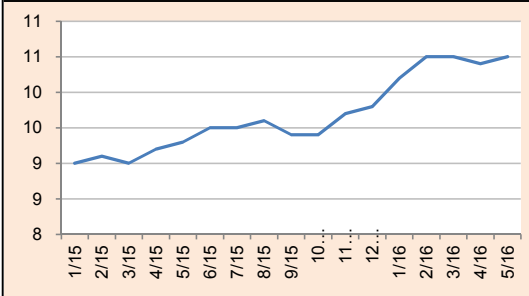


KHUYẾN NGHỊ MUA/BÁN	
Giá giao dịch lần đầu (07.06.2016, VND)	12,300
Giá hợp lý (VND)	14,100
VN Index (06.06.2016)	620.05

Thông tin định lượng

Thị giá so với giá trị hợp lý	4	1	5
	Thấp		Cao
Biến động thị giá	1		5
	Yếu nhất		Mạnh nhất
Đánh giá về mặt kỹ thuật	1		5
	Bán mạnh		Mua mạnh
Thông tin nội bộ	3	1	5
	Rất xấu		Rất tốt

Biểu đồ giá



Biến động	1m	3m
Ss tuyệt đối (%)	0%	1%
Ss tương đối với VN Index (%)	-10%	-10%

Thông tin cổ phiếu

Mã CK	CLH
Sàn niêm yết	HNX
Vốn hóa (VNDb)	123
52-tuần đỉnh (VND)	n.a
52-tuần đáy (VND)	n.a
Số lượng CP đã phát hành (m)	10.00
3-tháng KLGD t.b ngày (cp)	n.a
1-tháng KLGD t.b ngày (cp)	n.a
10-ngày KLGD t.b ngày (cp)	n.a
Hệ số Beta	n.a
Cổ đông lớn & nội bộ (%)	
TCT CN Mỏ Việt Bắc TKV- CTCP	51.38
CTCP Chứng khoán Quốc tế VN	7.00
Đồng Quang Lực	5.65
Cổ đông nước ngoài (%)	0

Chỉ số chính

ROE 2015	21%
EPS 2015	2,532
Giá trị sổ sách 2015	11,816
Thị giá/EPS 2015	4.9
Thị giá/EPS 2016e	5.2

THÔNG TIN CHUNG

Công ty cổ phần Xi măng La Hiền VVMI (CLH) tiền thân là Nhà máy xi măng La Hiền được thành lập theo Quyết định số 925/NL – BCCB – LD ngày 12 tháng 12 năm 1994 của Bộ Năng lượng (nay là Bộ Công thương) có trụ sở tại tỉnh Thái Nguyên. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 100 tỷ. Sản phẩm chính của công ty gồm: PCB30, PCB40 và Clinker.

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

1. Thị phần: Trong năm 2015, CLH cung cấp ra thị trường 688 ngàn tấn sản phẩm (trong đó xi măng PCB chiếm 83%). Như vậy so với tiêu thụ nội địa 2015 (khoảng 55 triệu tấn), CLH chỉ chiếm khoảng 1.25% thị phần cả nước.

2. Nguồn nguyên liệu: nguyên liệu đầu vào gồm đá vôi, đất sét và các phụ gia điều chỉnh khác như quặng sắt, phiến silic. CLH rất chú trọng nguồn nguyên liệu do đang sở hữu: a) Mỏ đá vôi La Hiền (trữ lượng 7.5 triệu tấn, khai thác trong 30 năm), b) Mỏ đá vôi Đồn Chuông (27 triệu tấn, khai thác trong 30 năm), và c) Mỏ sét Cúc Đường (3.8 triệu tấn, khai thác trong 30 năm). Các nguyên nhiên liệu đầu vào khác để sản xuất xi măng, clinker như quặng sắt, phiến silic, than cám, thạch cao, vôi bao,... cũng được cung cấp bởi nhiều doanh nghiệp uy tín trong tỉnh và trong Tập đoàn Công nghiệp Mỏ Việt Bắc TKV- CTCP, là cổ đông lớn của CLH.

