

**VRG - komentarz po wynikach i konferencji po 3Q'24****18.11.2024 r.**

**W 3Q'24 przychody VRG wzrosły o 4,8% r/r** na co złożył się wzrost w wysokości 6,2% r/r w segmencie jubilerskim (przy powierzchni sklepów na koniec kwartału wyższej o 11,5% r/r) oraz 3,0% r/r wzrost przychodów segmentu odzieżowego (przy powierzchni sklepów na koniec kwartału niższej o 8,8% r/r). Marża brutto ze sprzedaży spadła o 0,6 p.p. (w podobnym stopniu w obu segmentach), a koszty SG&A wzrosły o 9,8% r/r i w efekcie **EBIT Grupy spadł z 19,7 mln PLN przed rokiem do 12,8 mln PLN w 3Q'24 (-35,4% r/r)**. Dzięki zrealizowanym zyskom z tytułu różnic kursowych (+2,1 mln PLN, w porównaniu do straty 11,3 mln PLN w 3Q'23), **zysk netto został wyraźnie poprawiony** (10,1 mln PLN vs 0,9 mln PLN w 3Q'23).

**W segmencie jubilerskim zysk operacyjny wyniósł 26,7 mln PLN i był niższy o 16,4% r/r.** Sprzedaż w przeliczeniu na m2 spadła o 4,3% co według Zarządu wynika z otwarć nowych sklepów i zwiększania metrażu w niektórych wcześniej istniejących salonach. Grupa jest w trakcie budowy sieci na Węgrzech (8 salonów na koniec 3Q'24) i te salony nie notują jeszcze wyników porównywalnych do tych w Polsce oraz jeszcze nie mają oferty zegarkowej. Jak podawał Zarząd, znacznie lepszą dynamikę sprzedaży miała część biżuteryjna ze wzrostem sprzedaży na poziomie kilkunastu procent, natomiast w części zegarkowej spółka nie odnotowała wzrostu.

**W segmencie odzieżowym strata operacyjna wyniosła 14,8 mln PLN i była wyższa niż w roku poprzednim (-13,2 mln PLN).** Według Zarządu za słaby wynik segmentu odpowiadały przede wszystkim nietrafione kolekcje. We wszystkich markach poza najmniejszą Deni Cler, najszybciej rosła sprzedaż Internetowa (+24,8% r/r Vistula, +20,6% r/r Bytom, +65,5% r/r Wólczanka).

Najsłabiej radzącą sobie marką segmentu odzieżowego była Vistula, której sprzedaż we wszystkich kanałach spadła o 2,1% r/r, a EBIT sklepów wyniósł 1,1 mln PLN i był słabszy o 1,3 mln PLN r/r. Grupa w ostatnim roku otworzyła kilkanaście salonów powiększonych Vistuli (powyżej 200 m2) i nie planuje kolejnych takich otwarć. Sprzedaż tych sklepów jest poniżej oczekiwań. Gorszy wynik zanotowała też marka najmniejsza tj. Deni Cler (sprzedaż: -4,8%, EBIT sklepów: -0,4 mln PLN), co zdaniem Zarządu wynika z mniejszego popytu na produkty premium. Wyniki poprawiały Bytom (przychody +7,5% r/r, EBIT sklepów lepszy o 0,5 mln PLN) oraz najbardziej internetowa z marek tj. Wólczanka (przychody +20,7% r/r, EBIT sklepów lepszy o 1,4 mln PLN) i to pomimo wysokich kosztów jakie segment ponosił na reorganizację sieci, w tym likwidację wielkopowierzchniowych formatów Wólczanka Well.

**Grupa planuje dalszy rozwój powierzchni w segmencie jubilerskim i zamykanie sklepów w odzieżowym.** W segmencie odzieżowym Grupa planuje zamknąć 4 sklepy w 4Q'24 oraz kolejnych 13 w 2025. W segmencie jubilerskim planuje otworzyć 3 salony w 4Q'24 i kolejnych 13 w 2025 r.

