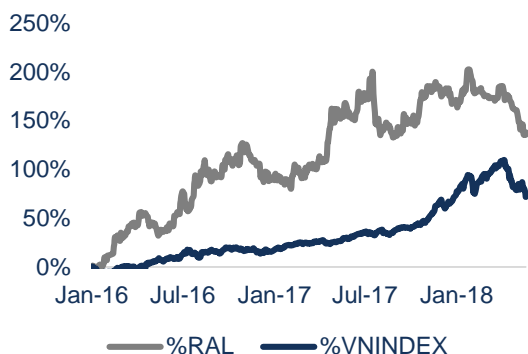


Bùi Cao Khải

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: khaibc@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 7070 – Ext: 5950

Biến động giá cổ phiếu RAL và VNINDEX


Thông tin giao dịch		19/06/2018
Giá hiện tại		103.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)		146.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)		103.500
Số lượng CP niêm yết (Triệu CP)		11,5
Số lượng CP lưu hành (Triệu CP)		11,5
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)		6.841
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài		0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)		115
Vốn hóa (tỷ VND)		1.275,35

Thông tin doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Bóng đèn và Phích nước Rạng Đông
Mã chứng khoán	RAL
Địa chỉ	Số 87-89, phố Hạ Đình, P. Thanh Xuân Trung, Q. Thanh Xuân, Hà Nội
Doanh thu chính	Bóng đèn truyền thống và LED
Rủi ro đầu tư	Tỷ trọng giao dịch với bên liên quan lớn

Cơ cấu cổ đông (31/12/2017)	Tỷ lệ
Công Đoàn công ty	42,96%
Bà Lê Thị Kim Yến	15,13%
Ông Lê Đình Hưng	9,26%
Cổ đông khác	32,65%

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2018

Năm 2017, RAL đã đạt doanh thu 3.270 tỷ đồng, tăng trưởng 11,3% so với năm 2016, trong đó, động lực tăng trưởng chính đến từ doanh thu LED tăng mạnh lên 1.279 tỷ đồng. (+90% yoy).

Lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 214,3 tỷ đồng, tăng 45,74% so với năm 2016. Nguyên nhân chính là do tỷ trọng của dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao là LED tăng lên 39% từ 23% năm 2016.

Năm 2018, Rạng Đông đặt mục tiêu doanh thu bằng năm 2017, lợi nhuận trước thuế là 206 tỷ (-24% yoy). Năm 2018 là năm chuyển dịch cơ cấu sản phẩm của Rạng Đông nên ban lãnh đạo đặt kế hoạch khá thận trọng. Tháng 7/2018, Rạng Đông sẽ dừng việc sản xuất bóng đèn truyền thống chỉ tập trung vào sản xuất sản phẩm LED.

Chúng tôi đưa ra đánh giá **THEO DÕI** đối với cổ phiếu CTCP Bóng đèn và Phích nước Rạng Đông với những yếu tố sau:

- ✓ **Tiềm năng của thị trường LED trong nước còn khá lớn.** Năm 2017, quy mô của thị trường LED đạt 420 triệu USD (+20,6% yoy), dự đoán đến năm 2022, thị trường có thể vượt 830 triệu USD với tốc độ tăng trưởng CAGR 15,6% trong giai đoạn 2016 – 2022. Với doanh thu LED nội địa năm 2017 là 1.179 tỷ đồng, Rạng Đông chiếm khoảng 12,28% thị phần.
- ✓ **Cạnh tranh gay gắt trong dòng sản phẩm LED.** Hiện tại, có hơn 200 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực LED, các doanh nghiệp lắp ráp có quy mô nhỏ lẻ chiếm 60 – 70% thị phần. Cạnh tranh cao trong ngành có thể làm chi phí bán hàng của doanh nghiệp tiếp tục tăng.
- ✓ **Giao dịch với bên liên quan chiếm 39% doanh thu.** CTCP Gia Lộc Phát có giá trị giao dịch chiếm hơn 1/3 tổng doanh thu và là khách hàng lớn của Rạng Đông. Trong khi đó, ông Lê Đình Hưng là chủ tịch HĐQT của Gia Lộc Phát đồng thời là thành viên HĐQT của RAL.