4. Năng lực và công nghệ sản xuất:

Công ty hiện có hai dây chuyền sản xuất xi măng lò quay có tổng công suất 950.000 tấn tại Thái Nguyên, được điều khiển tự động QXC chương trình phần mềm chuyên ngành tối ưu, quản lý chất lượng bột liệu cho phép phân tích chính xác và đưa ra các tỷ lệ cấp liệu hợp lý, đảm bảo sai số nhỏ nhất, phân tích chính xác nguyên liệu đầu vào.

5. Dự phóng doanh thu: Năm 2015 doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trưởng 12% so với 2014, đạt 646 tỷ và 25.3 tỷ. Năm 2016, dự kiến công ty sẽ đạt 594 tỷ doanh thu và 30 tỷ lợi nhuận trước thuế do phải tiến hành sửa chữa lớn và đầu tư xây dựng (chi phí khoảng 22 tỷ). Cơ cấu doanh thu của CLH gồm: a) Xi măng PCB30: 60%, b) Xi măng PCB40: 23%, c) Bột PCB: 4.8%, d) Clinker: 11.5%, và e) Sản phẩm khác: 0.8%.

PHÂN TÍCH TRIỂN VỌNG NGÀNH

1. Trong năm 2016, dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng cả nước đạt khoảng 75 - 77 triệu tấn, tăng từ 4 - 7% so với năm 2015. Tỷ lệ tiêu thụ nội địa trong năm dự báo tăng lên mức 59 - 60 triệu tấn, trong khi lượng xuất khẩu xi măng giảm xuống 16 - 17 triệu tấn. Tính đến cuối năm 2015, cả nước có 76 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất thiết kế đạt 81.5 triệu tấn/năm.

2. Dự báo trong vòng 5 năm tiếp theo, công suất thiết kế ngành xi măng của Việt Nam sẽ chạm mốc 98.7 triệu tấn/năm, tạo áp lực đáng kể lên các nhà sản xuất khi nhu cầu luôn thấp hơn công suất sản xuất trong khi thị trường xuất khẩu ngày càng cạnh tranh (năm 2015 xuất khẩu xi măng giảm 24.9% về lượng và 26.8% về giá trị so với 2014).

3. Tuy nhiên, có một điểm sáng trong triển vọng ngành là xu hướng làm đường bê tông xi măng đang được nhiều nước áp dụng do chi phí khai thác mặt đường bê tông xi măng thường rẻ hơn so với đường nhựa, chi phí duy tu bảo dưỡng thấp hơn và tuổi thọ cao hơn so với đường nhựa. Hiện tại, một số dự án đường giao thông đã và đang được Bộ Giao thông Vận tải thí điểm sử dụng đường bê tông xi măng như: Dự án đường cao tốc Ninh Bình – Thanh Hóa, Dự án đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, Tuyến đường nổi cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình với QL1A; Dự án điều chỉnh QL32C...

4. Bốn tháng đầu năm 2016, tiêu thụ xi măng tại thị trường trong nước đạt 18.85 triệu tấn, tăng 17.4% so với 4 tháng năm 2015. Tính riêng tháng 4, tiêu thụ nội địa ước khoảng 6.07 triệu tấn xi măng, tăng 17% so với cùng kỳ năm trước. Đối với thị trường xuất khẩu, sản lượng xuất khẩu xi măng 4 tháng đầu năm ước đạt 5.15 triệu tấn, tăng nhẹ 0.4% so với 2015. Hiện tượng tồn kho xi măng trong cả nước vẫn ở mức hợp lý, khoảng 15 - 16 ngày sản xuất.

5. Dự kiến giá bán 2016 sẽ ổn định trong năm cho chỉ sản xuất sản xuất cơ bản vẫn ổn định, hoặc tăng nhẹ.

CƠ HỘI ĐẦU TƯ

1. Kết quả kinh doanh năm 2016 của CLH dự kiến sẽ khả quan khi 4 tháng đầu năm công ty đã hoàn thành 59% kế hoạch lợi nhuận trước thuế. Thị trường bất động sản sôi động từ năm 2015 kéo theo tăng trưởng của thị trường vật liệu xây dựng, trong đó có sản phẩm xi măng. Theo dự báo của CBRE và Savills, thị trường bất động sản sẽ còn tăng trưởng đến năm 2018, đây là cơ sở dự báo thị trường vật liệu xây dựng sẽ phát triển ổn định trong vòng 3 năm tới.