VRG chce w 2024 r. osiągnąć lepsze wyniki operacyjne i netto w obu segmentach co oznaczałoby wyjątkowo dobry 4Q'24. **Jak powiedzieli na konferencji przedstawiciele Zarządu, dynamiki w październiku i listopadzie są istotnie pozytywne, kolekcje zostały dobrze przyjęte, w związku z czym Grupa oczekuje mocnego kwartału.** W 2025 r. planowany jest wzrost sprzedaży w obu segmentach, wzrost marży brutto, wzrost rentowności w segmencie odzieżowym oraz nominalny wzrost zysku operacyjnego w segmencie jubilerskim. Zarząd deklaruje, że dla marek Vistula, Bytom, Wólczanka kolekcje jesień-zima są lepszej jakości, są lepiej odbierane przez klientów. Grupa rozważa sprzedaż najmniejszej z marek odzieżowych tj. Deni Cler, gdyż według Zarządu butikowy charakter tej marki nie pasuje do specyfiki grupy.

**W ostatnim roku doszło do istotnego przyrostu zapasów** – w segmencie odzieżowym o 45,8 mln PLN, w segmencie jubilerskim o 100,8 mln PLN. W segmencie odzieżowym wynika to ze zdecydowanie słabszej sprzedaży od założeń grupy oraz lepszego zatowarowania na sezon jesień-zima. Spółka widzi w tym segmencie przestrzeń do optymalizacji zapasów. W segmencie jubilerskim rozrasta się sieć, rozrasta się portfolio marek zegarkowych, rosną ceny zakupu powodowane wzrostem cen złota i polepsza się zatowarowanie sklepów. **Ze względu na wzrost zapasów kapitał obrotowy przyrósł w rok o 148,2 mln PLN. W efekcie dług netto wzrósł z 9,0 mln przed rokiem do 126,2 mln PLN na koniec 3Q'24.**

**Seweryn Żołyński, CFA****Doradca Inwestycyjny**

Biuro Maklerskie Banku Millennium SA

e-mail: [seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl](mailto:seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl)

**VRG - wyniki kwartalne**

|                                | 1q'22 | 2q'22 | 3q'22 | 4q'22 | 1q'23 | 2q'23 | 3q'23 | 4q'23  | 1q'24 | 2q'24 | 3q'24 | r/r       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----------|
| Przychody                      | 243,8 | 341,8 | 319,4 | 369,0 | 267,0 | 335,3 | 297,1 | 402,3  | 278,2 | 340,8 | 311,5 | 4,8%      |
| Zysk brutto ze sprzedaży       | 123,2 | 193,2 | 165,5 | 201,3 | 137,3 | 188,7 | 161,0 | 218,7  | 149,4 | 191,7 | 167,0 | 3,7%      |
| Marża brutto ze sprzedaży      | 50,5% | 56,5% | 51,8% | 54,5% | 51,4% | 56,3% | 54,2% | 54,4%  | 53,7% | 56,3% | 53,6% | -0,6 p.p. |
| Koszty SG&A                    | 117,4 | 132,8 | 132,6 | 157,1 | 132,7 | 143,7 | 140,1 | 169,5  | 145,5 | 155,0 | 153,8 | 9,8%      |
| Koszty SG&A jako% przychodów   | 48,1% | 38,9% | 41,5% | 42,6% | 49,7% | 42,8% | 47,1% | 42,1%  | 52,3% | 45,5% | 49,4% | +2,2 p.p. |
| EBIT                           | 5,0   | 60,2  | 33,3  | 42,1  | 4,7   | 43,3  | 19,7  | 44,4   | 2,7   | 40,8  | 12,8  | -35,4%    |
| Marża EBIT                     | 2,1%  | 17,6% | 10,4% | 11,4% | 1,8%  | 12,9% | 6,6%  | 11,0%  | 1,0%  | 12,0% | 4,1%  | -2,5 p.p. |
| zysk netto razem               | -2,9  | 39,3  | 9,2   | 47,3  | 3,2   | 47,7  | 0,9   | 49,9   | 2,2   | 28,2  | 10,1  | 982,4%    |
| Marża zysku netto              | -1,2% | 11,5% | 2,9%  | 12,8% | 1,2%  | 14,2% | 0,3%  | 12,4%  | 0,8%  | 8,3%  | 3,3%  | +2,9 p.p. |
| CF Operacyjny                  | -27,4 | 71,1  | 24,9  | 106,5 | -22,7 | 63,2  | 25,9  | 144,1  | -46,2 | 23,3  | -19,9 | -177,0%   |
| CF Inwestycyjny                | -5,2  | -3,1  | -6,0  | -10,3 | -7,0  | -9,9  | -5,8  | -13,6  | -11,5 | -5,3  | -8,5  | 44,7%     |
| CF Finansowy                   | -28,0 | -33,0 | -50,1 | -58,1 | -29,5 | -34,5 | -24,7 | -103,3 | -5,2  | -11,7 | 18,7  | -176,0%   |
| Liczba sklepów                 | 546   | 539   | 535   | 534   | 525   | 516   | 517   | 513    | 513   | 502   | 496   | -4,1%     |
| Powierzchnia sklepów (tys. m2) | 52,5  | 52,0  | 52,0  | 52,0  | 51,9  | 51,6  | 52,6  | 52,5   | 52,4  | 51,0  | 50,5  | -3,9%     |