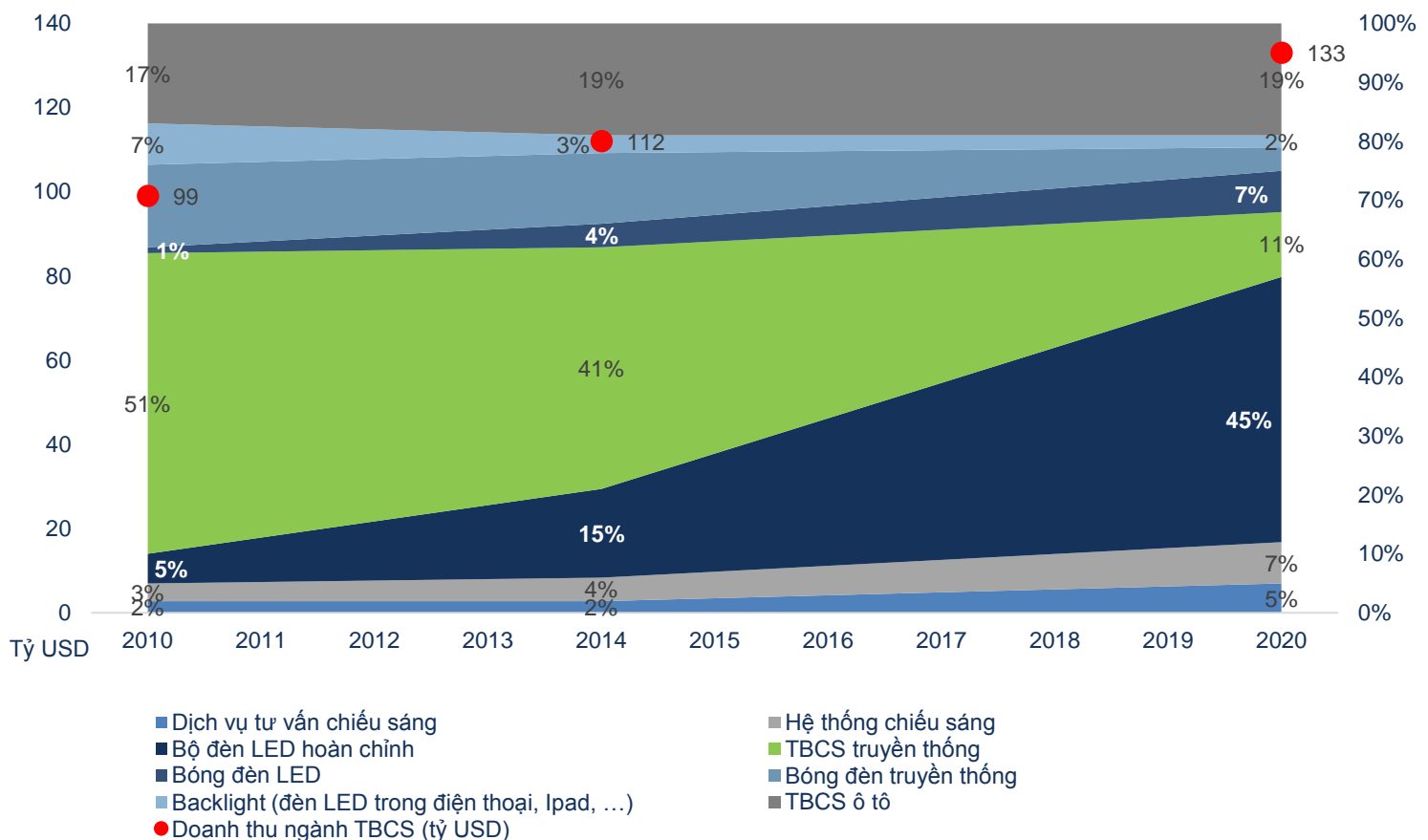
TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan ngành

❖ Xu thế chuyển dịch sang đèn LED của thị trường thiết bị chiếu sáng thế giới

Hiện nay, trên thế giới đang diễn ra sự chuyển dịch cơ cấu trong ngành thiết bị chiếu sáng và LED sẽ đóng vai trò dẫn dắt sự tăng trưởng của ngành. Theo báo cáo của Boston Consultant Group¹ (BCG), ngành chiếu sáng thế giới sẽ tăng trưởng kép 3% từ 2014 – 2020, dự báo quy mô ngành sẽ đạt 133 tỷ USD năm 2020. Thị phần của bóng đèn LED sẽ tăng từ 19% năm 2014 lên tới 51% năm 2020. Theo báo cáo nghiên cứu thị trường của LEDinside², dự đoán năm 2018 quy mô thị trường LED thế giới sẽ đạt 32,72 tỷ USD, năm 2019 là 33,3 tỷ USD. Nhu cầu đèn LED được dự báo sẽ tăng nhanh ở Ấn Độ và khu vực Đông Nam Á trong đó có Việt Nam.

