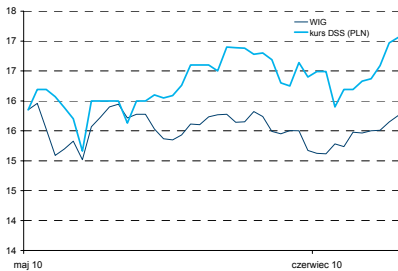


DSS

(tłumaczenie)

21 lipca 2010

Surowce/kopalnictwo



Reuters DSSP.WA
Bloomberg DSS PW
www.dss.pl

Kapitalizacja 34 mln EUR
Akcje w obrocie 7,928 mln
Dzienny obrót 0,03 mln EUR
Free-float 30,2%

Następne wydarzenie w spółce:

31 sierpnia – wyniki za 2Q09

Zmiana kursu	1m	Od debiutu
Absolutna	2,6%	9,3%
Relatywna do WIG20	2,6%	10,6%
Max./min. (12 mies.)	-	-
€/PLN		4,1

Akcjonariusze

Aroga Holdings (kontrolowana przez prezesa)	66,7%
Free float	24,84%
Polnord	8,46%

Robert Maj, + 48 22 581 08 24
robert.maj@kbcsecurities.pl

Dolnośląskie Surowce Skalne (DSS), dostawca kruszyw łamanych posiada największe w Polsce dostępne złoża kamienia łamanego i piasków, które pozwalają na ponad 30 lat produkcji.

Kurs 17,32 PLN *
Wycena 22,00 PLN

Kupuj

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P
Sprzedaż	111,6	158,9	373,7	409,6
EBITDA	6,8	27,6	64,5	75,4
EBIT	-10,2	2,8	34,2	43,0
Zysk netto	-18,2	-7,7	17,7	25,5
EPS (PLN)	-3,4	-1,1	2,2	3,2
C/Z (x) *	-5,1	-15,4	7,8	5,4
Dywid. na akcję (PLN)	0,0	0,0	0,0	2,9
Stopa dywidendy (%) *	0%	0%	0%	17%
EV/EBITDA (x) *	40,0	10,4	4,3	3,3

Źródło: DSS, KBC Securities

* kurs zamknięcia z 20/07/10

Rozpoczynamy pokrywanie spółki DSS z rekomendacją Kupuj, przy wycenie w wysokości 22,00 zł na akcję, co implikuje 27,0% potencjału wzrostu.

- **Znaczący gracz na polskim rynku kruszywa.** DSS posiada największą kopalnię kamienia, zlokalizowaną w pobliżu rynków zbytu. W II poł. 2009 roku spółka uruchomiła znaczące moce produkcyjne i jest w dobrej pozycji, aby stać się jednym z wiodących dostawców dla firm budowlanych z segmentu budownictwa kolejowego i drogowego.
- **Perspektywy budownictwa drogowego.** Najbliższa przyszłość budownictwa drogowego w Polsce wygląda obiecująco. Wartość kontraktów, finansowanych głównie ze środków UE osiągnie swój szczyt w latach 2010-2011, kreując znaczny popyt na kruszywo aż do 2013 roku.
- **Bogaty portfel zamówień.** DSS posiada mocny portfel zamówień od czołowych spółek budowlanych na lata 2010-2012. Prognozujemy w 2010 roku produkcję na 4,5 mln ton (48% powyżej wolumenu sprzedanego w 2009).
- **Krótką historią działalności.** W 2009 roku spółka po raz pierwszy osiągnęła dodatnie EBITDA, ale jednocześnie strata netto zwiększyła się r/r. Wyniki po I poł. br. wydają się słabe, gdyż okazało się, że potrzeba więcej niż oczekiwano czasu na rozbudowę mocy produkcyjnych.
- **Trudna do zrealizowania prognoza zarządu na 2010.** Spodziewamy się, że DSS nie zrealizuje prognozy EBITDA w br. i wynik będzie o 42% niższy, niż oczekuje zarząd ze względu na niższą produkcję w I połowie roku i niższe ceny. Jest prawdopodobne, że zarząd skoryguje swoje całoroczne prognozy.
- **Dyskonto.** Nasza wycena akcji DSS metodą DCF i DDM jest równa 22 zł na akcję. Implikuje to znaczące dyskonto wobec zagranicznych odpowiedników, które jest uzasadnione ograniczonym doświadczeniem spółki.

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja

EPS = zysk netto/ liczba akcji

DPS = dywidenda na akcję

BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji

Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży

Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży

CFPS = Cash flow/ liczba akcji

Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka

ROE = zysk netto/ średni kapitał własny

EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto

P/E = kurs rynkowy/ EPS

P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)

P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa

P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży

Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%.

Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,

Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendację w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

22 Kupuj	50%
16 Trzymaj	36%
6 Sprzedaj	14%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	mark.macrae@kbcsecurities.pl
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	marta.czajkowska@kbcsecurities.pl
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	michal.konarski@kbcsecurities.pl
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	peter.tordai@kbcsecurities.hu
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	barbara.janosi@kbcsecurities.hu
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	lajos.meszaros@kbcsecurities.hu
Telekomunikacja, Media,	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	peter.csaszar@kbcsecurities.hu
	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	piotr.janik@kbcsecurities.pl
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	kamil.szlaga@kbcsecurities.pl
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	robert.maj@kbcsecurities.pl
Nieruchomości	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	lucian.albulescu@kbcsecurities.ro
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	cezary.bermatek@kbcsecurities.pl
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	piotr.owdziej@kbcsecurities.pl

Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	renata.kania@kbcsecurities.pl
----------------	--------------	------------------	--

Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	urszula.kowalska@kbcsecurities.pl
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.