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

**VRG - segmenty**

|                                | 1q'22  | 2q'22 | 3q'22 | 4q'22 | 1q'23  | 2q'23 | 3q'22  | 4q'23 | 1q'24  | 2q'24 | 3q'24  | r/r       |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-----------|
| <b>Segment jubilerski</b>      |        |       |       |       |        |       |        |       |        |       |        |           |
| Przychody                      | 128,4  | 149,6 | 152,7 | 194,9 | 142,0  | 167,8 | 169,8  | 229,3 | 156,0  | 178,1 | 180,3  | 6,2%      |
| Zysk brutto ze sprzedaży       | 65,0   | 78,7  | 79,5  | 100,8 | 73,8   | 88,2  | 89,5   | 120,6 | 82,1   | 93,2  | 94,1   | 5,1%      |
| Marża brutto ze sprzedaży      | 50,6%  | 52,6% | 52,1% | 51,7% | 52,0%  | 52,6% | 52,7%  | 52,6% | 52,6%  | 52,3% | 52,2%  | -0,5 p.p. |
| Koszty SG&A                    | 42,5   | 47,7  | 48,7  | 70,0  | 49,9   | 55,8  | 56,3   | 77,3  | 57,4   | 64,5  | 66,3   | 17,7%     |
| Koszty SG&A jako% przychodów   | 33,1%  | 31,9% | 31,9% | 35,9% | 35,1%  | 33,3% | 33,2%  | 33,7% | 36,8%  | 36,2% | 36,8%  | +3,6 p.p. |
| EBIT                           | 22,8   | 30,7  | 30,8  | 30,0  | 23,7   | 32,2  | 33,0   | 43,6  | 24,3   | 28,9  | 27,6   | -16,4%    |
| Marża EBIT                     | 17,8%  | 20,5% | 20,1% | 15,4% | 16,7%  | 19,2% | 19,4%  | 19,0% | 15,6%  | 16,2% | 15,3%  | -4,1 p.p. |
| zysk netto razem               | 16,1   | 20,5  | 17,0  | 30,2  | 19,0   | 31,0  | 19,8   | 41,1  | 19,9   | 21,4  | 22,0   | 11,2%     |
| Marża zysku netto              | 12,5%  | 13,7% | 11,1% | 15,5% | 13,4%  | 18,5% | 11,7%  | 17,9% | 12,8%  | 12,0% | 12,2%  | +0,5 p.p. |
| Liczba sklepów                 | 148    | 148   | 152   | 152   | 157    | 157   | 159    | 163   | 167    | 171   | 174    | 9,4%      |
| Powierzchnia sklepów (tys. m2) | 11,7   | 11,6  | 12,3  | 12,2  | 12,6   | 12,6  | 12,7   | 13,0  | 13,4   | 13,9  | 14,2   | 11,5%     |
| <b>Segment odzieżowy</b>       |        |       |       |       |        |       |        |       |        |       |        |           |
| Przychody                      | 115,3  | 192,1 | 166,7 | 174,1 | 125,0  | 167,5 | 127,3  | 173,0 | 122,2  | 162,6 | 131,1  | 3,0%      |
| Vistula                        | 44,0   | 80,5  | 71,6  | 65,8  | 47,6   | 67,0  | 51,8   | 63,0  | 46,9   | 63,7  | 50,7   | -2,1%     |