Sự dịch chuyển cơ cấu trong ngành thiết bị chiếu sáng

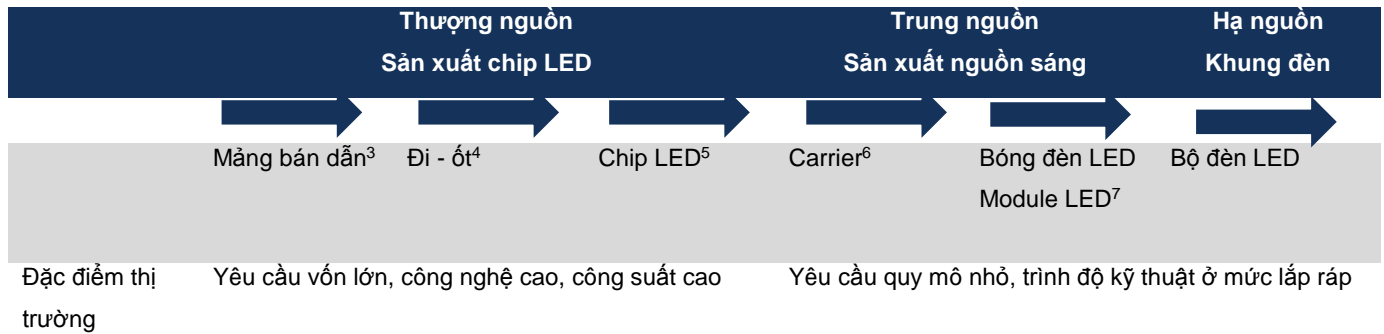


Nguồn: Boston Consultant Group (BCG), FPTs Research

¹ Thành lập năm 1963, là một trong ba công ty tư vấn chiến lược hàng đầu thế giới: McKinsey, Boston Consulting và Mercer

² Được thành lập năm 2007, là một thành viên của Trendforce. LEDinside cung cấp thông tin hàng ngày về ngành công nghiệp LED cũng như các cơ sở dữ liệu, báo cáo về ngành LED.

Chuỗi giá trị của đèn LED thế giới



Nguồn: Boston Consultant Group (BCG), FPTs Research

Ở phân khúc thượng nguồn, Trung Quốc là nước sản xuất chip LED lớn nhất thế giới. Các doanh nghiệp ở Việt Nam trong đó có Rạng Đông, Điện Quang hiện chưa có khả năng sản xuất chip LED, chỉ có khả năng tham gia ở hai khâu trung nguồn và hạ nguồn. Rào cản gia nhập ngành của hai khâu sản xuất này là thấp khi yêu cầu về vốn, hàm lượng kỹ thuật công nghệ thấp và cạnh tranh trong ngành là khá cao.

❖ Thị trường Việt Nam

Thị trường Việt Nam nằm trong xu hướng chuyển dịch cơ cấu sản phẩm của thị trường thế giới và sản phẩm LED đóng vai trò dẫn dắt thị trường trong những năm tới. Theo báo cáo của LEDinside, trong giai đoạn 2016 – 2022 quy mô thị trường LED Việt Nam sẽ có tốc độ tăng trưởng kép CAGR 15,6% từ 348 triệu USD năm 2016 đến hơn 830 triệu USD năm 2022, năm 2017 vừa qua quy mô thị trường ước tính 420 triệu USD (+20,6% yoy). Hiện nay, nhu cầu chiếu sáng ở Việt Nam chủ yếu là các sản phẩm bóng đèn, chiếm 78% thị phần.

Việt Nam hiện có hơn 200 doanh nghiệp sản xuất LED trên thị trường. Các doanh nghiệp FDI như Philips, Osram, Seoul Semiconductor, ... chiếm 15 – 20% thị phần, còn lại là các doanh nghiệp trong nước. Năm 2017 thị phần của Rạng Đông là 12,28%, của Điện Quang là 9,56% và của các doanh nghiệp lắp ráp là hơn 60%. Thị trường chính của Rạng Đông là thị trường miền Bắc chiếm 58% doanh thu trong khi thị trường chính của Điện Quang là thị trường miền Nam. Đối thủ cạnh tranh chính của Rạng Đông là các doanh nghiệp lắp ráp trên thị trường do các doanh nghiệp này nhập các thiết bị từ Trung Quốc về lắp ráp và bán với giá rẻ gây áp lực làm giảm giá bán trên thị trường.

