

VRG – komentarz po wstępnych wynikach za 4Q'25

12.02.2026

VRG - wyniki kwartalne

	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	wstępne 4Q'25	r/r
Przychody	402,3	278,2	340,8	311,5	444,5	293,6	377,5	345,9	487,7	9,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	218,7	149,4	191,7	167,0	254,7	159,3	214,9	188,2	274,6	7,8%
Marża brutto ze sprzedaży	54,4%	53,7%	56,3%	53,6%	57,3%	54,3%	56,9%	54,4%	56,3%	-1 p.p.
Koszty SG&A	169,5	145,5	155,0	153,8	185,6	154,5	166,8	163,9	199,4	7,4%
Koszty SG&A jako% przychodów	42,1%	52,3%	45,5%	49,4%	41,8%	52,6%	44,2%	47,4%	40,9%	-0,9 p.p.
Zysk ze sprzedaży	49,2	4,0	36,7	13,2	69,1	4,9	48,1	24,2	75,2	8,8%
Pozostałe	-4,8	-1,3	4,2	-0,4	0,5	-1,2	-2,5	-0,9	-12,3	
EBIT	44,4	2,7	40,8	12,8	69,6	3,7	45,6	23,3	62,9	-9,6%
Marża EBIT	11,0%	1,0%	12,0%	4,1%	15,7%	1,3%	12,1%	6,7%	12,9%	-2,8 p.p.
EBITDA	77,4	36,1	73,9	45,9	104,2	37,9	79,2	57,3		
Marża EBITDA	19,2%	13,0%	21,7%	14,7%	23,4%	12,9%	21,0%	16,6%		
zysk netto razem	49,9	2,2	28,2	10,1	46,3	6,0	28,6	12,4	49,6	7,2%
Marża zysku netto	12,4%	0,8%	8,3%	3,3%	10,4%	2,0%	7,6%	3,6%	10,2%	-0,2 p.p.
CF Operacyjny	144,1	-46,2	23,3	-19,9	141,1	-45,4	71,7	17,8		
CF Inwestycyjny	-13,6	-11,5	-5,3	-8,5	-13,0	-7,1	-8,8	-12,6		
CF Finansowy	-167,3	-5,2	-11,7	18,7	-122,9	48,5	-58,9	-7,8		
Liczba sklepów	513	513	502	496	496	476	478	478		
Powierzchnia sklepów (tys. m ²)	52,5	52,4	51,0	50,5	50,6	48,6	48,9	48,9		

mln PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

VRG podało wstępne dane finansowe Grupy za 4Q'25, czyli najważniejszy dla Grupy kwartał roku. Przyczyną podania wstępnych wyników (do tej pory spółka ich nie publikowała) jest zawiązanie istotnych odpisów na zapasy.

Na poziomie przychodów wzrost wyniósł 9,7% r/r, co oceniamy pozytywnie. Przypomnijmy, że w segmencie jubilerskim spółka otwiera nowe salony W.KRUK, a w planie na 4Q'25 było otwarcie kolejnych 8 salonów i osiągnięcie łącznie 194 punktów (powierzchnia miała przysrosnąć o 10,8% r/r na koniec 4Q'25). Są to jednak słabsze lokalizacje ze względu na wysokie nasycenie lokalami W.KRUK w najlepszych galeriach, w związku z czym przyrost sprzedaży na m² jest niski jednocyfrowy i podobny szacujemy w minionym kwartale. W segmencie odzieżowym spółka zamyka nierentowne salony, co skutkowało spadkiem powierzchni segmentu o 7,6% r/r na koniec 3Q'25 (-30 salonów r/r do 292), a w 4Q'25 Grupa planowała zamknąć kolejne 6 punktów. Analizując podane przez spółkę wyniki jednostkowe (kluczowe marki segmentu odzieżowego tj. Vistula, Bytom i Wólczanka są biznesem VRG S.A.), wnioskujemy że wzrost sprzedaży w przeliczeniu na m² w segmencie odzieżowym był w ujęciu r/r ciągle kilkunastoprocentowy, pomimo że baza wynikowa w postaci dobrego 4Q'24 była znacznie bardziej wymagająca niż w poprzednich kwartałach.

