ARLEN

czwartek, 4 grudnia 2025 r. | raport analityczny

Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

TRZYMAJ

Cena docelowa: 36,8 PLN

Obniżamy cenę docelową dla ARLEN do 36,8 PLN na akcję i tym samym wydajemy rekomendację TRZYMAJ. Raport za 3Q'25 pokazał, że utrzymanie tempa wzrostu w 2025 r. na poziomach deklarowanych wcześniej przez Spółkę nie zostanie dotrzymane. Brak realizacji opcji dodatkowej w kluczowym zamówieniu na sztandarowy produkt Spółki o wartości 80 mln PLN i niższe marże generowane przez Spółkę skłonił nas do skorygowania dotychczasowych prognoz. Jednocześnie w perspektywie średnioterminowej widzimy możliwość powrotu do wyższych dynamik sprzedaży, zakładając rozpisanie nowego kilkuletniego przetargu na zmodernizowany wzór 128/MON i jego realizację przez Arlen. Spółka obecnie jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na poziomie 8,2x na 2025 r., a na prognozie na 2026 r. jest to 6,2x.

Wyniki 3Q'25. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 136,8 mln PLN (+14% r/r), co sugeruje wzrost dynamiki fakturowania zamówień w okresie lipiec-wrzesień, ale po słabych wynikach w I półroczu oczekiwaliśmy, że Spółka z nawiązką nadrobi poprzednie słabe kwartały i wróci na znacząco wyższy poziom tempa wzrostu przychodów. EBITDA wzrosła do 20,9 mln PLN (+5% r/r), a marża EBITDA spadła do 15,3% (-1,3 p.p. r/r). Zysk netto wyniósł 14,4 mln PLN (+4,3% r/r), a marża zysku netto wyniosła 11,4% (-1,1 p.p. r/r). W okresie 1-3Q'25 przychody wyniosły 316,0 mln PLN (+4% r/r), co oznacza brak realizacji naszej prognozy na cały 2025 r. (576,7 mln PLN). Jak tłumaczy Zarząd powodem słabej dynamiki sprzedaży jest brak aktywowania opcji dodatkowej na kwotę 80 mln PLN. Jednocześnie wskazuje, że powodem tego jest modernizacja wzoru 128/MON (z inicjatywy Arlen) i jest wysoce prawdopodobne, że w 2026 r. zostanie ogłoszony przetarg na zmodernizowany wzór. Z kolei spadek przychodów w segmencie tkanin wynika z zakończenia cyklu produkcyjnego plecaków. Zakładamy, że na początku 2026 r. zostanie rozpisany nowy przetarg na zasobniki górskie dla żołnierzy.

Ekspansja zagraniczna. Po bardzo dobrym 1H'25, gdzie sprzedaż zagraniczna wzrosła o 161% (26,8 mln PLN vs 10,3 mln PLN w 1H'24), w 3Q'25 dynamika sprzedaży na rynkach zagranicznych wyhamowała (+1,1% r/r, 6,4 mln PLN vs 6,3 mln PLN). W listopadzie Arlen zawarł umowę z Litewską Służbą Ochrony Granic o wartości 5 mln PLN oraz trzyletnią umowę ramową z policją w Belgii o wartości 3,6 mln PLN. Spółka bierze udział w przetargach w Anglii, Macedonii, Finlandii i Norwegii. Arlen został zaklasyfikowany również jako jedna z trzech firm do dalszych prób użytkowych dla policji w Danii. Spodziewamy się również, że pomyślna certyfikacja kamuflażu dla Bundeswehry również zaowocuje kontraktami. Skala sprzedaży na rynkach zagranicznych obecnie jest zbyt mała, aby rekompensować ewentualne opóźnienia w ogłaszaniu nowych przetargów czy brak realizacji opcji na rynku krajowym, ale budowanie pozycji rynkowej jest procesem długofalowym i wymaga czasu. Celem Spółki jest uzyskiwanie 30-40% sprzedaży za granicą.

Rozbudowa mocy produkcyjnych. Spółka modernizuje zakłady w Tarnowie i Żyrardowie (CAPEX: 13,9 mln PLN). W Tarnowie powstanie nowoczesna krojownia i magazyny, co pozwoli zwiększyć moce o 30-40% (zakończenie w 2Q'26). W Żyrardowie zakład produkcyjny powiększy się o ok. 550m2 (koniec prac w 3Q'26), co jest związane z dostosowaniem wymogów do produkcji kamizelek kuloodpornych. W 1Q'26 r. OPTEX uruchomi nowe linie produkcyjne, dzięki którym Grupa zyska możliwość wdrożenia nowej kategorii produktowej – mundurów polowych opartych na tkaninie NyCo (nylon + bawełna). Materiał ten charakteryzuje się aż pięciokrotnie większą odpornością na ścieranie niż standardowe tkaniny i jest już wprowadzany do użytku w armiach krajów europejskich. Nowa oferta ma być kierowana do polskich służb oraz formacji mundurowych działających w ramach UE.

