

VRG – komentarz po wynikach za 2Q'26**21.08.2026**

Wyniki VRG za 2Q'26 oceniamy neutralnie, były zbliżone do naszych założeń – nieco gorsze na poziomie przychodów, nieco lepsze na poziomie zysku operacyjnego, a na poziomie zysku netto wyraźnie lepsze (+14,8% vs. nasza prognoza), do czego jednak mocno przyczyniło się lepsze od naszych założeń saldo różnic kursowych. Przychody wzrosły 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 wspomniane lepsze saldo różnic kursowych (+2,7 mln PLN w 2Q'26 vs. -3,6 mln PLN przed rokiem).

W segmencie jubilerskim sprzedaż wzrosła aż o 28,4% r/r, a tak dobra dynamika wynikała z konsolidacji Lilou oraz wzrostu powierzchni sieci W.KRUK (+15% r/r), przy sprzedaży na m2 samej sieci W.KRUK wyższej o dość niskie 0,9% r/r. Organiczny wzrost segmentu wyniósł 16,5% r/r. 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 zмага 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 nieco 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.

W segmencie odzieżowym dynamika sprzedaży była niska (+0,4% r/r), przy sprzedaży na m2 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 nieco obniżyć sprzedaż, jednak poprawiło rentowność. Grupa zrealizowała istotnie wyższą marżę brutto, która wyniosła aż 66,4% (+4,5 p.p.). Sprzedaż była budowana głównie przez nową kolekcję, a rabaty były mniejsze. W kolejnych kwartałach Zarząd ma ambicję dostarczać lepszą dynamikę sprzedaży, jednak Zarząd 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.

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.

Zarząd zadeklarował na konferencji, że Grupa VRG jest dobrze przygotowana na sezon jesień-zima 2026, ma przygotowaną dobrą ofertę, nie przewiduje opóźnień we wprowadzaniu kolekcji i kontynuuje przyjętą strategię marketingową. Grupa kontynuuje strategię otwierania powierzchni w segmencie jubilerskim, zarówno w W.KRUK, jak i Lilou, a w segmencie odzieżowym powierzchnia nie powinna podlegać już istotnym wahaniom, choć będzie nadal optymalizowana i remontowana. Grupa podtrzymała cele na bieżący rok, tj. wzrost sprzedaży w obu segmentach, poprawę marży brutto i dalszą poprawę rentowności operacyjnej.

Spółka nie wyklucza kolejnych akwizycji, a równocześnie nadal szuka kupca na sieć Deni Cler i rozmawia z potencjalnymi nabywcami.

Seweryn Żołyniak, CFA**Doradca Inwestycyjny**

Biuro Maklerskie Banku Millennium SA

e-mail: seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

VRG - wyniki kwartalne

	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%

mIn PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Segmenty

	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	r/r
Segment jubilerski										
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%
Segment odzieżowy										
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%

mIn PLN

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

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

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub 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 sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

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

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

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Raport 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.