³ Tấm đế để chế tạo các chip trên đó, gồm nhiều lớp vật liệu bán dẫn

⁴ Chip nhỏ bằng vật liệu bán dẫn trong vỏ kim loại

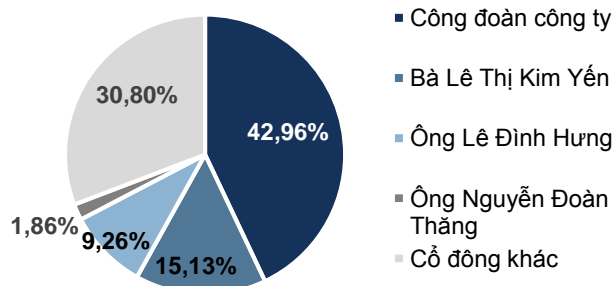
⁵ Một hoặc nhiều chip LED được gắn vào khung

⁶ Bộ chuyển đổi điện áp

⁷ Bộ phận điều khiển phát sáng

Tổng quan doanh nghiệp

Cơ cấu cổ đông



Năm 1958: khởi công xây dựng nhà máy ở Hạ Đình trên diện tích 5,7 ha

Năm 1961: thành lập nhà máy Bóng đèn và Phích nước Rạng Đông

Năm 2004: Rạng Đông trở thành công ty cổ phần với tỷ lệ vốn nhà nước 51%

Năm 2006: Niêm yết trên sàn HOSE

Năm 2011: thành lập trung tâm R&D nghiên cứu chiếu sáng Rạng Đông

Năm 2014: hoàn thành xưởng LED và Điện tử

Năm 2016: xây dựng nhà máy thủy tinh không chì

Năm 2017: trở thành đối tác của nhiều thương hiệu nổi tiếng như Samsung, Toshiba

Hiện nay, Rạng Đông có ba dòng sản phẩm đem lại doanh thu cho công ty là Bóng đèn, Phích nước, Thiết bị chiếu sáng. Trong đó, hơn 70% doanh thu đến từ bóng đèn (gồm bóng đèn truyền thống và LED), 20% đến từ Phích nước và gần 10% đến từ Thiết bị chiếu sáng (máng đèn, chấn lưu).



Bóng đèn



Phích nước



Thiết bị chiếu sáng (máng đèn, chấn lưu)

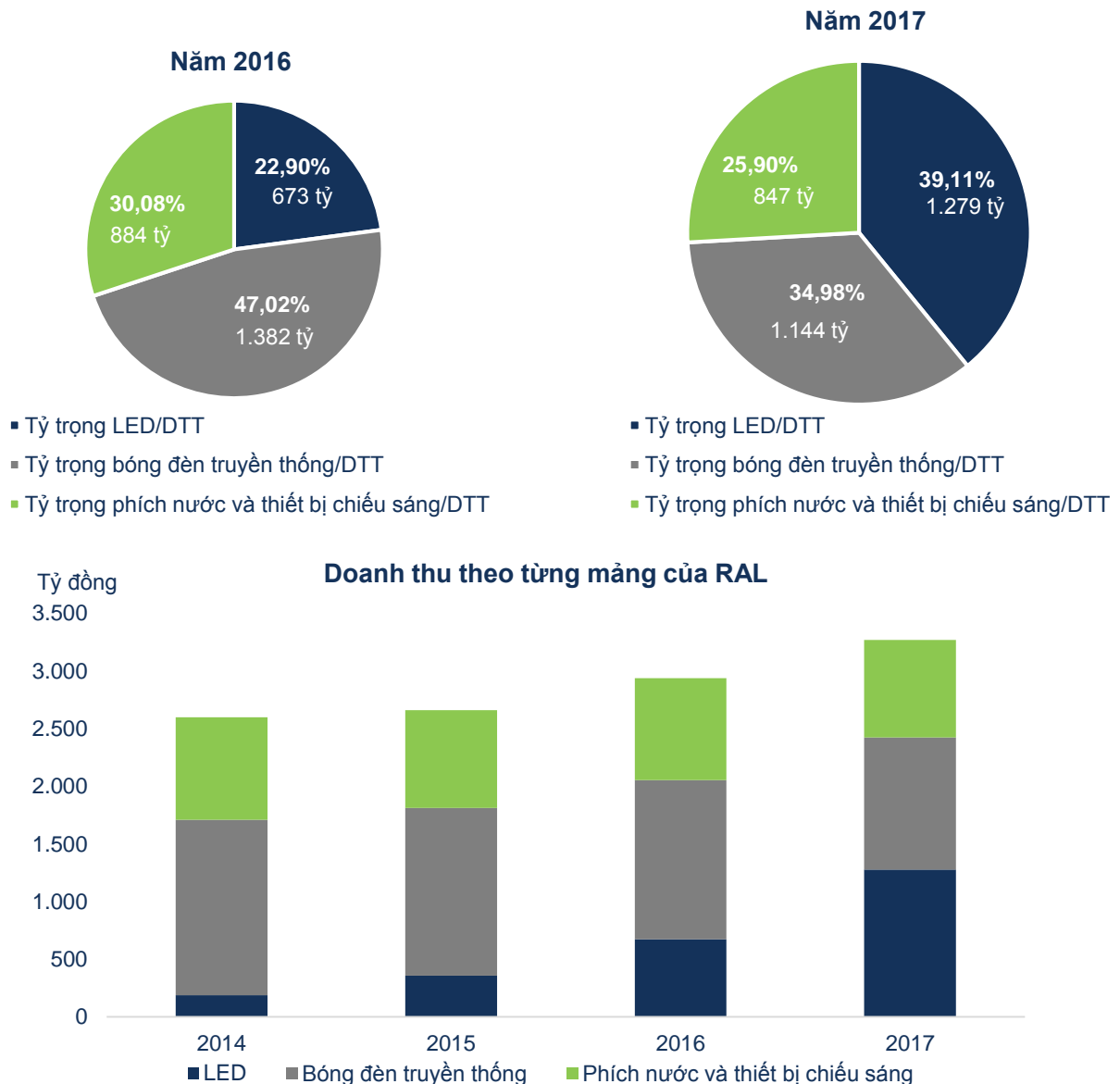
KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2017

Năm 2017, RAL đã ghi nhận tổng doanh thu thuần đạt 3.270,24 tỷ đồng (+11,3% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 214,31 tỷ đồng (+45,7% yoy). Dưới đây là bảng chi tiết kết quả hoạt động kinh doanh của RAL trong năm 2017:

(Tỷ đồng)	Năm 2017	Năm 2016	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	3.270	2.939	+11,25%	Dòng sản phẩm LED tăng trưởng mạnh từ 673 tỷ năm 2016 đến 1.279 tỷ năm 2017
Giá vốn hàng bán	2.373	2.335	+1,59%	
Lợi nhuận gộp	897	603,7	+48,62%	Tỷ trọng của sản phẩm LED tăng từ 23% lên 39% mà dòng sản phẩm này có biên lợi nhuận cao hơn các dòng sản phẩm khác.
Chi phí bán hàng	501	285	+75,9%	Năm 2017, cạnh tranh trong mảng sản phẩm LED diễn ra gay gắt dẫn đến chi phí khuyến mại, hỗ trợ tiêu thụ tăng từ 157 tỷ năm 2016 lên 334 tỷ năm 2017 (+112% yoy).
Doanh thu tài chính	19,1	17,8	+6,9%	
Chi phí tài chính	48	51,2	-6,26%	
Chi phí lãi vay	47,1	43,5	+8,15%	Khoản phải thu tăng mạnh nên doanh nghiệp phải vay nhiều hơn đáp ứng cho nhu cầu vốn lưu động
Lợi nhuận trước thuế	270,7	188,9	+43,3%	
Lợi nhuận sau thuế	214	147	+45,54%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,44%	20,54%		
Chi phí bán hàng/Doanh thu	15,33%	9,7%		
Chi phí quản lý/Doanh thu	3,04%	3,29%		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	6,54%	5%		

Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất RAL năm 2017 và FPTS tổng hợp

1) Phân tích doanh thu



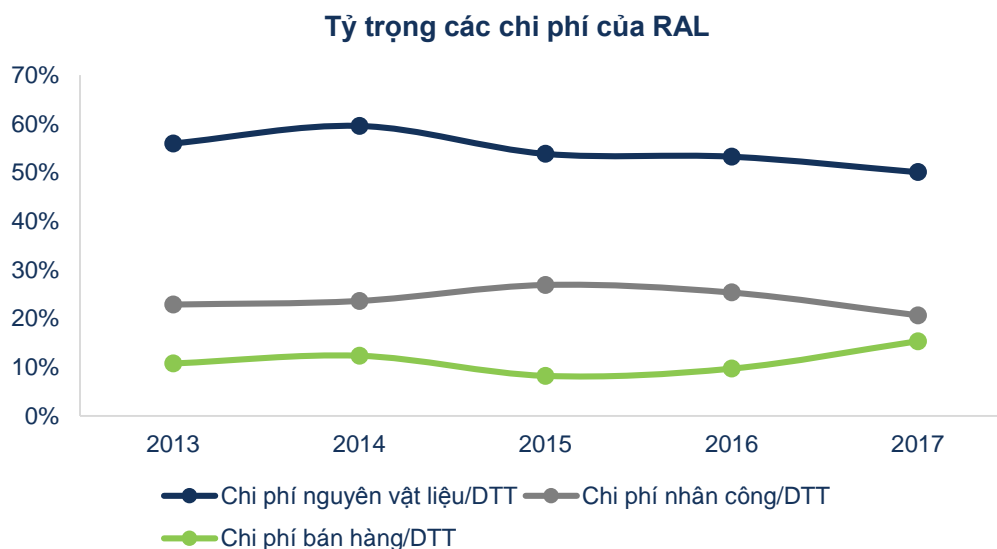
Nguồn: FPT Research

Bóng đèn là mảng đóng góp doanh thu chính cho công ty với tỷ lệ luôn trong khoảng 70% tổng doanh thu. Mảng bóng đèn của Rạng Đông chia làm hai dòng sản phẩm chính là bóng đèn truyền thống (bóng đèn dây tóc, huỳnh quang, compact) và LED.

- Sản phẩm bóng đèn truyền thống: Tỷ trọng dòng sản phẩm này giảm từ hơn 58% năm 2014 xuống còn 18% tại thời điểm quý 1 năm 2018. Dòng sản phẩm này sẽ bị ngưng sản xuất kể từ tháng 7/2018 do tốc độ chuyển dịch cơ cấu sang LED nhanh hơn so với dự kiến.
- Dòng sản phẩm LED: Doanh thu của LED trong giai đoạn 2014 – 2017 có tốc độ tăng trưởng kép CAGR 89,15% từ 189 tỷ năm 2014 đến 1.279 tỷ năm. Tương ứng, tỷ trọng của dòng sản phẩm này cũng ngày càng lớn từ 7% năm 2014 đã tăng lên 39% năm 2017 và được kỳ vọng đạt tỷ trọng 66,9% vào năm 2018.

Năm 2017, doanh thu mảng sản phẩm phích nước và thiết bị chiếu sáng (máng đèn, chấn lưu) là 847 tỷ đồng (-4% yoy), chiếm 26% doanh thu của RAL. Trong khi đó, cùng với sự thoái trào của sản phẩm bóng đèn truyền thống, đóng góp của các sản phẩm phụ trợ cũng giảm xuống.

2) Phân tích chi phí



Nguồn FPTs Research

Nguyên vật liệu là chi phí lớn nhất của RAL, trong giai đoạn 2014 – 2017 tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu trên doanh thu thuần luôn cao hơn 50%.

Rạng Đông đã đầu tư vào các dây chuyền tự động hóa nên số lượng nhân viên giảm còn 2.172 lao động vào cuối năm 2017 (-15% yoy). Vì vậy tỷ trọng chi phí nhân công trên doanh thu thuần năm 2017 của doanh nghiệp giảm xuống còn 20,66%.

Năm 2017, do tình hình cạnh tranh trong ngành khá gay gắt nên Rạng Đông phải tăng chi phí hỗ trợ bán hàng cho hệ thống các cửa hàng bán lẻ của mình. Mặt khác, để tạo tiền đề cho việc ngưng hẳn sản xuất bóng đèn truyền thống và tập trung vào bóng đèn LED trong năm 2018, doanh nghiệp đã chi cho việc nghiên cứu thị trường LED. Do đó, chi phí bán hàng của doanh nghiệp năm 2017 tăng từ 285 tỷ lên 501 tỷ (+76% yoy).

Kế hoạch phân phối lợi nhuận 2017

RAL đã hoàn thành việc chi trả cổ tức năm 2017 với tỷ lệ 50% bằng tiền vào tháng 4/2018. Dự kiến cổ tức năm 2018 vẫn giữ nguyên với tỷ lệ 50% bằng tiền, tạm ứng đợt 1 vào tháng 9/2018 với tỷ lệ 25%. Các năm trước Rạng Đông cũng chi trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ từ 30 – 45%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cổ tức bằng tiền	30%	35%	35%	35%	45%	50%

KẾ HOẠCH NĂM 2018

Kế hoạch đầu tư dự án năm 2018

Năm 2018, Rạng Đông đặt kế hoạch đầu tư 150 tỷ để nâng cấp dây chuyền LED và dây chuyền sản xuất phích nước. Công suất sản xuất sản phẩm LED của RAL sẽ được nâng lên 40 triệu sản phẩm/năm.

Kế hoạch kết quả kinh doanh

Năm 2018, RAL đặt kế hoạch doanh thu bằng với năm 2017 là 3.270 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế là 206 tỷ đồng giảm 24% so với năm 2017.

Kế hoạch di dời nhà máy

Qua trao đổi với lãnh đạo doanh nghiệp, hiện tại RAL chưa có kế hoạch cụ thể về việc di dời nhà máy ở Hạ Đình về khu công nghiệp Quế Võ, Bắc Ninh. Hiện tại, khu nhà máy sản xuất bóng đèn ở mảnh đất có diện tích 8ha thuộc khu công nghiệp Quế Võ của RAL mới đang ở giai đoạn thuê tư vấn thiết kế, chưa đi vào xây dựng. Khi Rạng Đông di dời nhà máy, mảnh đất ở Hạ Đình với diện tích 5,7ha nằm ở vị trí gần ngã tư Nguyễn Trãi – Nguyễn Xiển có thể sẽ đem lại doanh thu lớn cho doanh nghiệp.

Cập nhập kết quả kinh doanh quý 1

Quý 1/2018, Rạng Đông đạt hơn 909 tỷ doanh thu và 61,78 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước lần lượt là 3,4% và 1,39%. Doanh thu đạt 27,7% kế hoạch và lợi nhuận trước thuế đạt 29,7% kế hoạch, tương đương với các năm trước.

NHÂN ĐÌNH

Tuy thị trường thiết bị chiếu sáng Việt Nam tăng trưởng tốt, chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu của Rạng Đông là không thực sự cao vì những nguyên nhân sau:

- **Về kế hoạch doanh thu.**

- **Sản lượng sản xuất khó đạt kỳ vọng.** Năm 2018, Rạng Đông sẽ nâng cấp dây chuyền sản xuất đèn LED lên 40 triệu sản phẩm/năm. Tuy nhiên, kế hoạch đến tháng 7 việc nâng cấp này mới hoàn thiện, do đó, công suất cả năm 2018 sẽ đạt hơn 28 triệu sản phẩm/năm gấp 1,6 lần năm 2017. Trong khi đó, mục tiêu doanh thu của sản phẩm LED là 2.330 tỷ đồng gần gấp đôi năm 2017, vì vậy hoàn thành mục tiêu là một thách thức của doanh nghiệp.
- **Thuế nhập khẩu đèn LED giảm.** Năm 2018, thuế nhập khẩu mặt hàng bóng đèn mã số HS 8539 bị giảm theo các Hiệp định thương mại tự do. Vì vậy, từ năm 2018, áp lực cạnh tranh với hàng nhập khẩu từ các nước khác trên thế giới sẽ ngày càng lớn.

Thuế suất nhập khẩu mặt hàng bóng đèn theo các Hiệp định Thương mại tự do

Hiệp định	ATIGA	AKFTA	VKFTA	VJFTA	VCFTA
Thuế trước năm 2018	0 – 5%	10%		40%	0 – 34%
Thuế năm 2018	0%	7%	0%	20%	0 – 27%

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ

- **Giá bán sản phẩm LED có xu hướng giảm.** Từ năm 2016 đến nay giá bán sản phẩm LED của Điện Quang và Rạng Đông đã phải giảm giá tối thiểu khoảng 30%. Đặc biệt, dòng sản phẩm bóng đèn LED Bulb của hai doanh nghiệp đã giảm giá 50% so với giá năm 2016. Đối với Rạng Đông, giá bán đèn LED tại thời điểm tháng 3/2018 đã giảm 10% so với giá bán năm 2017.

