

Apator

Kupuj || Cena docelowa PLN 27.60/akcja

4Q'2025 EBITDA w wysokości 39 mln PLN, rezerwa na roszczenie klienta na kwotę 21 mln PLN**Damian Szparaga, CFA**

damian.szparaga@pekao.com.pl

Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za 4Q'2025:

- Przychody ze sprzedaży wyniosły 335,8 mln PLN (+12% r/r, +14% kw/kw).
- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 69,1 mln PLN (-6% r/r, -12% kw/kw).
- Wynik EBITDA wyniósł 39,4 mln PLN (+43% r/r, -7% kw/kw).
- Wynik operacyjny wyniósł 21,4 mln PLN (+78% r/r, -14% kw/kw).
- Wynik netto akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł 26,0 mln PLN (+50% r/r, +12% kw/kw).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 29,0 mln PLN (+37% r/r, +17% kw/kw).
- Dług netto spółki na koniec 4Q'2025 wyniósł 117,9 mln PLN (w porównaniu z 142,6 mln PLN na koniec 3Q'2025).

Ponadto Spółka poinformowała, że:

- Utworzyła rezerwę na roszczenie reklamacyjne w wysokości 20,8 mln zł w segmencie EE, które wpłynęło na koszt własny sprzedaży. Roszczenie dotyczy eksportu i jest związane z dostawami w latach 2021-2025..
- Wpływ sprzedaży gruntów w listopadzie na wynik operacyjny wyniósł 14,4 mln zł.

Opinia: Neutralna

Zestaw danych przedstawiony w raporcie za IV kwartał 2025 roku jest dla nas neutralny, z pozytywnymi i negatywnymi. Przychody były wyższe od naszych szacunków i szacunków rynkowych. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były o 3% wyższe od naszych szacunków. Wspomniana rezerwa związana z roszczeniem klienta wpłynęła na całkowitą marżę zysku brutto ze sprzedaży (ZBzS) negatywnie (o 6,2 p.p.). Po uwzględnieniu tego, marża ZBzS wyniosłaby 26,8%, co byłoby całkiem przyzwoitym poziomem (o 2,5 p.p. wyższym od naszych szacunków). Podobna sytuacja dotyczy EBITDA, EBIT i zysku netto – podane wartości są niższe od naszej prognozy i konsensusu rynkowego, ale byłyby wyższe po skorygowaniu o wpływ roszczenia. Warto wspomnieć, że nasza prognoza uwzględniała wpływ zdarzenia jednorazowego związanego ze sprzedażą gruntu w Toruniu (raport bieżący z początku listopada 2025 r.). Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były gorsze w ujęciu rok do roku, ale zgodne z naszą prognozą. Dług netto był mniej więcej zgodny z naszą prognozą. Podsumowując, z punktu widzenia operacyjnego uznalibyśmy wyniki za umiarkowanie pozytywne, ale zawiązana rezerwa psuje ten obraz.

W chwili obecnej widzimy umiarkowany potencjał wzrostowy pomimo tego, że Spółka jest objęta postępowaniem antymonopolowym wszczętym przez UOKiK. W związku z tym Spółka przyznała, że nie posiada wystarczających danych, aby oszacować wynik postępowania ani jego potencjalny wpływ na wynik finansowy. Nasza cena docelowa wynosi 27,6 zł/akcja.