2. So sánh với một số công ty hoạt động khá hiệu quả cùng ngành, hiệu quả kinh doanh của CLH vượt trội hơn hẳn khi trong 2015, ROA và ROE của công ty lần lượt đạt 4.7% và 21.4%. Trong quý 1/2016, ROA và ROE của CLH cũng cao một số công ty tiêu biểu như BCC, BTS và CCM, đạt 1.3% và 5.6% (tính trong quý).

3. Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu CLH bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh chỉ số giá/thu nhập của các công ty chọn lọc đang hoạt động cùng ngành. Kết quả cho thấy giá trị hợp lý của CLH ở mức 14,000 đồng/cổ phiếu.

4. Dự kiến năm 2016 EPS ở mức 2,350 đồng, với mức giá giao dịch đầu tiên 12,300 đồng, PE của CLH chỉ khoảng 5.2, là mức thấp so với chỉ số PE của các công ty hoạt động cùng ngành như: BCC ~ 6.3, BTS ~ 7.3, CCM ~ 9.8. Mức PE hợp lý của CLH khoảng 6.0 trong điều kiện hiện tại, tương ứng giá thị trường 14,000 – 14,100 đồng.

Kết quả kinh doanh

Cuối năm (VNDb)	2012	2013	2014	2015	Dự phóng 2016 (VNDb)	Q1	Q2	Q3	Q4
Doanh thu thuần	646.0	584.0	575.3	646.8	Doanh thu thuần	149.0	146.0	143.0	156.0
Giá vốn hàng bán	(536.9)	(496.9)	(493.8)	(555.4)	Giá vốn hàng bán	(128.0)	(125.6)	(124.0)	(132.9)
Lợi nhuận gộp	109.1	87.1	81.5	91.4	Lợi nhuận gộp	21.0	20.4	19.0	23.1
Chi phí hoạt động (BH+QL)	(65.6)	(47.4)	(25.4)	(35.4)	Chi phí hoạt động (BH+QL)	(7.2)	(7.3)	(10.7)	(7.5)
Lợi nhuận từ HĐKD thuần	43.5	39.7	56.1	56.0	Lợi nhuận từ HĐKD thuần	13.8	13.1	8.3	15.6
Lãi ròng tài chính	(63.8)	(40.9)	(30.9)	(23.5)	Lãi ròng tài chính	(4.6)	(5.5)	(5.7)	(5.0)
Thu nhập từ tiền gửi	0.1	0.6	0.0	0.0	Thu nhập từ tiền gửi	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi phí tài chính (gồm lãi vay)	(63.9)	(41.5)	(31.0)	(23.5)	Chi phí tài chính (gồm lãi vay)	(4.6)	(5.5)	(5.7)	(5.0)
Thu nhập/(lỗ) ròng từ đầu tư	0.0	0.0	0.0	0.0	Thu nhập/(lỗ) ròng từ đầu tư	0.0	0.0	0.0	0.0
Thu nhập ròng từ JV, cty liên kết	0.0	0.0	0.0	0.0	Thu nhập ròng từ JV, cty liên kết	0.0	0.0	0.0	0.0
Thu nhập bất thường ròng	10.4	2.7	1.7	0.1	Thu nhập bất thường ròng	(0.3)	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận trước thuế	(10.0)	1.6	26.9	32.5	Lợi nhuận trước thuế	8.8	7.6	2.6	10.6
Thuế thu nhập	0.0	0.0	(4.3)	(7.2)	Thuế thu nhập	(1.8)	(1.6)	(0.5)	(2.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.0	0.0	0.0	0.0	Lợi ích cổ đông thiểu số	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận sau thuế TNDN	(10.0)	1.6	22.6	25.3	Lợi nhuận sau thuế TNDN	7.0	6.0	2.0	8.4
EBITDA	104.1	94.4	107.9	114.1	Vốn điều lệ	100.0	100.0	100.0	100.0
EPS(VND)	(996)	155	2,261	2,532	EPS(VND)	701	603	204	842

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VI Securities.

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VI Securities.