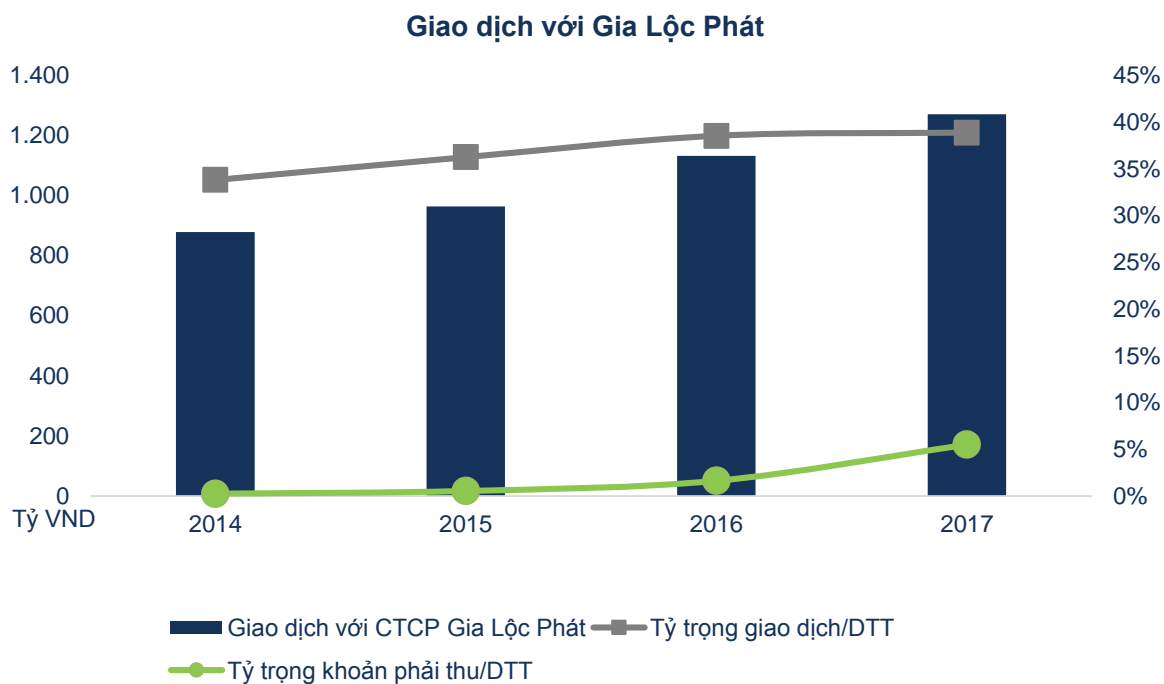
Từ các yếu tố trên chúng tôi nhận định mảng LED của RAL sẽ mang lại doanh thu khoảng 1.853 tỷ đồng. Bóng đèn truyền thống chỉ sản xuất nửa năm, dự phóng doanh thu khoảng 544 tỷ. Doanh thu của mảng phích nước và thiết bị chiếu sáng khoảng 800 tỷ. Như vậy, tổng doanh thu sẽ khoảng 3.197 tỷ bằng 97,7% kế hoạch.

- **Về kế hoạch lợi nhuận:**

- **Chi phí bán hàng tiếp tục tăng.** Năm 2017, do thị trường cạnh tranh gay gắt nên doanh nghiệp phải tăng chi phí hỗ trợ bán hàng cho các đại lý làm chi phí bán hàng tăng hơn 75%. Năm 2018, dự báo mức độ cạnh tranh của thị trường vẫn không giảm, đồng thời, mục tiêu của doanh thu của LED là khá cao và giá bán LED có xu hướng giảm nên áp lực bán hàng sẽ tăng. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí bán hàng năm 2018 sẽ tăng 30% so với năm 2017.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp dự báo ổn định ở mức 3% doanh thu.
- Qua đó, ước tính lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp ở mức 207 tỷ giảm 24% so với năm 2017.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Giao dịch với bên liên quan chiếm tỷ trọng lớn



Nguồn FPTs Research

Ông Lê Đình Hưng là thành viên HĐQT của Rạng Đông đồng thời cũng là chủ tịch HĐQT của công ty Gia Lộc Phát. Trong hội đồng quản trị của RAL, hai chị em ông Lê Đình Hưng chiếm hơn 24% cơ cấu cổ đông chỉ đứng sau Công đoàn công ty. Công ty Gia Lộc Phát là khách hàng lớn của Rạng Đông kể từ năm 2014. Tỷ trọng giao dịch với Gia Lộc Phát ngày càng tăng, đến năm 2017 tỷ lệ này đã tăng lên 39% doanh thu với giá trị hơn 1.270 tỷ. Điểm đáng chú ý tiếp theo là khoản phải thu đối với công ty này cũng liên tục tăng, năm 2017, khoản phải thu với Gia Lộc Phát đã lên tới 5,51% doanh thu. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng nới lỏng chính sách bán hàng cho các đại lý, điều này đã dẫn đến vòng quay khoản phải thu của Rạng Đông có xu hướng giảm trong giai đoạn từ 2014 – 2017.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 19 cổ phiếu RAL và chuyên viên không nắm giữ cổ phiếu RAL nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888