| Bytom                          | 31,2   | 57,4  | 46,7  | 50,1  | 33,9   | 51,6  | 39,0   | 52,8  | 34,6   | 54,2  | 41,9   | 7,4%      |
| Wólczanka                      | 24,0   | 35,0  | 28,0  | 37,0  | 21,7   | 27,7  | 20,3   | 35,9  | 25,2   | 30,1  | 24,5   | 20,7%     |
| Deni Cler                      | 11,0   | 13,0  | 12,0  | 16,7  | 14,2   | 13,5  | 12,3   | 17,2  | 13,7   | 13,0  | 11,8   | -4,1%     |
| Pozostałe                      | 5,1    | 6,2   | 8,4   | 4,5   | 7,6    | 7,7   | 3,9    | 4,1   | 1,8    | 1,6   | 2,2    | -43,1%    |
| Zysk brutto ze sprzedaży       | 58,3   | 114,4 | 85,9  | 100,5 | 63,5   | 100,5 | 71,5   | 98,0  | 67,3   | 98,5  | 72,9   | 1,9%      |
| Marża brutto ze sprzedaży      | 50,5%  | 59,6% | 51,6% | 57,7% | 50,8%  | 60,0% | 56,2%  | 56,7% | 55,1%  | 60,6% | 55,6%  | -0,6 p.p. |
| Koszty SG&A                    | 74,8   | 85,1  | 83,9  | 87,2  | 82,8   | 87,8  | 83,7   | 92,2  | 88,1   | 90,5  | 87,5   | 4,5%      |
| Koszty SG&A jako% przychodów   | 64,9%  | 44,3% | 50,4% | 50,1% | 66,2%  | 52,4% | 65,7%  | 53,3% | 72,1%  | 55,6% | 66,7%  | +1 p.p.   |
| EBIT                           | -17,8  | 29,5  | 2,6   | 12,0  | -19,0  | 11,0  | -13,2  | 0,7   | -21,6  | 11,9  | -14,8  | 11,8%     |
| Marża EBIT                     | -15,4% | 15,4% | 1,5%  | 6,9%  | -15,2% | 6,6%  | -10,4% | 0,4%  | -17,7% | 7,3%  | -11,3% | -0,9 p.p. |
| zysk netto razem               | -19,0  | 18,9  | -7,8  | 17,1  | -15,7  | 16,7  | -18,9  | 8,7   | -17,7  | 6,8   | -11,9  | -37,0%    |
| Marża zysku netto              | -16,5% | 9,8%  | -4,7% | 9,8%  | -12,6% | 9,9%  | -14,8% | 5,1%  | -14,5% | 4,2%  | -9,1%  | +5,8 p.p. |
| Liczba sklepów                 | 398    | 391   | 383   | 382   | 368    | 359   | 358    | 350   | 346    | 331   | 322    | -10,1%    |
| Powierzchnia sklepów (tys. m2) | 40,9   | 40,4  | 39,8  | 39,8  | 39,3   | 39,0  | 39,8   | 39,5  | 39,0   | 37,1  | 36,3   | -8,8%     |

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

## 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 został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz Rynków Kapitałowych. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne 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.