Backlog. Na koniec listopada portfel zamówień na 2025 r. wynosił 398 mln PLN (vs 433 mln PLN na koniec września 2025 r., 365 mln PLN na koniec czerwca i 476 mln PLN na dzień 5 maja br.). Liczymy, że pomyślne testy zmodernizowanego wzoru 128/MON pozwolą Spółce w kolejnym roku na pozyskanie nowego, kilkuletniego kontraktu. Przypominamy, że backlog Spółki uwzględnia tylko sprzedaż z tytułu przetargów publicznych.

Rozszerzenie oferty. Spółka pracuje nad kamizelkami kuloodpornymi, w grudniu produkt przejdzie badania, a w przyszłym roku planowana jest jego prezentacja wraz z przestrzeleniem wkładu balistycznego. Spółka wygrała również trzy przetargi dla wojsk specjalnych i zrealizowała pierwszą dostawę (3 tys. szt.). Według informacji przekazanych przez Spółkę, dotychczasowe reakcje odbiorcy są pozytywne. Z kolei OPTEX dostarczył pierwszą partię zamówienia dla klienta z branży lotniczej, a w 1Q'26, po uruchomieniu nowej linii produkcyjnej będzie mógł rozpocząć produkcję tkaniny NyCo.

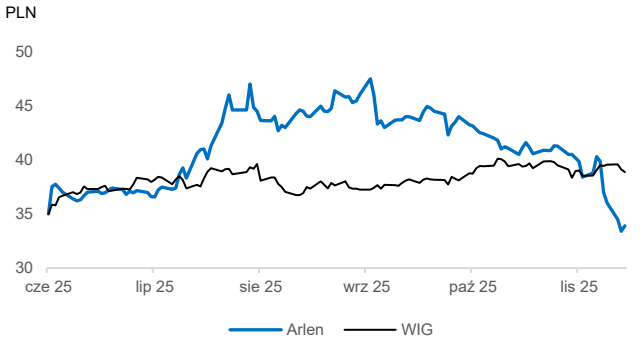
Przejęcia. Spółka podtrzymuje swoje plany akwizycyjne. Jednym z celów przejęcia może być PRABOS – czeska firma obuwia roboczego, z którą Arlen współpracuje w segmencie butów dla wojsk specjalnych. W modelu nie uwzględniamy jednak potencjalnego M&A.

Prognoza na kolejne okresy. W związku z brakiem realizacji opcji w kontrakcie na sztandarowy produkt Spółki o wartości ok. 80 mln PLN obniżamy poprzednią prognozę przychodów z 576,7 mln PLN do 495,1 mln PLN. W 2026 r. zakładamy pojawienie się nowego kontraktu na zmodernizowany wzór 128/MON, ale biorąc pod uwagę ryzyko przesunięć czy brak realizacji opcji w innych kontraktach utrzymujemy przychody na podobnym poziomie w stosunku do poprzednich założeń (665,9 mln PLN). Na lata 2025-2027 nasz model zakłada dynamikę wzrostu przychodów r/r na poziomie odpowiednio +7,3% / +32,1% / +12,0%. Obniżamy ścieżkę marży brutto ze sprzedaży do 24,1% w 2025 r., co wynika z ponoszenia kosztów ekspansji na rynek zagraniczny i konieczności konkurowania z firmami z bazą produkcyjną w Azji czy w Afryce. W kolejnych latach zakładamy marżę na poziomie 24,5% / 24,6% / 24,5% odpowiednio dla 2026 r. / 2027 r./ 2028 r. Szacujemy, że w latach 2025 - 2027 rentowność EBITDA wyniesie odpowiednio 15,2%, 14,8%, 14,6%, a w kolejnych latach marża będzie liniowo spadać do poziomu 12,3%. Zakładamy przesunięcie części nakładów CAPEX na 2026 r., co wynika z realizacji inwestycji w Tarnowie, Żyrardowie i Opocznie, które zostaną zakończone w 2026 r. Od 2027 r. zakładamy, że wydatki inwestycyjne będą zbliżone do poziomu amortyzacji

Podstawowe informacje

Ticker				ARL
Sektor				WIG-Odzież; przemysł lekki (sektor militarny)
Cena bieżąca (03.12.2025 g.17:00)				33,90 PLN
Cena docelowa				**36,8 PLN**
Potencjał wzrostu / spadku				**+ 8,6%**
Kapitalizacja				750,3 mln PLN
Liczba akcji				22,1 mln
Free-float				33,3%
	1M	3M	6M	12M
Stopa zwrotu	-16,3%	-23,8%	-	-