Dobre przychody okupione zostały za to nieco niższą marżą brutto Grupy, która w 4Q'25 wyniosła 56,3%, o 1 p.p. mniej niż przed rokiem. Marża w jednostce VRG S.A, skupiającej gros biznesu odzieżowego (z wyjątkiem najmniejszej z marek segmentu tj. Deni Cler), wzrosła jednak istotnie i w 4Q'25 wyniosła 64,4% - wzrost 2,5 p.p. r/r., w związku z czym wnioskujemy, że dość znacząco pogorszyła się marża brutto segmentu jubilerskiego. Warto jednak podkreślić, że marża segmentu jubilerskiego była w 4Q'24 wysoka i wyniosła 53,9%, przy standardowej marży segmentu bliższej 52-52,5%.

Koszty SG&A w minionym kwartale wyniosły 199,4 mln PLN (+7,4% r/r) i nadal rosły w tempie wolniejszym od wzrostu przychodów i nieco wolniejszym od wzrostu zysku brutto ze sprzedaży, co jest spójne z obrazem jaki mieliśmy w poprzednich kwartałach (koszty były stabilne w segmencie odzieżowym dzięki zamknięciom salonów nierentownych oraz innym oszczędnościom oraz rosły w segmencie jubilerskim ze względu na wzrost sieci i budowę struktur na Węgrzech). W efekcie zysk ze sprzedaży wyniósł 75,2 mln PLN i był 8,8% lepszy r/r.

Na wynik operacyjny (EBIT) w minionym kwartale w znaczącym stopniu wpłynęły jednak wspomniane zdarzenia jednorazowe, księgowane w pozycji pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych. Tym razem saldo w tej pozycji było istotnie ujemne i wyniosło -12,3 mln PLN, w tym -11,6 mln PLN to były odpisy na zapasy. O możliwych wyższych odpisach Zarząd informował na ostatniej konferencji wynikowej tłumacząc potencjalny odpis coraz większą preferencją klientów do zakupu nowego towaru w segmencie odzieżowym, co generuje negatywny wpływ na wycenę starszego asortymentu. Wielkość odpisu zaskoczyła nas jednak negatywnie. Przypomnijmy, że jednym z kluczowych elementów poprawy kondycji segmentu odzieżowego jest transformacja produktowa, która miała początek ok. 1,5 roku temu, kiedy po nieudanym eksperymencie z lat 2023 i 2024, nastąpił powrót do bardziej klasycznych kolekcji i asortymentu, w którym marki VRG posiadają ugruntowane kompetencje w oczach klientów. Zakładamy, że tak istotne odpisy jak w 4Q'25 nie będą regułą, jednak nie wykluczamy, że ich podwyższony poziom może się jeszcze utrzymać w 2026 r., dopóki „stary” asortyment, sprzed transformacji, nie wyjdzie całkowicie ze sprzedaży.

Pomimo słabszego wyniku operacyjnego Grupa VRG poprawiła zysk netto o 7,2% r/r do poziomu 49,6 mln PLN, co prawdopodobnie wynikało kilkumilionowego dodatniego salda różnic kursowych. W analogicznym kwartale roku ubiegłego Grupa odnotowała negatywne saldo w wysokości 3,9 mln PLN.

Publikację ostatecznych wyników za 4Q'25 i 2025 r. spółka planuje w dniu 24 kwietnia.

Seweryn Żołyniak, CFA

Doradca Inwestycyjny

Biuro Maklerskie Banku Millennium SA

e-mail: seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

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

Osoba lub osoby wskazane na pierwszej stronie niniejszego raportu sporządziły analizę. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Raport nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu.

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.

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

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

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

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

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