So sánh các công ty cùng ngành

Kết quả Q1/2016 (VNDb)					Kết quả năm 2015 (VNDb)				
	CLH	BCC	BTS	CCM		CLH	BCC	BTS	CCM
Doanh thu thuần	149	1,076	736	67	Doanh thu thuần	647	4,153	2,979	309
Lợi nhuận gộp	21	197	120	7	Lợi nhuận gộp	91	775	509	33
Lợi nhuận từ HĐKD thuần	14	77	76	3	Lợi nhuận từ HĐKD thuần	56	405	246	17
Lợi nhuận sau thuế TNDN	7	22	16	1	Lợi nhuận sau thuế TNDN	25	260	142	4
EPS	701	229	150	239	EPS	2,532	2,722	1,302	761
Khả năng sinh lợi (%)					Khả năng sinh lợi (%)				
Tỉ suất sinh lợi gộp	14.1%	18.3%	16.2%	9.8%	Tỉ suất sinh lợi gộp	14.1%	18.7%	17.1%	10.7%
Tỉ suất sinh lợi HĐKD thuần	9.2%	7.1%	10.3%	4.6%	Tỉ suất sinh lợi HĐKD thuần	8.7%	9.8%	8.2%	5.5%
Tỉ suất sinh lợi ròng	4.7%	2.0%	2.2%	1.7%	Tỉ suất sinh lợi ròng	3.9%	6.3%	4.8%	1.1%
ROA	1.3%	0.4%	0.4%	0.4%	ROA	4.7%	5.1%	3.5%	1.3%
ROE	5.6%	1.3%	1.3%	0.9%	ROE	21.4%	15.3%	11.5%	2.9%
Cash Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	Cash Dividend yield	8.3%	2.3%	0.0%	0.0%
Vốn điều lệ	100	957	1,091	46	Vốn điều lệ	100	957	1,091	46
Vốn CSH	125	1,722	1,252	122	Vốn CSH	118	1,702	1,236	122
Tổng tài sản	534	5,017	4,097	262	Tổng tài sản	534	5,130	4,059	262
Giá giao dịch	12,000	13,300	8,400	15,000	Giá giao dịch	12,000	13,300	8,400	15,000
PER	n.m	n.m	n.m	n.m	PER	4.7	4.9	6.5	19.7
Cổ tức bằng tiền	0	0	0	0	Cổ tức bằng tiền	1,000	300	0	0

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VSecurities. Cổ tức thực trả trong kỳ báo cáo

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VSecurities. Cổ tức thực trả trong kỳ báo cáo

Cân đối kế toán

Các khoản mục (VNDb)	2012	2013	2014	2015
Tổng tài sản	738.6	695.4	615.5	540.6
Tài sản ngắn hạn	100.4	105.3	74.4	65.7
Tiền và đầu tư ngắn hạn	13.7	8.7	1.4	2.3
Hàng tồn kho	55.2	63.0	50.3	44.9
Khoản phải thu	25.7	31.3	22.7	18.5
Khác	5.7	2.2	0.0	0.0
Tài sản dài hạn	638.3	590.1	541.1	474.9
Đầu tư dài hạn				
Tài sản cố định ròng	630.4	580.1	527.7	469.9
Khác	7.9	10.0	13.4	5.0
Tổng nợ phải trả	641.0	596.2	506.7	422.5
Phải trả ngắn hạn	246.9	120.4	300.7	314.7
Khoản phải trả người bán	151.1	28.5	104.5	128.9
Vay ngắn hạn	87.8	80.0	157.0	134.7
Khác	8.0	11.9	39.2	51.1
Phải trả dài hạn	394.1	475.9	206.0	107.7
Vay dài hạn	394.1	326.2	182.0	107.7
Khác	0.0	149.7	24.0	0.0
Vốn chủ sở hữu	97.6	99.2	108.8	118.2
Vốn cổ phần	100.0	100.0	100.0	100.0
Thặng dư vốn CP	(9.9)	(8.4)	-	-
Các quỹ	7.6	7.6	8.8	18.2

Lợi ích cổ đông thiểu số

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VSecurities.