Apator: wyniki za 4Q'2025

mln PLN	4Q'2024	1Q'2025	2Q'2025	3Q'2025	4Q'2025	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	consensus	vs. consensus	2024	2025	2026e
Przychody	300.7	283.7	286.4	295.8	335.8	12%	14%	320.6	5%	322.3	4%	1,227.8	1,201.8	1,215.0
EE	153.0	124.6	137.7	148.2	155.6	2%	5%	150.8	3%	n/a	n/a	580.2	566.0	575.5
GAZ	60.5	58.4	45.4	54.5	71.1	18%	30%	67.7	5%	n/a	n/a	274.0	229.4	224.6
W&H	87.3	100.7	103.3	93.1	109.2	25%	17%	102.1	7%	n/a	n/a	373.6	406.3	414.8
Koszt własny sprzedaży	-227.1	-208.1	-204.9	-217.3	-266.7	17%	23%	-242.6	10%	n/a	n/a	-913.1	-897.0	-884.6
Zysk brutto ze sprzedaży	73.6	75.6	81.5	78.5	69.1	-6%	-12%	78.0	-11%		n/a	314.7	304.7	330.4
EE	39.8	32.2	37.5	39.7	20.1	-50%	-49%	36.3	-45%	n/a	n/a	152.6	129.5	155.7
GAZ	11.3	11.1	8.4	8.3	15.8	40%	89%	11.3	40%	n/a	n/a	49.8	43.6	36.8
W&H	22.5	32.3	35.6	30.5	33.3	48%	9%	30.4	9%	n/a	n/a	112.4	131.7	137.9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-55.7	-56.1	-57.6	-55.1	-64.8	16%	18%	-63.0	3%	n/a	n/a	-211.3	-233.5	-240.7
EBITDA	27.7	35.0	40.2	42.4	39.4	43%	-7%	47.2	-17%	46.6	-15%	142.4	157.0	158.3
EE	20.4	14.9	18.9	24.2	17.2	-16%	-29%	15.1	14%	n/a	n/a	81.1	75.3	78.2
GAZ	1.1	5.2	3.6	3.4	7.4	585%	115%	5.1	44%	n/a	n/a	13.0	19.7	14.5
W&H	5.9	15.6	18.5	15.5	15.8	169%	2%	13.5	18%	n/a	n/a	50.1	65.5	69.2
Pozostałe	0.3	-0.8	-0.9	-0.8	-1.0	n/a	27%	13.5	n/a	n/a	n/a	-1.8	-3.5	-3.5
EBIT	12.0	17.9	23.3	24.9	21.4	78%	-14%	29.4	-27%	28.8	-26%	85.1	87.5	88.2
Zysk brutto	11.1	16.2	23.0	22.0	19.1	72%	-13%	26.8	-29%		n/a	81.8	80.3	80.6
Zysk netto	17.3	12.0	17.8	23.3	26.0	50%	12%	29.7	-12%	23.3	12%	73.1	79.1	65.3
Marże														
Marża ZBzS	24.5%	26.6%	28.5%	26.6%	20.6%			24.3%				25.6%	25.4%	27.2%
w tym EE	26.0%	25.9%	27.2%	26.8%	12.9%			24.0%				26.3%	22.9%	27.0%
w tym GAZ	18.7%	18.9%	18.5%	15.3%	22.2%			16.7%				18.2%	19.0%	16.4%
w tym W&H	25.8%	32.1%	34.5%	32.7%	30.5%			29.8%				30.1%	32.4%	33.3%
Marża EBITDA	9.2%	12.3%	14.0%	14.3%	11.7%			14.7%		14.5%		11.6%	13.1%	13.0%
w tym EE	13.3%	12.0%	13.7%	16.4%	11.1%			10.0%				14.0%	13.3%	13.6%
w tym GAZ	1.8%	8.9%	8.0%	6.3%	10.4%			7.6%				4.8%	8.6%	6.4%
w tym W&H	6.7%	15.5%	17.9%	16.7%	14.5%			13.2%				13.4%	16.1%	16.7%
Marża EBIT	4.0%	6.3%	8.1%	8.4%	6.4%			9.2%		8.9%		6.9%	7.3%	7.3%
Marża netto	5.8%	4.2%	6.2%	7.9%	7.8%			9.3%		7.2%		6.0%	6.6%	5.4%
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	45.7	42.0	21.9	24.9	29.0	-37%	17%	30.9	-6%		n/a	151.2	117.7	131.3
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-19.3	-16.8	-20.2	-27.1	0.9	n/a	n/a	-1.7	n/a	n/a	n/a	-58.7	-63.1	-69.6
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-28.1	-18.7	8.4	-10.0	-31.6	13%	217%	-2.1	1371%	n/a	n/a	-97.7	-51.9	-36.9
Dług netto	138.0	115.7	117.3	142.6	117.9	-15%	-17%	116.0	2%		n/a	138.0	117.9	106.5
Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)	0.97	0.80	0.83	0.98	0.75			0.70				0.97	0.75	0.67

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

SECTOR ANALYSTS

Director & Chief Analyst
Mining, Construction & Real Estate
Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

Deputy Head of Research
IT, Video Games
Emil Popławski
+48 601 079 478
emil.poplawski@pekao.com.pl

Banking & Financials (Poland)
Michał Fidelus
+48 517 160 749
michal.fidelus@pekao.com.pl

Chemicals, Oil & Gas
Krzysztof Kozieł, CFA
+48 664 420 126
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Power Utilities & Healthcare
Andrzej Kędzierski, CFA
andrzej.kedzierski2@pekao.com.pl

Telecommunication, E-commerce
Konrad Musiał
+48 603 059 375
konrad.musial@pekao.com.pl

Real Estate
Michał Hanc
Michal.hanc@pekao.com.pl

Foreign Markets:
Manager of Foreign Markets:
Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

INVESTMENT ANALYSIS OFFICE

Market Projections
Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Technical Analyst
Bartosz Kulesza
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

CONTACT AND PUBLICATION ADDRESS

Pekao Brokerage Office
ul. Żubra 1
01-066 Warsaw
Poland
bm@pekao.com.pl

Sales
Poland
+48 22 586 23 99

Sales Trading
Poland
+48 22 586 28 83

Internet
www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

DISCLAIMER

Pekao Brokerage Office (BM) is an organizationally separated unit of Bank Polska Kasa Opieki S.A., based in Warsaw, ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna with its seat in Warsaw, at ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland, entered in the register of entrepreneurs in the District Court for the Capital City of Warsaw in Warsaw, XIII Commercial Division of the National Court Register, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, share capital (entirely paid) in the amount of PLN: 262 470 034.

BM is supervised by Polish Financial Supervision Authority, ul. Piękna 20, 00-549 Warsaw, Poland and is subject to regulations issued by the Financial Supervision Authority as well as by certain other regulators in the European Union.

The investment analysis is addressed to clients who have entered into an investment research agreement with BM, it is not a general investment advice, nor an investment recommendation provided as part of the investment advisory service, nor a part of portfolio management service. The analysis is given without taking into consideration the needs and circumstances of the Client, in particular when preparing the analyses BM does not examine the Client's investment objectives, level of risk tolerance, time horizon as well as the financial situation of the Clients nor does it assess the suitability of the service.

The investment analysis is based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates, projections, forecasts and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice. While preparing the investment analysis, the company's compliance with the "Best Practices of WSE Listed Companies 2021" was taken into account, based on the GPW IT tool "Best Practices Scanner" - [Microsoft Power BI](#)

This investment analysis is for information purposes only and does not constitute an offer to buy, sell or subscribe to any financial instrument on any financial market. It is also not an advertisement.

BM is not responsible for the consequences of investment decisions made on the basis of the investment analysis. The investment analysis does not give any guarantee that a given strategy or price projection is appropriate for a specific Client, and when using it one should not resign from conducting an independent assessment and taking into account risk factors other than those presented. The securities discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial instrument or security under discussion are not explained in their entirety. The use of BM services involves investment risk, described in detail on the website www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie