roku bieżącym w W.KRUK, powinien się w kolejnych latach zatrzymać dzięki dojrzewaniu powierzchni nowo otwartej, uzyskaniu rentowności W.KRUK na Węgrzech, ustabilizowaniu marży brutto W.KRUK na skutek podwyższenia cennika i korekty cen metali szlachetnych oraz spowolnieniu otwarć nowych lokali W.KRUK w Polsce.

Z kolei w segmencie odzieżowym, pomimo ogromnej poprawy wyników operacyjnych w ostatnich 2 latach, nadal widzimy przestrzeń do poprawy sprzedaży i rentowności, choć gros pracy zostało już wykonane. VRG nadal planuje jednak pojedyncze zamknięcia powierzchni nierentownej, widzi przestrzeń do poprawy marży brutto oraz dalszych optymalizacji.

Pod koniec czerwca Walne Zgromadzenie VRG uchwaliło program motywacyjny dla Zarządu i kluczowej kadry. Dobrze oceniamy jego konstrukcję. Jest on powiązany z wynikami spółki, a zysk uprawnionych będzie zależeć od wyceny akcji. Program skierowany jest głównie do osób spoza Zarządu i wiąże z Grupą osoby uprawnione na okres 4 lat. VRG pod koniec sierpnia przeprowadziło skup akcji własnych na potrzeby wykonania programu. Spółka skupiła pełną pulę akcji potrzebnych do jego realizacji po cenie 5,50 PLN za akcję, a łączna cena za nabyte akcje wyniosła 46,4 mln PLN.

Negatywną informacją dla akcjonariuszy jest natomiast uchwalenie dywidendy w wysokości jedynie 0,05 PLN na akcję, tj. łącznie 11,7 mln PLN, co stanowi 11,9% skonsolidowanego zysku netto za 2025 r. (98,2 mln PLN). Stanowi to kolejne, po ubiegłorocznym, odstąpienie od polityki dywidendowej zakładającej wypłatę w wysokości pomiędzy 20%, a 70% skonsolidowanego zysku netto. Dzień dywidendy wyznaczono na 19 września 2026 r., a dzień wypłaty na 15 grudnia 2026 r.



Podstawowe informacje

Sektor	handel
Kapitalizacja (mln PLN)	1 261,4
Free float (mln PLN)	24,2%
Średni obrót (mln PLN)	0,30

Akcjonariat (% akcji)

Porozumienie akcjonariuszy:	42,81%
▪ Jan Kolański	
▪ Colian Holding sp. z o.o.	
▪ Colian Developer sp. z o.o.	
▪ Colian sp. z o.o.	
▪ Kolański Foundation Fundacja Rodzinna	
OFE PZU	19,00%
NN OFE	13,97%

Analityk

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

	Przychody	EBIT	EBITDA (MSSF16)	EBITDA skorygowana*	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV**/EBITDA skorygowana*	ROE (%)
2025	1 504,8	137,6	273,6	154,2	123,1	98,2	0,42	0,59	4,95	12,84	1,09	0,0%	8,1	8,8%
2026p	1 764,6	189,4	350,7	213,4	160,3	129,8	0,55	0,78	5,26	9,71	1,02	0,9%	5,8	10,8%
2027p	1 938,8	212,9	386,1	239,7	187,5	151,9	0,65	0,89	5,80	8,30	0,93	2,1%	5,2	11,7%
2028p	2 082,9	232,0	412,7	259,9	208,2	168,7	0,72	0,97	6,39	7,48	0,84	2,4%	4,8	11,8%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium, mln PLN

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

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

[1] - cena rynkowa z dnia 09.09.2026 r., godz. 17:00

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

Kluczowe wnioski

Segment jubilerski

- Segment jubilerski osiągnął w 1H'26 bardzo wysoką dynamikę sprzedaży r/r (+29,6%), co odbyło się przez wzrost organiczny oraz dzięki zamkniętemu 8 stycznia 2026 r. przejęciu sieci jubilerskiej Lilou. Sam wzrost organiczny W.KRUK wyniósł 19,4% r/r, co wynikało ze wzrostu powierzchni o 14,5% r/r na koniec czerwca 2026 r., wzrostu sprzedaży na m^2 oraz dobrej dynamiki sprzedaży online. Rentowność EBIT segmentu spadła (w 1H'26: 11,5%, -2,4 p.p. r/r), co przypisujemy kosztom jednorazowym wynikającym z przejęcia Lilou (5,4 mln PLN w 1Q'26), presji na marżę brutto w W.KRUK, otwarciom powierzchni w gorszych lokalizacjach w Polsce (ze względu na nasycenie sieci) oraz rozwojowi na Węgrzech, gdzie W.KRUK jeszcze nie jest dochodowy i jest na etapie budowania rozpoznawalności. Wyniki półrocza w segmencie były bliskie naszym założeniom.
- VRG raportuje wyniki Lilou łącznie z wynikami W.KRUK, co uniemożliwia ocenę rentowności przejętej sieci. VRG raportuje oddzielnie jedynie sprzedaż Lilou, która w naszej ocenie była dobra i spójna z wcześniej komunikowanymi założeniami.
- Zarówno w W.KRUK, jak i Lilou zakładamy dalszy wzrost sprzedaży wynikający z otwarć kolejnych salonów, niewielkiej poprawy sprzedaży na m^2 oraz rozwoju sprzedaży online. Zakładamy, że dynamika wzrostu sprzedaży będzie maleć z roku na rok wraz z sukcesywnie zmniejszającą się w naszych założeniach liczbą nowo otwieranych salonów segmentu. VRG podwyższyło cel otwarć nowych salonów W.KRUK w bieżącym roku o 6 lokalizacji w stosunku do planów komunikowanych po 4Q'25 i 1Q'26. Nie zmieniamy jednak naszych założeń dotyczących docelowej wielkości sieci, która w naszych założeniach w Polsce jest już bliska nasycenia.
- W kolejnych latach zakładamy, że marża operacyjna segmentu powinna się ustabilizować na skutek dojrzewania nowo otwieranej powierzchni, stabilizacji lub poprawy marży brutto W.KRUK, uzyskania dodatniej rentowności na Węgrzech oraz spowolnienia liczby otwieranych salonów W.KRUK w Polsce w mniej rentownych lokalizacjach.
- Grupa nie wyklucza kolejnych przejęć, które, jeśli miałyby miejsce, to zakładamy, że dotyczyłyby segmentu jubilerskiego. W dłuższym terminie widzimy też możliwość wyjścia W.KRUK na kolejne po Węgrzech rynki Europy Środkowo-Wschodniej.
- Wraz z otwieraniem nowych lokali zakładamy istotny wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy w segmencie jubilerskim. Efekt ten będzie wzmocniony przez stopniową wymianę zapasów kupowanych przy niższych cenach metali szlachetnych.

Segment odzieżowy

- Wzrost sprzedaży segmentu odzieżowego w 1H'26 wyniósł +4,0% r/r, przy powierzchni na koniec czerwca 2026 r. niższej o 4,4% r/r. Wzrost sprzedaży wynikał głównie z dużej poprawy sprzedaży na m^2 w sieci stacjonarnej. Istotnej poprawie uległa marża brutto, która wyniosła 64,0% (+4,1 p.p. r/r, a bez uwzględnienia rozwiązania rezerwy: 62,8% i +3,0 p.p. r/r), a koszty SG&A były stabilne r/r, dzięki czemu rentowność operacyjna segmentu w 1H'26 uległa istotnej poprawie (5,3% w 1H'26 vs. -0,3% w 1H'25). Wyniki segmentu w 1H'26 były dla nas pozytywnym zaskoczeniem. Przypomnijmy, że pierwsza połowa roku jest sezonowo istotnie słabszym okresem od drugiej połowy.
- Odwrót od nietrafionej strategii z lat 2023-2024 okazał się bardzo dobrą decyzją, a segment odzieżowy odzyskał rentowność, która powinna być trwała. Segment od połowy 2024 r. wrócił do asortymentu z ugruntowaną pozycją w oczach klientów, poprawiał jakość kolekcji, zatowarowanie sklepów stacjonarnych i rotację zapasów, wycofał się z konceptu Wólczanki Well oraz zamykał salony nierentowne.
- Działania mają być kontynuowane – salony nierentowne zamykane, dominować powinna sprzedaż nowych kolekcji, sprzedawanych z niższymi rabatami, a sieć będzie modernizowana i optymalizowana. Powinno to wpływać na dalszą, choć w naszych założeniach już znacznie niższą, poprawę rentowności operacyjnej segmentu. Zarząd zakłada, że nadal możliwa jest poprawa marży brutto segmentu.
- Grupa w dalszym ciągu planuje sprzedaż najmniejszej z sieci segmentu, tj. Deni Cler i widzi zainteresowanie ze strony potencjalnych kupujących.

Wycena

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

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1 646 mln PLN, czyli 7,02 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1 817 mln PLN (7,75 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 1 689 mln PLN, czyli 7,20 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zmieniamy rekomendację dla VRG z „akumuluj" do „kupuj".

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	1 646	7,02	75%
Wycena porównawcza	1 817	7,75	25%
Wycena VRG	**1 689**	**7,20**	

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

Ze względu na brak szerokiej grupy spółek o takim samym profilu działalności jak VRG tj. zarówno jubilerskich, jak i odzieżowych, 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. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikami P/E i EV/EBITDA.

	P/E			EV/EBITDA		
Spółka	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Segment jubilerski						
Pandora	12,4	16,5	12,8	7,3	8,7	7,4
Signet Jewelers	8,7	7,7	6,7	5,7	5,3	5,1
Lao Feng	6,1	5,9	5,5	3,8	3,6	3,4
Vivara Participacoes	8,5	7,2	6,3	6,8	6,0	5,2
Chow Sang Sang	3,4	3,2	3,4	3,7	3,3	3,2
Watches of Switzerland	15,6	12,9	11,5	10,1	9,0	8,3
Segment jubilerski - mediana	**8,6**	**7,4**	**6,5**	**6,2**	**5,7**	**5,2**
Segment odzieżowy						
Inditex	28,6	25,7	23,5	15,4	14,2	13,0
H&M	21,1	19,8	18,6	8,3	8,0	7,8
Next	20,7	18,6	17,5	13,1	12,1	11,5
LPP	21,4	15,5	14,0	9,5	7,5	6,7
GAP	10,4	8,8	8,5	6,8	6,4	6,2
Hugo Boss	14,4	11,8	10,6	5,0	4,7	4,5
Segment odzieżowy - mediana	**20,9**	**17,1**	**15,7**	**8,9**	**7,8**	**7,2**
Mediana (75% segment jubilerski, 25% segment odzieżowy)	**11,1**	**9,3**	**8,3**	**6,8**	**6,1**	**5,6**
VRG zysk netto (mln PLN)	129,8	151,9	168,7			
VRG EBITDA (mln PLN)				350,7	386,1	412,7
Wycena VRG na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	**1 436,9**	**1418,2**	**1404,1**	**2242,9**	**2221,3**	**2178,5**
Wycena			**1817,0**			
Liczba akcji (mln)			**234,5**			
Wycena na 1 akcję			**7,75**			

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium
Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-09-09 17:00

Wycena DCF

	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p	>2035p
Przychody	1 764,6	1 938,8	2 082,9	2 198,7	2 309,7	2 415,0	2 494,0	2 556,9	2 615,2	2 672,6	
EBIT skorygowany*	175,2	198,4	216,9	231,7	245,5	258,3	267,1	274,0	280,3	286,3	
Stopa podatkowa (T)	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
EBIT skorygiwany* x (1-T)	141,9	160,7	175,7	187,7	198,8	209,3	216,3	221,9	227,0	231,9	
Amortyzacja**	38,3	41,3	43,0	43,4	43,2	42,6	41,8	41,0	41,2	41,9	
Zmiana w kapitale obrotowym	-67,5	-73,2	-51,7	-47,8	-40,6	-32,8	-25,4	-22,2	-18,7	-19,2	
CAPEX + M&A	-162,4	-56,3	-83,1	-48,0	-45,8	-43,5	-42,1	-41,6	-41,6	-42,6	
FCFF	-49,7	72,5	83,9	135,3	155,7	175,5	190,7	199,2	207,8	212,0	
zmiana FCF		*-245,9%*	*15,7%*	*61,2%*	*15,1%*	*12,7%*	*8,6%*	*4,5%*	*4,3%*	*2,0%*	*2,0%*
Stopa wolna od ryzyka	*3,7%*	*4,5%*	*4,9%*	*5,3%*	*5,6%*	*5,7%*	*5,8%*	*6,0%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,1%*
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta lewarowana	1,10	1,08	1,06	1,02	1,02	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt długu	5,7%	6,5%	6,9%	7,3%	7,6%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%
Koszt kapitału własnego	9,2%	9,9%	10,2%	10,4%	10,6%	10,7%	10,9%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%
WACC	8,7%	9,5%	9,9%	10,3%	10,5%	10,7%	10,8%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%
PV (FCF)	-48,5	64,4	67,5	98,0	101,1	102,5	99,6	93,1	86,9	79,3	888,8
Wartość DCF (mln PLN)	1 632,7										
(Dług) Gotówka netto	13,4										
Wycena DCF (mln PLN)	**1 646**										
Liczba akcji (mln)	234,5										
Wycena 1 akcji	**7,02**										

Źródło: BM Banku Millennium

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

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na 10 lat tj. okres 2026 – 2035,
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,1% (zmiana z 5,7%),
- premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- współczynnik beta na poziomie 1,0,
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 r. na poziomie 2,0%,
- efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%.

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

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

		wzrost rezydualny				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Stopa RF rezydualna	5,1%	6,98	7,22	7,49	7,79	8,14
	5,6%	6,79	7,00	7,24	7,51	7,81
	6,1%	6,61	6,81	**7,02**	7,26	7,53
	6,6%	6,45	6,63	6,82	7,04	7,28
	7,1%	6,31	6,47	6,65	6,84	7,06
Beta nielewarowana	0,8	7,48	7,74	8,03	8,36	8,74
	1,0	6,61	6,81	**7,02**	7,26	7,53
	1,2	5,90	6,05	6,21	6,39	6,59

Źródło: BM Banku Millennium

Wyniki 2Q'26

	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	r/r
Przychody	340,8	311,5	444,6	293,6	377,5	345,9	487,7	356,5	435,4	15,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	191,7	167,0	254,7	159,3	214,9	188,2	274,6	201,4	260,4	21,2%
Marża brutto ze sprzedaży	*56,3%*	*53,6%*	*57,3%*	*54,3%*	*56,9%*	*54,4%*	*56,3%*	*56,5%*	*59,8%*	*+2,9 p.p.*
Koszty SG&A	155,0	153,8	185,6	154,5	166,8	163,9	199,4	187,0	197,5	18,4%
Koszty SG&A jako% przychodów	*45,5%*	*49,4%*	*41,8%*	*52,6%*	*44,2%*	*47,4%*	*40,9%*	*52,4%*	*45,4%*	*+1,2 p.p.*
Zysk ze sprzedaży	36,7	13,2	69,1	4,9	48,1	24,2	75,3	14,4	62,9	30,7%
Pozostałe	4,2	-0,4	0,5	-1,2	-2,5	-0,9	-10,4	-0,3	-4,0	62,4%
EBIT	40,8	12,8	69,6	3,7	45,6	23,3	64,9	14,1	58,9	29,0%
Marża EBIT	*12,0%*	*4,1%*	*15,7%*	*1,3%*	*12,1%*	*6,7%*	*13,3%*	*4,0%*	*13,5%*	*+1,4 p.p.*
EBITDA	73,9	45,9	104,2	37,9	79,2	57,3	99,3	52,6	98,5	24,4%
Marża EBITDA	*21,7%*	*14,7%*	*23,4%*	*12,9%*	*21,0%*	*16,6%*	*20,4%*	*14,8%*	*22,6%*	*+1,6 p.p.*
zysk netto razem	28,2	10,1	46,3	6,0	28,6	12,4	51,2	-0,2	44,8	56,4%
Marża zysku netto	*8,3%*	*3,3%*	*10,4%*	*2,0%*	*7,6%*	*3,6%*	*10,5%*	*0,0%*	*10,3%*	*+2,7 p.p.*
CF Operacyjny	23,3	-19,9	141,1	-45,4	71,7	17,8	208,3	-31,2	79,1	10,3%
CF Inwestycyjny	-5,3	-8,5	-13,0	-7,1	-8,8	-12,6	-11,9	-111,9	-17,2	95,8%
CF Finansowy	-11,7	18,7	-122,9	48,5	-58,9	-7,8	-143,6	105,8	-31,1	-47,3%
Liczba sklepów	502	496	496	476	478	478	478	524	532	11,3%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	51,0	50,5	50,6	48,6	48,9	48,9	49,0	52,1	53,1	8,5%

mln PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Sprzedaż VRG w 2Q'26 wzrosła o 15,3% r/r, co wynikało zarówno ze wzrostu organicznego (+9,2% r/r), jak i z przejęcia w styczniu bieżącego roku sieci Lilou, która w 2Q'26 dołożyła do sprzedaży 23 mln PLN. Pozytywnie zaskoczył nas wzrost marży brutto o 2,9 p.p. r/r, do 59,8%, szczególnie w segmencie odzieżowym (+4,5 p.p. r/r, do 66,3%), choć został on okupiony nieco niższymi przychodami segmentu. Zysk EBIT wzrósł o 29% r/r, do 58,9 mln PLN, a zysk netto wzrósł aż o 58,4% r/r, do 44,8 mln PLN, do czego, poza poprawą biznesu operacyjnego, wyraźnie przyczyniło się lepsze saldo różnic kursowych (+2,7 mln PLN w 2Q'26 vs. -3,6 mln PLN przed rokiem).

W 2Q'26 Grupa notowała ujemne dynamiki wejść do salonów stacjonarnych, co wynikało z niższego ruchu w galeriach i było częściowo kompensowane dobrą dynamiką sprzedaży online.

Powierzchnia salonów Grupy wzrosła o 8,5% r/r, tj. o 4 tys. m^2, na co składały się: zmniejszenie powierzchni segmentu odzieżowego o 1,7 tys. m^2 (-4,4% r/r), zwiększenie powierzchni sieci W.KRUK o 2,2 tys. m^2 (+7,7% r/r) oraz konsolidacja przejętej sieci Lilou, która łącznie z otwarciami dokonanymi już przez VRG od momentu przejęcia w styczniu 2026 r. dołożyła na koniec kwartału 3,5 tys. m^2 nowej powierzchni sprzedaży. Za cały przyrost powierzchni odpowiada wzrost sieci salonów własnych.

Segment jubilerski

	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	r/r
Przychody	178,1	180,3	256,4	163,7	201,6	200,0	287,0	215,0	258,8	28,4%
W.KRUK	177,4	179,7	247,8	163,3	200,9	198,5	283,9	198,9	234,0	16,5%
Lilou								14,7	23,0	-
Pozostałe	0,7	0,6	8,6	0,4	0,7	1,5	3,1	1,4	1,8	161,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	93,2	94,1	138,1	85,1	106,2	104,9	148,4	115,0	143,3	34,9%
Marża brutto ze sprzedaży	*52,3%*	*52,2%*	*53,9%*	*52,0%*	*52,7%*	*52,4%*	*51,7%*	*53,5%*	*55,4%*	*+2,7 p.p.*
Koszty SG&A	64,5	66,3	88,8	67,2	73,5	76,1	103,0	99,4	103,6	40,9%
Koszty SG&A jako% przychodów	*36,2%*	*36,8%*	*34,6%*	*41,0%*	*36,5%*	*38,1%*	*35,9%*	*46,2%*	*40,0%*	*+3,6 p.p.*
Zysk ze sprzedaży	28,6	27,8	49,3	17,9	32,7	28,7	45,3	15,6	39,7	21,4%
Pozostałe	0,3	-0,3	0,6	-0,3	0,0	0,0	1,7	1,0	-0,1	104,1%
EBIT	28,9	27,6	49,9	17,6	32,6	28,7	47,0	16,6	39,6	21,2%
Marża EBIT	*16,2%*	*15,3%*	*19,5%*	*10,8%*	*16,2%*	*14,3%*	*16,4%*	*7,7%*	*15,3%*	*-0,9 p.p.*
zysk netto razem	21,4	22,0	36,2	18,2	20,2	21,3	35,5	6,5	30,7	52,2%
Marża zysku netto	*12,0%*	*12,2%*	*14,1%*	*11,1%*	*10,0%*	*10,7%*	*12,4%*	*3,0%*	*11,9%*	*+1,9 p.p.*
Liczba sklepów	171	174	177	179	183	186	194	248	257	40,4%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	13,9	14,2	14,5	14,7	15,1	15,3	16,0	19,8	20,7	37,6%

mln PLN

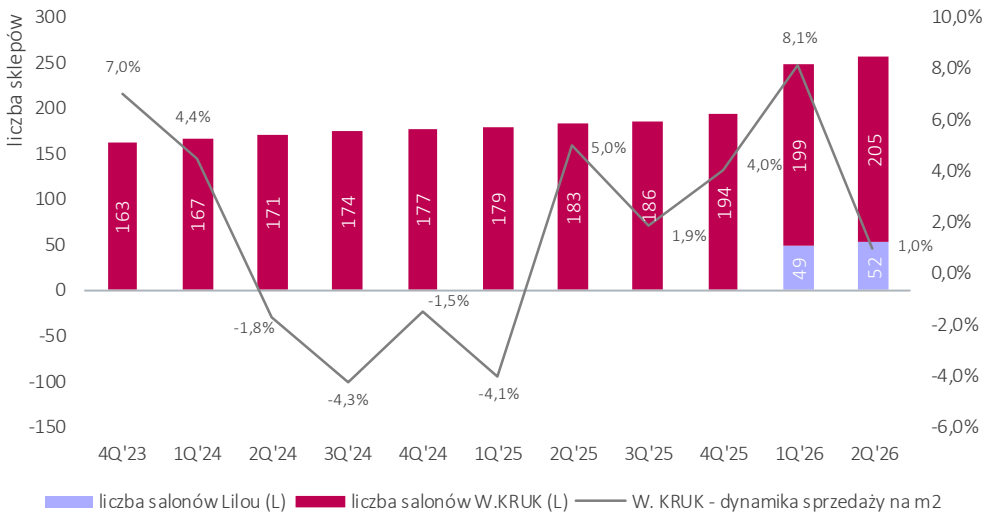
Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W segmencie jubilerskim sprzedaż w 2Q'26 wzrosła aż o 28,4% r/r, a tak dobra dynamika wynikała z konsolidacji Lilou od stycznia 2026 r. oraz wzrostu powierzchni sieci W.KRUK (+15% r/r), przy sprzedaży na m^2 samej sieci W.KRUK wyższej o dość niskie 0,9% r/r po dobrej dynamice z m^2 odnotowanej w 1Q'26 (+8,1% r/r). Wpływ na to miał jednak prawdopodobnie efekt bazy z ubiegłego roku (w 1Q'25 nastąpił spadek średniej sprzedaży na m^2 o 4,1%, a następnie wzrost w 2Q'25 o 5,0%), na co z kolei mógł mieć wpływ inny kalendarz świąt. Dużo lepsza była sprzedaż online, która w W.KRUK wzrosła w 2Q'26 do 19,2 mln PLN (+32,5% r/r; udział 8,2% sprzedaży, tj. +1 p.p. r/r), a w Lilou wyniosła 5,3 mln PLN (udział 23%). Organiczny wzrost segmentu, tj. bez uwzględniania przejętego Lilou, wyniósł 16,5% r/r.

VRG konsekwentnie realizuje rozwój W.KRUK na Węgrzech. W 2Q'26 Grupa otworzyła kolejny salon i sieć w tym kraju ma ich już 18 (+8 salonów r/r), a według spółki W.KRUK jest już największą pod względem powierzchni siecią jubilerską na Węgrzech. Przychody na Węgrzech wzrosły o 101,9% r/r, do poziomu 6,3 mln PLN. Pomimo rozwoju nadal stanowią więc mały ułamek sprzedaży całego segmentu (w 2Q'26: 2,4%).

Marża brutto segmentu wzrosła o 2,7 p.p. r/r, co wynikało głównie z konsolidacji Lilou, które generuje istotnie wyższą marżę. W samym W.KRUK spółka ciągle zmaga się z presją na marżę, choć Zarząd widzi szansę na poprawę sytuacji ze względu na spadek cen metali szlachetnych. Koszty SG&A rosły w minionym kwartale nieco szybciej od zysku brutto ze sprzedaży, przez co rentowność EBIT spadła do 15,3% (-0,9 p.p. r/r). Dzięki istotnemu wzrostowi segmentu nominalny zysk EBIT wzrósł jednak o solidne 21,2% r/r, do 39,6 mln PLN.

Sieć sprzedaży segmentu jubilerskiego i dynamika sprzedaży na m^2 W.KRUK



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Segment odzieżowy

	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	r/r
Przychody	162,6	131,1	188,2	129,9	175,9	146,0	200,7	141,5	176,6	0,4%
Vistula	63,7	50,7	70,2	50,0	70,9	56,3	72,7	51,6	68,8	-3,0%
Bytom	54,2	41,9	59,6	39,4	60,5	47,0	66,4	43,8	62,7	3,6%
Wólczanka	30,1	24,5	38,8	24,4	29,3	25,2	41,4	29,4	30,5	4,1%
Deni Cler	13,0	11,8	17,0	13,6	13,3	12,8	15,9	14,5	13,4	0,8%
Pozostałe	1,6	2,2	2,6	2,5	1,9	4,7	4,3	2,2	1,2	-37,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	98,5	72,9	116,6	74,2	108,7	83,3	126,3	86,4	117,1	7,7%
Marża brutto ze sprzedaży	*60,6%*	*55,6%*	*62,0%*	*57,1%*	*61,8%*	*57,1%*	*62,9%*	*61,0%*	*66,3%*	*+4,5 p.p.*
Koszty SG&A	90,5	87,5	96,8	87,2	93,3	87,8	96,3	87,6	93,9	0,7%
Koszty SG&A jako% przychodów	*55,6%*	*66,7%*	*51,4%*	*67,2%*	*53,0%*	*60,2%*	*48,0%*	*61,9%*	*53,2%*	*+0,2 p.p.*
Zysk ze sprzedaży	8,0	-14,7	19,8	-13,1	15,4	-4,5	29,9	-1,2	23,2	50,5%
Pozostałe	3,9	-0,1	0,8	-0,9	-2,4	-0,8	-12,1	-1,3	-3,9	-
EBIT	11,9	-14,8	20,6	-13,9	13,0	-5,3	17,8	-2,5	19,3	48,7%
Marża EBIT	*7,3%*	*-11,3%*	*11,0%*	*-10,7%*	*7,4%*	*-3,7%*	*8,9%*	*-1,7%*	*10,9%*	*+3,6 p.p.*
zysk netto razem	6,8	-11,9	11,0	-12,2	8,5	-8,9	15,7	-6,7	14,1	66,7%
Marża zysku netto	*4,2%*	*-9,1%*	*5,8%*	*-9,4%*	*4,8%*	*-6,1%*	*7,8%*	*-4,7%*	*8,0%*	*+3,2 p.p.*
Liczba sklepów	331	322	319	297	295	292	284	276	275	-6,8%
Powierzchnia sklepów (tys. m2)	37,1	36,3	36,1	33,9	33,8	33,5	33,0	32,3	32,4	-4,4%

mln PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W segmencie odzieżowym VRG kontynuowało pozytywne zmiany, tj. m.in. zwiększało ofertę odzieży formalnej, zwiększało udział nowej kolekcji w ofercie, ograniczało rabaty i poprawiało zatowarowanie sklepów stacjonarnych.

Dynamika sprzedaży segmentu była niska (+0,4% r/r), przy sprzedaży na m^2 wyższej o 5,7% r/r, jednak przy powierzchni niższej o 4,4% r/r na koniec kwartału. Niską, w porównaniu do poprzednich kwartałów, dynamikę Zarząd tłumaczył przesunięciem świąt wielkanocnych, co mogło przesunąć część sprzedaży na 1Q'26, oraz późniejszym rozpoczęciem okresu wyprzedaży, co z jednej strony mogło obniżyć sprzedaż, ale z drugiej jednak poprawiło rentowność. Prezes na konferencji przyznał jednak, że dynamika sprzedaży segmentu w 2Q'26 była dla VRG rozczarowująca.

Segment zrealizował za to istotnie wyższą marżę brutto, która wyniosła aż 66,4% (+4,5 p.p.). Sprzedaż w 2Q'26 była budowana głównie przez nową kolekcję, a rabaty były mniejsze r/r. Dodatkowo na lepszą marżę brutto segmentu w 2Q'26 wpływ miało rozwiązanie rezerwy na zapasy, którą w kwocie 3,6 mln PLN ujęto jako korektę kosztu własnego sprzedaży. Bez tej korekty marża brutto segmentu wyniosłaby 64,3% (+2,5 p.p. r/r).

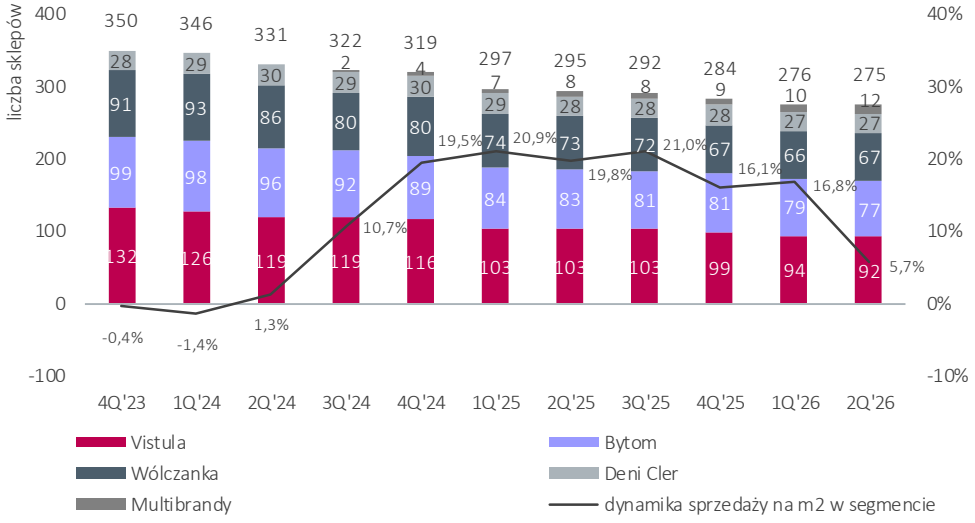
W podziale na marki dobrze radziła sobie Wólczanka, z przychodami lepszymi o 4,0% r/r (powierzchnia: -5,3% r/r), oraz Bytom, z poprawą sprzedaży o 3,8% r/r (powierzchnia: -1,9% r/r). Najsłabiej radziła sobie Vistula, która zanotowała spadek sprzedaży o 3,0% r/r (powierzchnia: -5,9% r/r).

Koszty SG&A segmentu wzrosły jedynie o 0,7% r/r, na co główny wpływ miały zamknięcia powierzchni nierentownej, ale też inne oszczędności kosztowe, w tym spadek wynagrodzeń Zarządu i Rady Nadzorczej.

W kolejnych kwartałach Zarząd ma ambicję dostarczać lepszą dynamikę sprzedaży, jednak na konferencji podkreślał też, że baza będzie coraz bardziej wymagająca. Koszty SG&A nadal były trzymane w ryzach i w minionym kwartale rosły w tempie jedynie 0,7% r/r, dzięki czemu zysk operacyjny segmentu wzrósł o 48,7% r/r, do 19,3 mln PLN.

Powierzchnia segmentu przestała spadać i w założeniach Grupy do końca roku liczba salonów ma wręcz wzrosnąć o 2 lokalizacje. Dochodzi jednak do relokacji, powiększeń i remontów salonów.

Sieć sprzedaży segmentu odzieżowego i dynamika sprzedaży na m^2



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Plany VRG

Zarząd deklaruje pełną gotowość operacyjną na sezon jesień-zima 2026 r. – kolekcje są zabezpieczone, spółka nie przewiduje opóźnień w dostawach, a oferta w obu segmentach powinna być dobra. Planowana jest kontynuacja dotychczas sprawdzających się działań marketingowych.

CAPEX w bieżącym roku ma wynieść łącznie wysokie 63,9 mln PLN (+46% r/r), co wynika głównie z licznych otwarć i modernizacji salonów w obu segmentach.

Jednym z kluczowych kierunków rozwoju ma być dalsza transformacja cyfrowa – inwestycje w infrastrukturę IT, coraz większe wykorzystanie danych, automatyzacja wybranych procesów obsługi klienta oraz stopniowe zwiększanie zastosowania rozwiązań opartych na AI.

Segment jubilerski

W zakresie otwarć nowej powierzchni w segmencie jubilerskim VRG planuje w 2H'26 otwarcie aż 13 salonów W.KRUK oraz 2 salonów Lilou, a tym samym osiągnięcie sieci 218 salonów W.KRUK w Polsce i na Węgrzech (+24 salony r/r) oraz 54 salonów Lilou (+9 od momentu przejęcia 8 stycznia 2026 r.). Cel otwarć w W.KRUK w 2026 r. jest o 6 lokalizacji wyższy od prezentowanego na poprzednich konferencjach (po 4Q'25 i 1Q'26), a liczba otwarć będzie w założeniach VRG rekordowa. Kontynuowany będzie rozwój na Węgrzech.

W kolejnym roku zakładany jest dalszy wzrost powierzchni zarówno W.KRUK w Polsce, W.KRUK na Węgrzech, jak i Lilou w Polsce. W zakresie otwarć Lilou Grupa podtrzymała plany otwarć 5-10 lokali rocznie oraz plany przenoszenia wybranych sklepów ulicznych do galerii handlowych.

Marża brutto w W.KRUK będzie prawdopodobnie nadal pod presją, choć dzięki podwyższeniu cenników i korekcie cen metali szlachetnych w ostatnich miesiącach jest szansa, że ta presja będzie mniejsza.

W.KRUK na Węgrzech pozostaje nierentowny, choć kolejne kwartały powinny przybliżyć spółkę do rentowności. Sieć jest rentowna na poziomie sieci, tj. bez uwzględniania kosztów centrali.

Oczekiwana jest realizacja synergii z Lilou, m.in. organizacyjnych, zakupowych i logistycznych, choć Zarząd podkreślał na konferencji, że synergie nie były głównym czynnikiem motywującym do przejęcia.

Segment odzieżowy

W segmencie odzieżowym, po wielu kwartałach zamknięć salonów stacjonarnych, wielkość sieci jest już bliska docelowej. Na bieżący rok zaplanowane jest zwiększenie liczby salonów o 2, a w 2027 r. kolejne zamknięcia, choć już znacznie mniej liczne niż w poprzednich latach. Dodatkowo planowane są też relokacje i powiększenia salonów w wybranych lokalizacjach. W Vistuli Grupa testować będzie nowy koncept lokalu – pierwszy został otwarty w Rzeszowie, a we wrześniu otwarty zostanie również w Złotych Tarasach w Warszawie.

Priorytetem dla segmentu odzieżowego ma być dalsza poprawa rentowności i zwiększanie efektywności sieci sprzedaży, poprawa zarządzania zapasem oraz wzmacnianie konkurencyjności marek poprzez jakość oferty i rozpoznawalność.

Pomimo bardzo dużego wzrostu marży brutto zrealizowanego w ostatnich kwartałach Zarząd zakłada, że segment ma jeszcze szansę na poprawę, jednak nie będzie ona już tak wysoka.

Grupa w dalszym ciągu planuje sprzedaż najmniejszej z sieci segmentu, tj. Deni Cler, i widzi zainteresowanie ze strony potencjalnych kupujących.

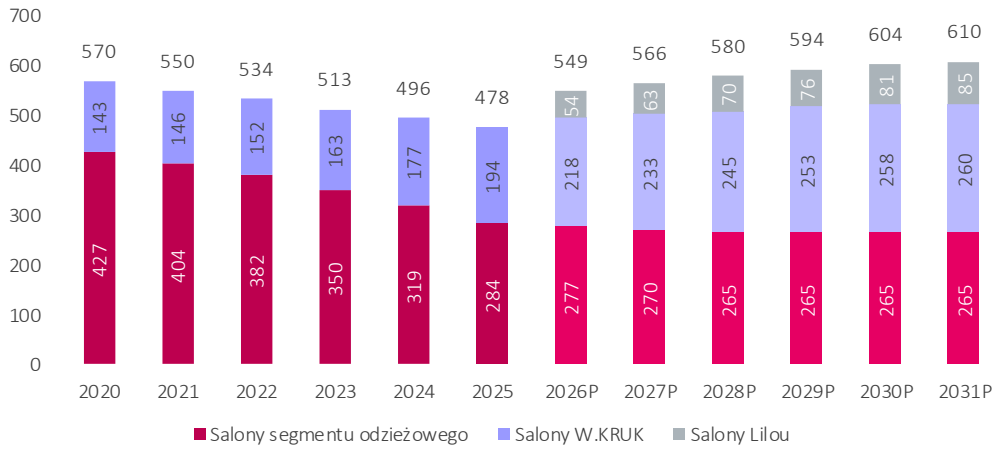
Nasze założenia na kolejne okresy

Segment jubilerski

W 2027 r. zakładamy spowolnienie tempa otwarć salonów W.KRUK, a ostatecznie dojście do ok. 260 salonów w Polsce i za granicą.

Dla W.KRUK, wraz z uruchamianiem kolejnych lokali, zakładamy stosowny wzrost przychodów, wsparty lekką poprawą średniej sprzedaży na m^2 omnichannel, do czego w naszych założeniach przyczyni się wzrost sprzedaży internetowej. Otwarcia nowych salonów W.KRUK będą miały miejsce w słabszych punktach w Polsce (ze względu na nasycenie sieci w najlepszych lokalizacjach) oraz na Węgrzech, gdzie marka jest na etapie budowania rozpoznawalności. Wraz z otwieraniem nowych lokali W.KRUK zakładamy istotny wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Efekt ten będzie wzmocniony przez stopniową wymianę zapasów kupowanych przy niższych cenach metali szlachetnych.

Liczba salonów stacjonarnych VRG – historyczne i założenia na kolejne lata



Źródło: VRG, BM Banku Millennium

W Lilou zakładamy 9 otwarć w 2027 r., a następnie w każdym kolejnym roku nieco mniejszą liczbę i ostatecznie dojście do 90 lokali w 2033 r. Model biznesowy Lilou jest dziś wysoce rentowny i zakładamy, że ta rentowność zostanie utrzymana w długim terminie, choć w krótkim okresie, wraz z otwieraniem nowej powierzchni, może się czasowo zmniejszać.

Grupa nie wyklucza kolejnych przejęć, które, jeśli miałyby miejsce, to zakładamy, że dotyczyłyby segmentu jubilerskiego. W dłuższym terminie widzimy też możliwość wyjścia W.KRUK na kolejne po Węgrzech rynki Europy Środkowo-Wschodniej.

W bieżącym roku zakładamy spadek rentowności operacyjnej segmentu, wynikający z presji na marżę brutto w W.KRUK, istotnej liczby nowo otwartych lokali W.KRUK na Węgrzech oraz otwarć w słabszych lokalizacjach w Polsce. W kolejnych latach zakładamy, że marża operacyjna segmentu powinna się ustabilizować na skutek dojrzewania nowo otwieranej powierzchni, stabilizacji lub poprawy marży brutto W.KRUK, uzyskania rentowności biznesu na Węgrzech oraz spowolnienia liczby otwieranych salonów W.KRUK w Polsce.

Segment odzieżowy

W segmencie odzieżowym VRG planuje zwiększyć liczbę lokali o 2 w bieżącym roku, a następnie w 2027 r. będzie kontynuować lekką redukcję powierzchni. Ostatecznie zakładamy dojście do 265 lokali w 2028 r., a w kolejnych latach utrzymanie tego poziomu.

Pomimo ogromnej poprawy wyników operacyjnych segmentu zakładamy, że podejmowane działania – poprawa jakości kolekcji, mniejsze rabatowanie, optymalizacja zapasu, optymalizacja powierzchni itd. – nadal dają potencjał poprawy wyników segmentu odzieżowego, choć z pewnością poprawa nie będzie już tak spektakularna jak w ostatnich latach.

W segmencie odzieżowym największy potencjał poprawy wydaje nam się mieć Vistula, która została najbardziej doświadczona kryzysem, z jakim zmagał się segment odzieżowy w latach 2023-2024.

Dywidenda

25 czerwca 2026 r. Walne Zgromadzenie VRG zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości 0,05 PLN na akcję, tj. łącznie 11,7 mln PLN, co stanowi 11,9% skonsolidowanego zysku netto za 2025 r. (98,2 mln PLN). Dzień dywidendy wyznaczono na 19 września 2026 r., a dzień wypłaty na 15 grudnia 2026 r.