Chỉ số chính

Chỉ số 4 quý	2012	2013	2014	2015
Tăng trưởng (% theo năm)				
Doanh thu thuần	n.a	-10%	-1%	12%
Lợi nhuận từ HĐKD thuần	n.a	-9%	41%	0%
EBITDA	n.a	-9%	14%	6%
Lợi nhuận sau thuế TNDN	n.a	116%	1356%	12%
EPS	n.a	116%	1356%	12%
Khả năng sinh lợi (%)				
Tỉ suất sinh lợi EBITDA	16.1%	16.2%	18.8%	17.6%
Tỉ suất sinh lợi gộp	16.9%	14.9%	14.2%	14.1%
Tỉ suất sinh lợi HĐKD thuần	6.7%	6.8%	9.7%	8.7%
Tỉ suất sinh lợi ròng	-1.5%	0.3%	3.9%	3.9%
ROA	-1.3%	0.2%	3.7%	4.7%
ROE	-10.2%	1.6%	20.8%	21.4%
Tính ổn định				
Vay/VCSH (x)	4.94	4.10	3.11	2.05
Công nợ/VCSH (x)	1.55	0.29	0.96	1.09
Hệ số thanh toán hiện thời (x)	0.38	0.86	0.25	0.21
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0.06	0.07	0.00	0.01
Vay ròng (VNDb)	482	406	339	242
Dữ liệu trên mỗi cổ phiếu (VND)				
EPS	(996)	155	2,261	2,532
BVPS	9,763	9,918	10,884	11,816
Cổ tức bằng tiền	0	0	0	1,000

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VSecurities. Cổ tức thực trả trong kỳ báo cáo

Chỉ số định giá

Công ty	CLH	BCC	BTS	CCM
EPS				
2012	(996)	720	(292)	1,634
2013	155	(226)	(2,068)	548
2014	2,261	1,694	1,117	668
2015	2,532	2,722	1,302	762
2016e	2,351	2,120	1,145	1,526
EPS GROWTH (%)				
2012	n.a	n.a	n.a	n.a
2013	116%	-131%	-708%	-66%
2014	1356%	850%	254%	22%
2015	12%	61%	17%	14%
2016e	-7%	-22%	-12%	100%
P/E				
2012	(12.3)	18.5	(28.8)	9.2
2013	79.2	(58.8)	(4.1)	27.4
2014	5.4	7.9	7.5	22.5
2015	4.9	4.9	6.5	19.7
2016e	5.2	6.3	7.3	9.8
ROE (%)				
2012	-10%	6.0%	-3.2%	6.6%
2013	2%	-1.9%	-24.6%	2.2%
2014	21%	11.2%	11.1%	2.6%
2015	21%	15.3%	11.5%	2.8%
2016e	19%	10.7%	9.2%	5.4%
ROA (%)				
2012	-1%	1.2%	-0.6%	3.4%
2013	0%	-0.4%	-4.5%	1.1%
2014	4%	2.9%	2.7%	1.3%
2015	5%	5.1%	3.5%	1.4%
2016e	5%	4.0%	3.1%	2.9%

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VSecurities.

Rủi ro tài chính

Công ty	CLH	BCC	BTS	CCM
Vay ròng				
2012	481.9	3,950.0	-	-
2013	406.1	3,786.0	3,284.0	50.8
2014	339.0	3,285.0	3,322.0	74.4
2015	242.5	2,316.0	2,688.0	76.7
2016e	193.0	2,316.0	2,201.0	84.4
Vay/Vốn CSH				
2012	4.94	3.46	3.34	0.45
2013	4.10	3.37	3.63	0.64
2014	3.11	2.27	2.46	0.65
2015	2.05	1.36	1.78	0.68
2016e	1.52	1.22	1.62	0.65
Vay/Tổng tài sản				
2012	0.65	0.69	0.64	0.23
2013	0.58	0.65	0.66	0.33
2014	0.55	0.59	0.60	0.34
2015	0.45	0.45	0.54	0.34
2016e	0.39	0.45	0.54	0.34
Hệ số thanh toán nhanh				
2012	0.06	0.12	0.09	0.06
2013	0.07	0.09	0.14	0.11
2014	0.00	0.13	0.11	0.05
2015	0.01	0.06	0.11	0.17
2016e	0.05	0.06	0.11	0.17
Hệ số thanh toán hiện thời				
2012	0.38	0.64	0.39	1.25
2013	0.86	0.47	0.45	1.30
2014	0.25	0.46	0.39	1.34
2015	0.21	0.40	0.39	1.33
2016e	0.28	0.40	0.39	1.33

Nguồn: Dữ liệu công ty CLH, ước tính của VSecurities.