Kurs akcji Arlen na tle WIG



Wybrane wyniki finansowe

mln PLN	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Przychody	**282,4**	**366,3**	**461,4**	**495,1**	**665,9**	**745,8**
r/r (%)	*+4%*	*+30%*	*+26%*	*+7%*	*+35%*	*+12%*
EBITDA	38,2	50,3	76,2	75,4	99,3	109,1
EBITDA zn.*	**38,2**	**58,0**	**83,9**	**75,4**	**99,3**	**109,1**
*marża (%)**	*13,5%*	*15,8%*	*18,2%*	*15,2%*	*14,9%*	*14,6%*
Zysk netto zn.*	**26,6**	**42,1**	**60,5**	**54,2**	**73,4**	**79,9**
*marża (%)**	*9,4%*	*11,5%*	*13,1%*	*11,0%*	*11,0%*	*10,7%*
Zysk netto j.d. zn.*	**25,4**	**39,2**	**56,1**	**49,7**	**67,3**	**73,2**

** wyniki skorygowane o wycenę programu motywacyjnego*
Źródło: szacunki DM Navigator

Struktura akcjonariatu

Akcjonariusz	Udział (%)
A.T. Fundacja Rodzinna	60,1%
TFI PZU SA	7,7%
Pozostali	32,2%
Razem	**100,0%**

Analityk:

Piotr Poddębniak, MPW
+48 883 033 155
piotr.poddebniak@dmnavigator.pl

Przyjmując niniejszy raport, użytkownik wyraża zgodę na przestrzeganie poniższych wytycznych. Niniejszy dokument jest poufny i został przedstawiony wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być powielany ani rozpowszechniany, w całości ani w części, żadnym innym osobom. Ani niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być przesyłane, pobierane ani rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio, w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii. Nieprzestrzeganie niniejszego ograniczenia może stanowić naruszenie odpowiednio amerykańskich, kanadyjskich, australijskich lub japońskich przepisów dotyczących papierów wartościowych. Niniejszy dokument nie stanowi oferty sprzedaży ani zaproszenia do złożenia oferty nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych. Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany, bezpośrednio lub pośrednio, w całości lub w części, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Kanadzie, Australii lub Japonii ani w żadnej innej jurysdykcji, w której byłoby to niezgodne z prawem w jakikolwiek sposób. Nieprzestrzeganie niniejszego ograniczenia może stanowić naruszenie obowiązującego prawa.

1 Zastrzeżenia prawne

Podstawowe pojęcia:

Emitent – Arlen S.A.

Dokument – niniejszy raport

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

Marża brutto na sprzedaży – zysk brutto ze sprzedaży / przychody ze sprzedaży

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Marża EBIT – EBIT / przychody ze sprzedaży

Marża zysku netto – zysk netto / przychody ze sprzedaży

FCFF - wolne przepływy pieniężne

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR – stopa średniorocznego wzrostu

EV/S - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto / przychody netto ze sprzedaży

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto / EBITDA

P/E – kapitalizacja spółki / zysk netto

P/BV – kapitalizacja spółki / kapitał własny

EBITDA zn. - EBITDA skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

Zysk netto zn. – zysk skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

System rekomendacji DM Navigator:

KUPUJ – potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ – potencjał wzrostu instrumentu finansowego znajdzie się w przedziale od +0% do +10%

SPRZEDAJ - potencjał spadku instrumentu finansowego wynosi więcej niż -0%

Stosowane metody wyceny

Przy sporządzaniu niniejszego Dokumentu DM Navigator korzystał z następujących metod wyceny:

- DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla wszystkich stron finansujących FCFF;
- porównawczej (wskaźników rynkowych).

Wartość przedsiębiorstwa, oszacowana według metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, zależy od przewidywanych strumieni operacyjnych przepływów pieniężnych generowanych przez wyceniane przedsiębiorstwo oraz związanego z ich uzyskaniem ryzyka wyrażonego w przyjętej stopie dyskontowej. Prognozowane przepływy pieniężne, zostają zdyskontowane w celu odzwierciedlenia zmiany wartości pieniądza w czasie oraz ujęcia ryzyka związanego z działalnością podmiotu oraz jego otoczeniem. O wartości przedsiębiorstwa stanowi, obok przepływów pieniężnych generowanych w okresie projekcji szczegółowej, również wartość przedsiębiorstwa po okresie objętym szczegółową projekcją (tzw. wartość rezydualna). Operacyjne strumienie pieniężne osiągane w kolejnych okresach projekcji są dyskontowane przez odpowiednie stopy dyskonta w celu określenia ich bieżącej wartości. Jednocześnie zdyskontowana jest również wartość rezydualna przedsiębiorstwa. Stopę dyskontową wyznaczono na poziomie średniego ważonego koszu kapitału (WACC – ang. Weighted Average Cost of Capital), na który składają się koszt kapitału własnego i koszt długu, ważone udziałami obu tych źródeł finansowania w strukturze finansowania Spółki. Ze względu na fakt, że sporządzone projekcje bazują na szeregu szczegółowych założeń przyjętych do budowy modelu, prognozowane dane oraz wyniki finansowe – w szczególności wartość rezydualna – odpowiadać będą rzeczywistości tylko w przypadku, gdy powyższe założenia będą prawdziwe i spełnione. Wadami tej metody są duża liczba przyjętych założeń oraz złożoność i wysoki stopnień skomplikowania kalkulacji.

Metoda porównawcza jest metodą polegającą na porównaniu wycenianej spółki do spółek wycenionych na rynku kapitałowym i ustaleniu na tej podstawie wartości kapitałów własnych. Głównymi zaletami wyceny metodą porównawczą jest jej prostota, uniwersalność (nie wymaga skomplikowanych kalkulacji i skomplikowanych prognoz danych finansowych), ogólna dostępność i łatwość pozyskania danych do wyceny, a także odzwierciedlenie aktualnych nastrojów rynkowych. Podstawowymi

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany, bezpośrednio lub pośrednio, w całości lub w części, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Kanadzie, Australii lub Japonii ani w żadnej innej jurysdykcji, w której byłoby to niezgodne z prawem w jakikolwiek sposób. Nieprzestrzeganie niniejszego ograniczenia może stanowić naruszenie obowiązującego prawa.

wadami tej metody są ograniczony horyzont czasowy, przez co w niewielkim stopniu uwzględnia ona opcje rozwojowe firmy, potencjalne różnice w przyjętych standardach rachunkowości oraz wrażliwość wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Navigator S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej **DM Navigator**).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 4 grudnia 2025 r., godz. 7:49

Dystrybucja niniejszego raportu: 4 grudnia 2025 r., godz. 8:03

Raport jest badaniem inwestycyjnym 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 stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 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 i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, że jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM Navigator. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu.

Wymienione źródła informacji DM Navigator uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM Navigator na dzień jego wydania. DM Navigator jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad DM Navigator sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

DM Navigator, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiejkolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM Navigator.

Dokument adresowany jest przez Dom Maklerski Navigator pierwotnie do klientów profesjonalnych. Dokument po upływie dnia udostępnienia może podlegać dystrybucji w pełnej lub skróconej wersji (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym Dokument w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014.

W DM Navigator obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów", czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM Navigator, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM Navigator. W uzasadnionych przypadkach DM Navigator tworzy „chińskie mury" również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany, bezpośrednio lub pośrednio, w całości lub w części, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Kanadzie, Australii lub Japonii ani w żadnej innej jurysdykcji, w której byłoby to niezgodne z prawem w jakikolwiek sposób. Nieprzestrzeganie niniejszego ograniczenia może stanowić naruszenie obowiązującego prawa.

dokumencie. Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd DM Navigator ma prawo przyznać osobom sporządzającym raporty wynagrodzenie uznaniowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez DM Navigator.

DM Navigator wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez DM Navigator, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich.

DM Navigator nie posiada długiej/krótkiej pozycji netto przekraczającej 0,5% w kapitale podstawowym emitenta łącznie. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz DM Navigator. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiejkolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM Navigator S.A. pełnił rolę doradcy przy przeprowadzeniu oferty akcji. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM Navigator S.A. mógł otrzymać od emitenta/akcjonariusza sprzedającego wynagrodzenie za świadczone usługi. Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć się ich świadczenia. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Pomiędzy DM Navigator, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiekolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiejkolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta.

DM Navigator nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Rekomendacja została sporządzona w ramach działalności własnej Domu Maklerskiego Navigator. Dom Maklerski Navigator nie uzyskał wynagrodzenia od żadnego podmiotu w związku ze sporządzeniem rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany ani ujawniony analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów.

Rekomendacje wydawane przez DM Navigator obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM Navigator w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się w poniższej tabeli:

Spółka	Cena docelowa	Rekomendacja	Poprzednia cena docelowa	Dzień publikacji	Godzina publikacji	Kurs
Arlen	36,8	TRZYMAJ	44,4	04.12.2025	8:03	33,9
Arlen	44,4	KUPUJ (zrealizowana)	-	31.07.2025	8:18	38,7

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany, bezpośrednio lub pośrednio, w całości lub w części, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Kanadzie, Australii lub Japonii ani w żadnej innej jurysdykcji, w której byłoby to niezgodne z prawem w jakikolwiek sposób. Nieprzestrzeganie niniejszego ograniczenia może stanowić naruszenie obowiązującego prawa.