Projekt uchwały zgłoszony został przez Colian sp. z o.o. (spółkę wchodzącą w skład Porozumienia akcjonariuszy Jana Kolańskiego i podmiotów powiązanych z rodziną Kolańskich). Pierwotna rekomendacja Zarządu nie przewidywała wypłaty, co stanowiło drugie z rzędu odstąpienie od przyjętej polityki dywidendowej (w ubiegłym roku z rekomendacji Zarządu nie doszło do wypłaty). Walne Zgromadzenie nie przyjęło projektu uchwały przewidującego wypłatę 0,20 PLN na akcję (razem 46,9 mln PLN), zgłoszonego przez NN OFE. Zakładamy, że istotnym argumentem za odstąpieniem od polityki dywidendowej była chęć utworzenia programu motywacyjnego i przeprowadzenia skupu akcji własnych na jego potrzeby, co zostało dokonane pod koniec sierpnia i na co przeznaczono kwotę 46,4 mln PLN.

Przypomnijmy, że zgodnie z polityką dywidendową VRG przyjętą w 2022 r. Zarząd zamierza corocznie rekomendować Walnemu Zgromadzeniu wypłatę pomiędzy 20% a 70% skonsolidowanego zysku netto. Polityka została przyjęta przed wejściem do akcjonariatu największego obecnie akcjonariusza, tj. porozumienia akcjonariuszy Jana Kolańskiego i podmiotów powiązanych z rodziną Kolańskich.

Zakładamy, że wielkość dywidendy w kolejnych latach będzie dostosowywana do bieżących potrzeb, na co istotny wpływ mogą mieć kolejne potencjalne przejęcia, które na dziś są niewiadomą.

Program motywacyjny i skup akcji własnych

25 czerwca 2026 r. Walne Zgromadzenie VRG postanowiło o ustanowieniu programu motywacyjnego opartego na akcjach spółki, skierowanego do członków Zarządu VRG S.A., członków zarządu W.KRUK S.A., osób należących do kluczowej kadry menedżerskiej oraz osób o istotnym znaczeniu dla spółek z Grupy. Liczba akcji przeznaczonych na realizację programu wynosi 8,44 mln i stanowią one 3,6% kapitału zakładowego. Akcje zostaną zaoferowane osobom uprawnionym za cenę 4,92 PLN za akcję. Członkom Zarządu VRG S.A. oraz członkom Zarządu W.KRUK S.A. może zostać przyznane maksymalnie 27% ogólnej liczby uprawnień. Wykonanie uprawnień będzie mogło nastąpić w czerwcu 2030 r.

Program oparto na kryterium sumy zysków z działalności operacyjnej (EBIT), osiągniętych w latach 2026-2028 bez uwzględniania zdarzeń jednorazowych oraz z wyłączeniem stosowania MSSF16, przy czym badania sprawozdań za każdy rok objęty programem muszą być bez zastrzeżeń.

Warunki realizacji programu motywacyjnego

Suma EBIT* 2026-2028 (mln PLN)	>583	583-569	569-556	556-542	542-528	528-515	515-501	<501
Średni EBIT* 2026-2028 (mln PLN)	>194	194-190	190-185	185-181	181-176	176-172	172-167	<167
Akcje do przyznania (% pełnej puli)	100%	90%	80%	75%	70%	65%	60%	0%
Akcje do przyznania (mln akcji)	8,44	7,60	6,75	6,33	5,91	5,49	5,06	0

**- EBIT na potrzeby programu obliczany z wyłączeniem MSSF16*

Dla porównania wynik EBIT MSR17 w 2025 r. wyniósł 129,6 mln PLN, a w 2024 r. 117,4 mln PLN. Minimalny średnioroczny wynik EBIT MSR17 w latach 2026-2028 umożliwiający przyznanie 60% puli (tj. 167 mln PLN) jest zatem 28,8% wyższy od wyniku z 2025 r., a maksymalny (tj. 194 mln PLN), uprawniający do przyznania 100% puli akcji, o 49,7%. Warto jednak pamiętać, że wyniki w poprzednich latach wygenerowane zostały bez przejętego w styczniu 2026 r. Lilou, którego EBIT MSR17 przed przejęciem szacujemy na wysokie kilka/niskie kilkanaście milionów złotych.

W celu wykonania programu motywacyjnego VRG pod koniec sierpnia przeprowadziło skup akcji własnych. Spółka skupiła pełną pulę akcji potrzebnych do realizacji programu, tj. 8,44 mln akcji, po cenie 5,50 PLN za akcję, przy redukcji wynoszącej 74,23%. Łączna cena za nabyte akcje wyniosła 46,4 mln PLN. Przy założeniu przyznania pełnej puli akcji uczestnikom programu motywacyjnego w 2030 r. wpływy ze sprzedaży akcji po cenie 4,92 PLN wyniosą 41,5 mln PLN, a więc nominalny koszt programu motywacyjnego wyniesie ostatecznie nie więcej niż 4,9 mln PLN.

Dobrze oceniamy konstrukcję programu – jest on powiązany z wynikami spółki, a zysk uprawnionych będzie tym wyższy, im wyższa będzie cena akcji ponad poziom 4,92 PLN za akcję. Program skierowany jest głównie do osób spoza Zarządu i wiąże z Grupą osoby uprawnione na okres 4 lat. W obliczaniu zysku na potrzeby programu wyłączone jest stosowanie MSSF16, zgodnie z którym zysk operacyjny jest nieco zawyżony w stosunku do uprzednio obowiązującego MSR17, głównie ze względu na przeniesienie części czynszów za lokale i biura do kosztów finansowych.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
przychody netto, w tym:	**1 301,7**	**1 375,0**	**1 504,8**	**1 764,6**	**1 938,8**	**2 082,9**	**2 198,7**	**2 309,7**	**2 415,0**	**2 494,0**	**2 556,9**	**2 615,2**	**2 672,6**
segment odzieżowy	592,8	604,1	652,5	678,5	703,7	712,9	724,9	745,0	769,3	794,3	814,1	834,5	855,3
segment jubilerski	0,0	0,0	0,0	1 086,1	1 235,1	1 370,0	1 473,7	1 564,7	1 645,7	1 699,8	1 742,8	1 780,7	1 817,3
zysk (strata) brutto ze sprzedaży	**705,8**	**762,8**	**837,0**	**1 020,0**	**1 114,7**	**1 195,4**	**1 261,6**	**1 325,8**	**1 387,0**	**1 434,3**	**1 472,2**	**1 506,8**	**1 540,3**
segment odzieżowy	333,6	355,3	392,4	426,7	443,3	449,1	456,7	469,4	484,6	500,4	512,9	525,7	538,9
segment jubilerski	0,0	0,0	0,0	593,2	671,3	746,3	804,8	856,4	902,4	933,9	959,3	981,1	1 001,5
marża brutto ze sprzedaży	*54,2%*	*55,5%*	*55,6%*	*57,8%*	*57,5%*	*57,4%*	*57,4%*	*57,4%*	*57,4%*	*57,5%*	*57,6%*	*57,6%*	*57,6%*
koszty SG&A	586,0	639,9	684,5	823,9	892,6	954,1	1 004,7	1 054,3	1 101,8	1 139,5	1 169,8	1 197,4	1 224,2
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-7,7	3,0	-14,9	-6,6	-9,2	-9,3	-9,4	-9,7	-10,0	-10,3	-10,5	-10,8	-11,0
EBIT	**112,1**	**125,9**	**137,6**	**189,4**	**212,9**	**232,0**	**247,4**	**261,8**	**275,2**	**284,5**	**291,9**	**298,6**	**305,1**
marża EBIT	*8,6%*	*9,2%*	*9,1%*	*10,7%*	*11,0%*	*11,1%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,4%*	*11,4%*	*11,4%*	*11,4%*	*11,4%*
EBITDA	**239,4**	**260,1**	**273,6**	**350,7**	**386,1**	**412,7**	**434,1**	**454,2**	**472,4**	**485,5**	**496,6**	**507,7**	**519,2**
marża EBITDA	*18,4%*	*18,9%*	*18,2%*	*19,9%*	*19,9%*	*19,8%*	*19,7%*	*19,7%*	*19,6%*	*19,5%*	*19,4%*	*19,4%*	*19,4%*
EBITDA skorygowana*	**128,1**	**143,0**	**154,2**	**213,4**	**239,7**	**259,9**	**275,1**	**288,6**	**300,9**	**308,8**	**315,0**	**321,4**	**328,2**
*marża EBITDA skorygowana**	*9,8%*	*10,4%*	*10,2%*	*12,1%*	*12,4%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,4%*	*12,3%*	*12,3%*	*12,3%*
saldo przychodów i kosztów finansowych	12,9	-14,9	-14,5	-29,1	-25,4	-23,8	-20,6	-18,8	-18,2	-17,5	-17,5	-18,0	-18,4
różnice kursowe	25,5	3,6	8,2	-4,1	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	-6,2	-10,1	-12,1	-14,2	-14,5	-15,1	-15,7	-16,3	-16,9	-17,4	-17,9	-18,3	-18,8
pozostałe	-6,4	-8,4	-10,6	-10,8	-10,9	-8,7	-4,9	-2,5	-1,3	-0,1	0,4	0,4	0,4
zysk przed opodatkowaniem	**129,4**	**111,0**	**123,1**	**160,3**	**187,5**	**208,2**	**226,8**	**243,0**	**257,0**	**267,0**	**274,4**	**280,6**	**286,7**
podatek dochodowy	27,6	24,1	24,9	30,5	35,6	39,6	43,1	46,2	48,8	50,7	52,1	53,3	54,5
Zysk netto	**101,7**	**86,9**	**98,2**	**129,8**	**151,9**	**168,7**	**183,7**	**196,8**	**208,2**	**216,2**	**222,2**	**227,3**	**232,2**
marża zysku netto	*7,8%*	*6,3%*	*6,5%*	*7,4%*	*7,8%*	*8,1%*	*8,4%*	*8,5%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*	*8,7%*
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	0,43	0,37	0,42	0,55	0,65	0,72	0,78	0,84	0,89	0,92	0,95	0,97	0,99

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

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

Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
aktywa trwałe	**871,4**	**906,1**	**934,9**	**1 134,4**	**1 164,0**	**1 185,5**	**1 204,7**	**1 220,0**	**1 231,8**	**1 241,5**	**1 251,4**	**1 260,4**	**1 271,0**
wartość firmy	302,7	302,7	302,7	365,8	365,8	365,8	365,8	365,8	365,8	365,8	365,8	365,8	365,8
inne wartości niematerialne	198,8	198,0	197,5	246,0	245,7	245,5	245,4	245,3	245,2	245,2	245,2	245,2	245,2
rzeczowe aktywa trwałe	75,5	85,2	99,1	134,9	146,7	153,6	154,9	154,2	151,8	148,8	146,0	143,1	140,5
aktywa z tytułu praw do użytkowania	274,5	300,0	315,6	368,0	386,0	400,7	418,5	434,5	448,7	461,4	474,0	485,9	498,0
pozostałe	19,9	20,3	20,1	19,7	19,8	19,9	20,0	20,1	20,2	20,3	20,3	20,4	21,5
aktywa obrotowe	**658,4**	**775,4**	**850,8**	**950,9**	**1 082,9**	**1 168,6**	**1 230,6**	**1 325,0**	**1 378,1**	**1 427,2**	**1 488,6**	**1 549,3**	**1 609,5**
zapasy	563,0	733,4	763,6	892,2	994,5	1 067,4	1 132,6	1 188,7	1 234,7	1 270,2	1 300,7	1 326,8	1 353,3
należności	17,1	25,0	19,8	24,7	27,1	29,2	30,8	32,3	33,8	34,9	35,8	36,6	37,4
środki pieniężne i ekwiwalenty	78,1	17,0	67,4	34,1	61,2	72,1	67,2	104,0	109,6	122,1	152,1	185,9	218,8
aktywa razem	**1 529,8**	**1 681,6**	**1 785,7**	**2 085,4**	**2 247,0**	**2 354,2**	**2 435,3**	**2 545,0**	**2 609,9**	**2 668,7**	**2 740,0**	**2 809,7**	**2 880,5**
kapitał własny	**997,6**	**1 063,2**	**1 161,5**	**1 233,2**	**1 359,2**	**1 497,5**	**1 596,8**	**1 688,2**	**1 738,9**	**1 788,6**	**1 837,8**	**1 887,4**	**1 937,7**
zobowiązania i rezerwy	**532,2**	**618,4**	**624,2**	**852,1**	**887,8**	**856,7**	**838,5**	**856,9**	**871,0**	**880,1**	**902,2**	**922,3**	**942,8**
zobowiązania długoterminowe	185,7	204,8	222,2	337,4	334,9	330,1	327,3	323,4	318,1	326,9	335,5	343,7	352,0
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	179,7	199,3	216,8	255,1	267,3	277,3	289,3	300,2	309,7	318,4	326,9	334,9	343,1
pozostały dług odsetkowy	2,4	1,8	1,1	77,5	62,5	47,5	32,5	17,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
pozostałe	3,7	3,6	4,3	4,8	5,1	5,3	5,5	5,7	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4
zobowiązania krótkoterminowe	346,5	413,6	401,9	514,7	553,0	526,6	511,2	533,5	552,8	553,2	566,6	578,6	590,8
z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	101,6	104,3	103,5	121,8	127,6	132,4	138,1	143,3	147,9	152,0	156,1	159,9	163,8
pozostały dług odsetkowy	37,3	74,5	52,9	79,0	79,7	55,4	15,0	15,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	112,8	143,5	144,5	169,5	189,0	202,8	215,2	225,9	234,6	241,3	247,1	252,1	257,1
pozostałe	**94,8**	**91,3**	**101,1**	**144,4**	**156,7**	**136,0**	**142,8**	**149,3**	**155,3**	**159,8**	**163,4**	**166,7**	**169,9**
pasywa razem	**1 529,8**	**1 681,6**	**1 785,7**	**2 085,4**	**2 247,0**	**2 354,2**	**2 435,3**	**2 545,0**	**2 609,9**	**2 668,7**	**2 740,0**	**2 809,7**	**2 880,5**
BVPS	4,25	4,53	4,95	5,26	5,80	6,39	6,81	7,20	7,42	7,63	7,84	8,05	8,26

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

Cash flow (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
wynik netto	101,7	86,9	98,2	129,8	151,9	168,7	183,7	196,8	208,2	216,2	222,2	227,3	232,2
amortyzacja	127,3	134,2	136,1	161,3	173,2	180,7	186,7	192,5	197,1	201,0	204,7	209,2	214,0
amortyzacja aktywów z tytułu praw do użytkowania	105,0	107,1	107,3	123,0	131,9	137,7	143,4	149,3	154,6	159,3	163,7	168,0	172,2
amortyzacja pozostałe	22,3	27,1	28,8	38,3	41,3	43,0	43,4	43,2	42,6	41,8	41,0	41,2	41,9
zmiana kapitału obrotowego	-34,5	-134,8	-7,0	-67,5	-73,2	-81,7	-47,8	-40,6	-32,8	-25,4	-22,2	-18,7	-19,2
przepływy z działalności operacyjnej	**210,5**	**98,3**	**252,4**	**229,7**	**277,6**	**321,6**	**343,5**	**367,7**	**390,9**	**409,6**	**422,4**	**435,8**	**444,6**
inwestycje (capex)	-39,9	-47,1	-43,8	-63,9	-56,3	-53,1	-48,0	-45,8	-43,5	-42,1	-41,6	-41,6	-42,6
przepływy z działalności inwestycyjnej	**-36,3**	**-38,2**	**-40,4**	**-158,5**	**-52,3**	**-79,2**	**-44,1**	**-41,8**	**-39,6**	**-38,1**	**-37,7**	**-37,7**	**-38,7**
wypłata dywidendy	-46,9	-21,1	0,0	-11,7	-26,0	-30,4	-84,3	-147,0	-157,5	-166,6	-173,0	-177,8	-181,8
płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu dotyczących lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	-119,3	-115,4	-114,0	-123,0	-131,9	-137,7	-143,4	-149,3	-154,6	-159,3	-163,7	-168,0	-172,2
zmiana pozostałego zadłużenia odsetkowego	-15,1	32,0	-26,9	102,5	-14,3	-39,3	-55,4	-15,0	-15,0	-15,0	0,0	0,0	0,0
przepływy z działalności finansowej	**-191,9**	**-121,1**	**-161,7**	**-104,6**	**-198,1**	**-231,6**	**-304,3**	**-289,1**	**-345,7**	**-358,9**	**-354,7**	**-364,3**	**-373,0**
zmiana gotówki netto	**-17,8**	**-61,1**	**50,3**	**-33,4**	**27,2**	**10,9**	**-4,9**	**36,8**	**5,6**	**12,5**	**30,0**	**33,8**	**32,9**
DPS	0,20	0,09	0,00	0,05	0,11	0,13	0,36	0,63	0,67	0,71	0,74	0,76	0,78
CEPS*	0,55	0,51	0,59	0,78	0,89	0,97	1,04	1,09	1,14	1,17	1,20	1,22	1,25
FCFPS	0,13	-0,27	0,33	-0,21	0,31	0,36	0,58	0,66	0,75	0,81	0,85	0,89	0,90