THÔNG TIN VỀ CTCP XI MĂNG LA HIỀN

HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

Ngô Ngọc Sơn
Nguyễn Văn Dũng
Lê Thị Thu Hiền
Trần Việt Cường
Phạm Mạnh Tiến

Chủ tịch
Phó Chủ tịch
Ủy viên
Ủy viên
Ủy viên

BAN TỔNG GIÁM ĐỐC

Nguyễn Văn Dũng
Lê Bá Chức
Bùi Xuân Hồng
Nguyễn Văn Tập
Vũ Ngọc Bách

Giám đốc
Phó Giám đốc
Phó Giám đốc
Phó Giám đốc
Phó Giám đốc

BAN KIỂM SOÁT

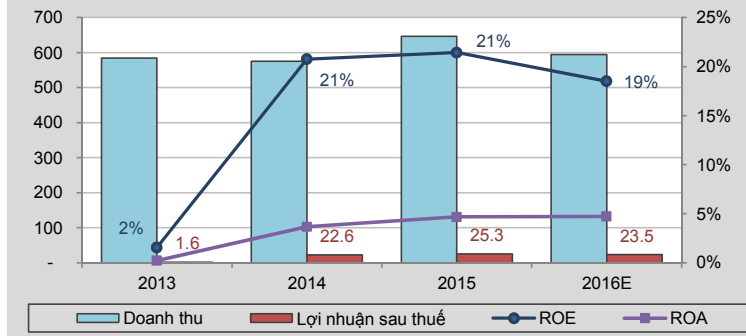
Phạm Đình Nguyên
Lã Đại Dương
Nguyễn Xuân Hậu

Trưởng ban
Ủy viên
Ủy viên

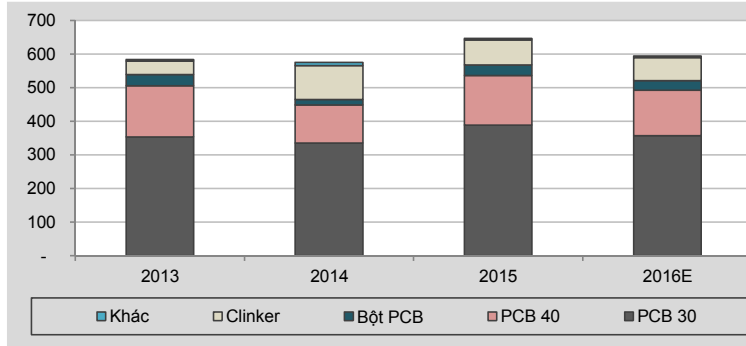
KÊ TOÁN TRƯỞNG

Lê Thị Thu Hiền

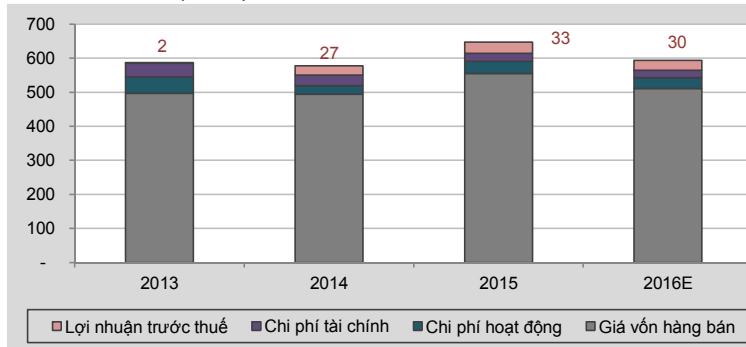
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG



CƠ CẤU SẢN PHẨM TRONG DOANH THU THUẦN



CƠ CẤU CHI PHÍ & LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ



Nguồn:

- Dữ liệu CLH và tổng hợp của VI Securities.
- Phòng Thông tin kinh tế quốc tế - Bộ Công Thương (VITIC)

KHUYẾN CÁO

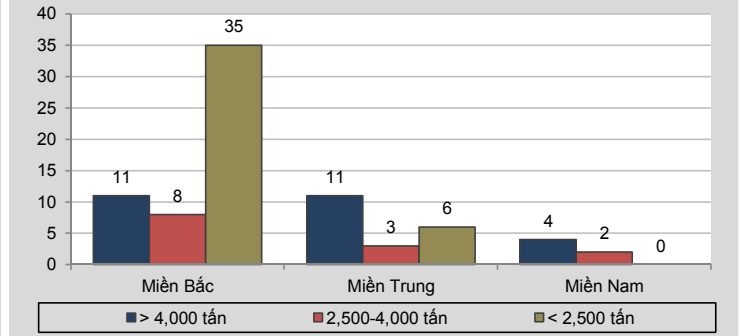
Báo cáo này được Phòng Phân tích Công ty CP Chứng Khoán Quốc Tế Việt Nam thực hiện và đơn thuần chỉ dành cho mục đích tham khảo. Công ty CP Chứng Khoán Quốc Tế Việt Nam không chịu trách nhiệm với bất kỳ thiệt hại do việc sử dụng một phần hay toàn bộ nội dung của Báo cáo này. Mọi ý kiến đóng góp xin gửi về: phantich@vise.com.vn. Công ty CP Chứng Khoán Quốc Tế Việt Nam, tầng 3, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

THÔNG TIN NGÀNH XI MĂNG

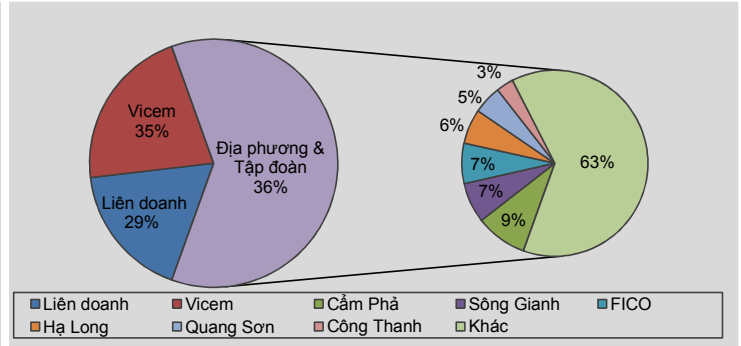
DỰ BÁO NĂNG LỰC SẢN XUẤT VÀ CUNG CẦU 2016

Chỉ tiêu	Sản lượng (triệu tấn)
1. Số dây chuyền	80
2. Năng lực sản xuất	
Công suất thiết kế	87.75
Công suất huy động	81.61
Hệ số huy động chung	93%
3. Tổng sản lượng tiêu thụ	76.44
Tiêu thụ nội địa	59.47
Xuất khẩu	16.97
4. Tổng kho dự kiến	5.17

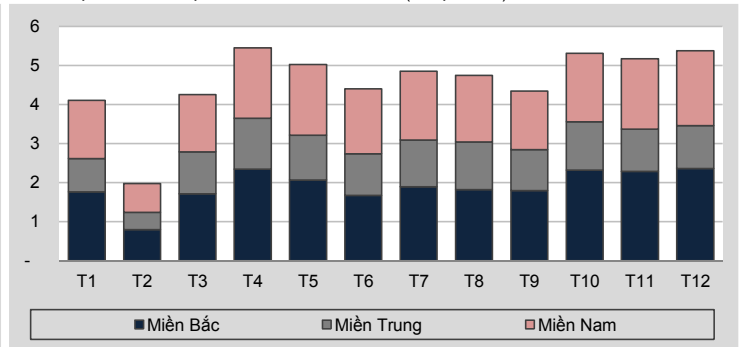
PHÂN BỐ LÒ QUAY THEO VÙNG MIỀN 2016 (TẤN CLINKER/NGÀY)



THỊ PHẦN MỘT SỐ DOANH NGHIỆP CHỦ CHÓT 2015



SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ THEO VÙNG MIỀN 2015 (TRIỆU TẤN)



XUẤT KHẨU XI MĂNG VÀ CLINKER 2011 - 2015 (TRIỆU TẤN)