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

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

Wskaźniki

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
zmiana sprzedaży	2,2%	5,6%	9,4%	17,3%	9,9%	7,4%	5,6%	5,1%	4,6%	3,3%	2,5%	2,3%	2,2%
zmiana EBITDA	-4,4%	8,7%	5,2%	28,2%	10,1%	6,9%	5,2%	4,6%	4,0%	2,8%	2,3%	2,2%	2,2%
zmiana EBIT	-20,3%	12,3%	9,3%	37,7%	12,4%	9,0%	6,6%	5,8%	5,1%	3,4%	2,6%	2,3%	2,2%
zmiana zysku netto	9,4%	-14,6%	13,1%	32,2%	17,0%	11,1%	8,9%	7,1%	5,8%	3,9%	2,8%	2,3%	2,2%
marża EBITDA	18,4%	18,9%	18,2%	19,9%	19,9%	19,8%	19,7%	19,7%	19,6%	19,5%	19,4%	19,4%	19,4%
marża EBIT	8,6%	9,2%	9,1%	10,7%	11,0%	11,1%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
marża netto	7,8%	6,3%	6,5%	7,4%	7,8%	8,1%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
sprzedaż/aktywa (x)	0,85	0,82	0,84	0,85	0,86	0,88	0,90	0,91	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
zadłużenie* / kapitał (x)	4,0%	7,2%	4,6%	12,7%	10,5%	6,9%	3,0%	1,9%	1,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
odsetki** / EBITDA skorygowana	2,6%	3,3%	3,9%	3,3%	3,0%	2,2%	1,3%	0,7%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
stopa podatkowa	21,4%	21,7%	20,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	10,2%	8,2%	8,5%	10,5%	11,2%	11,3%	11,5%	11,7%	12,0%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%
ROA	6,6%	5,2%	5,5%	6,2%	6,8%	7,2%	7,5%	7,7%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
dług (gotówka) netto (mln PLN)*	-38,5	59,3	-13,4	122,4	80,9	30,8	-19,7	-71,5	-92,1	-119,6	-149,6	-183,4	-216,3

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

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

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

Czynniki ryzyka

- **Przejęcie Lilou –** 8 stycznia domknięta została transakcja przejęcia sieci Lilou (umowa przedwstępna podpisana była w lipcu 2025 r.). Lilou to polska marka jubilerska założona w 2008 r., która oferuje biżuterię z możliwością indywidualnego grawerunku oraz akcesoria. Zarząd, motywując transakcję, wskazał, że uważa segment jubilerski za atrakcyjny pod kątem uzyskiwanych zwrotów z kapitału i widzi znaczący potencjał rozwoju Lilou, w tym poprzez ekspansję sieci. W planie Grupy jest otwarcie w 2026 r. 9 nowych lokalizacji, a w kolejnych latach 5-10 rocznie (w tym relokacje). Dostrzegamy ryzyko, że potencjał wzrostu Lilou może okazać się niższy od założeń Zarządu, co może oznaczać przepłacenie za dokonane przejęcie.
- **Dalsze zamknięcia lokali odzieżowych przez franczyzobiorców –** kanał franczyzowy w segmencie odzieżowym działa w modelu dzielenia się z franczyzobiorcą prowizją od sprzedaży. Po 2020 r. słabszy popyt na odzież formalną, słabsze kolekcje i wysoka konkurencja wpłynęły na istotną falę zamknięć sklepów z inicjatywy franczyzobiorców i nie można wykluczyć, że zamknięcia będą kontynuowane. Pozytywne zmiany w kolekcjach powinny jednak przeciwdziałać temu trendowi.
- **Fiasko na rynku węgierskim –** w 2023 r. W.KRUK wszedł na rynek węgierski i dziś posiada już na nim 15 lokali, a planowane są kolejne otwarcia. Póki co segment nie przynosi zysków. Dostrzegamy ryzyko, że zakładana poprawa wyników tych salonów może nie nastąpić, a marka W.KRUK może nie przyjąć się na tym rynku.
- **Rosnąca konkurencja –** widzimy ryzyko wzrostu konkurencji, szczególnie w wysoce dochodowym segmencie jubilerskim. Główni konkurenci W.KRUK rozwijają sieć sprzedaży w Polsce i za granicą.
- **Słaby odbiór kolekcji –** czynnikiem sukcesu firmy zarówno odzieżowej, jak i jubilerskiej jest wyczucie trendów mody i aktualnych preferencji konsumentów. Istnieje ryzyko, że poszczególne kolekcje lub część oferty mogą 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, rozumiane jako wychodzenie asortymentu z mody, co może skutkować wymuszonymi wyprzedażami i odpisami.
- **Walutowe –** zdecydowaną większość przychodów VRG uzyskuje w polskim złotym, natomiast istotna część kosztów ponoszona jest w walutach obcych. Zakupy w 2025 r. dzieliły się w 31% na PLN, 29% na USD, 22% na EUR i 18% na CHF. Czynsze z kolei opłacane są w EUR i dlatego wynik jest najbardziej wrażliwy na zmiany kursu EUR/PLN. Osłabienie złotego 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 leasingowego lokali handlowych i powierzchni biurowych (wpływ MSSF16), co w niemal każdym kwartale dodaje do wyniku netto lub odejmuje od niego 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 niżej 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, inflacji i poziomu stóp procentowych. Potencjalne pogorszenie sytuacji konsumentów może przełożyć się na mniejszą sprzedaż VRG.
- **Ruch w galeriach handlowych –** zdecydowana większość salonów VRG zlokalizowana jest w dużych galeriach handlowych. W ostatnich latach ruch w nich spada, co wpływa na ruch w sklepach VRG. Kontynuacja lub przyspieszenie tego trendu może wpływać na spadek rentowności salonów stacjonarnych.

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
VRG	Kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Akumuluj	12 wrz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gawkowski
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyniak
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 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 Gawkowski
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyniak
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 kwi 26	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	Kupuj	8 kwi 26	39,00	51,90	Seweryn Żołyniak
VRG	Akumuluj	8 maj 26	5,26	6,22	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Neutralnie	12 maj 26	149,00	160,80	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	13 maj 26	1,97	2,87	Łukasz Bugaj
11 bit studios	Akumuluj	10 cze 26	145,00	167,00	Grzegorz Gawkowski
VRG	Kupuj	10 wrz 26	5,38	7,20	Seweryn 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, IMS, Shoper, VRG i 11Bit Studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego 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	9	60%
Akumuluj	5	33%
Neutralnie	1	7%
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*

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA — Dyrektor
Doradca inwestycyjny
banki, ubezpieczenia
marcin.materna@bankmillennium.pl

Adam Zajler — Analityk
przemysł, technologie, media
adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA — Analityk
Doradca inwestycyjny
fundusze inwestycyjne
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski — Analityk
fundusze inwestycyjne
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyniak, CFA — Analityk
Doradca inwestycyjny
handel, deweloperzy
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Departament sprzedaży

Radosław Zawadzki — Dyrektor
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Ołdakowski
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

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 partykularnych 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 miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie 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.

KUPUJ - 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) - lepiej 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 świadczyć, 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 konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry i GR media 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 i GR media.

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 sporządzania 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. uzupełniającym 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, 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 10 września 2026 r. o godzinie 15:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 10 września 2026 r. godzina 16:00.

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