



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN BÔNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG (RAL – HOSE)

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu RAL với mức giá mục tiêu 45,000 đồng/cổ phiếu.

Điểm mạnh

- ❖ RAL đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ổn định trong các năm gần đây, đánh bật vị trí dẫn đầu của DQC trên thị trường thiết bị chiếu sáng.
- ❖ Công ty tăng cường sử dụng đòn bẩy tài chính trong những năm gần đây. Thị trường lãi suất ổn định trở lại trong năm 2013 sẽ có đóng góp tích cực vào hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.

Điểm yếu và rủi ro khi đầu tư

- ❖ Chi phí nguyên vật liệu tăng cao, cước vận tải biển tăng đột biến theo từng quý mà nguyên vật liệu chính của công ty chủ yếu là nhập khẩu do vậy rất khó cạnh tranh với các sản phẩm cùng chủng loại trên thế giới.
- ❖ Sự xuất hiện của nhiều đối thủ cạnh tranh làm cho công ty phải đối mặt với nhiều áp lực. Ngoài ra, trên thị trường nhiều sản phẩm chủ yếu của công ty đã ở trạng thái bão hòa. Xu hướng giảm giá bán là phổ biến ở đa số sản phẩm là những thách thức gay gắt mà công ty phải đối mặt.

KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang
vu.trang@apex.com.vn

Hà Nội, ngày 02/04/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê
Đại Hành– Hai Bà Trưng - Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 01/04/2013 (nghìn đồng)	37.1
EPS trailing (nghìn đồng)	6.27
P/E	5.92
Giá trị sổ sách (nghìn đồng)	41.40
Hệ số Beta	0.53
KLGD trung bình 10 phiên	26,517
KLCP lưu hành	11,500,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	426.65

Công ty Bóng đèn Phích nước Rạng Đông được thành lập năm 1961 với ngành nghề kinh doanh bao gồm sản xuất kinh doanh các mặt hàng bóng đèn, phích nước và các sản phẩm thủy tinh. Công ty tiến hành cổ phần hóa trong năm 2004 và giao dịch lần đầu trên HOSE từ ngày 06/12/2006.

Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của RAL, Công đoàn CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông đang là cổ đông lớn nhất với 34.41% vốn điều lệ,

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) nắm giữ 20.56%. Ngoài ra, công ty có sự tham gia của một vài định chế tài chính nước ngoài như quỹ Vietnam Holding Limited nắm giữ 3.97%, Vietnam Opportunity Growth nắm giữ 3.74% và KITMC Worldwide Vietnam RSP Balanced Fund nắm giữ 2.28%.

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

Ngành nghề kinh doanh chủ yếu là sản xuất kinh doanh các sản phẩm chiếu sáng như đèn huỳnh quang, đèn compact, đèn tròn và sản phẩm phích nước.

Hiện nay, năng lực sản xuất của công ty đạt trên 150 triệu đèn các loại một năm, trên 11 triệu sản phẩm phích nước, hơn 7 triệu sản phẩm thiết bị chiếu sáng, 3 triệu sản phẩm bộ đèn các loại... sản phẩm của công ty sản xuất đã được khẳng định trên thị trường.

Công ty có hệ thống thương mại rộng khắp cả nước, bao gồm 5 Văn phòng đại diện, 6 Chi nhánh tại miền Trung và miền Nam, Ban doanh nghiệp và tư vấn chiếu sáng, Ban kỹ thuật và Marketing với hơn 500 nhà phân phối, hơn 6,000 cửa hàng đại lý bán lẻ.

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần	787.04	837.44	1,050.81	1,362.81	1,747.60	2,059.18
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		6.4%	25.5%	29.7%	28.2%	17.8%
Lợi nhuận sau thuế	53.77	48.91	42.52	36.78	60.01	72.11
<i>Tăng trưởng LNST</i>		-9.1%	-13.1%	-13.5%	63.2%	20.2%
Tổng tài sản	802.65	895.16	1,051.28	1,170.01	1,399.95	1,527.28
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		11.5%	17.4%	11.3%	19.7%	9.1%
Vốn chủ sở hữu	388.90	417.18	436.67	433.59	457.35	476.14
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		7.3%	4.7%	-0.7%	5.5%	4.1%

RAL đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu nhanh và ổn định trong giai đoạn từ 2007 trở lại đây. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận âm trong 3 năm 2008, 2009, 2010 nhưng tăng mạnh trở lại trong 2 năm 2011 và 2012. Lợi nhuận sau thuế năm 2012 đạt 72.11 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2011. EPS năm 2012 đạt 6.270 đồng. So với kế hoạch 65 tỷ đồng LNTT được ĐHCĐ giao phó, kết thúc năm 2012, RAL vượt 48%. Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt năm 2012 của công ty là 30% so với mệnh giá cổ phiếu.

Phân tích ngành và đối thủ cạnh tranh

Trên thị trường thiết bị chiếu sáng, Công ty Rạng Đông, Điện Quang và Phillip là ba hãng có thị phần lớn nhất tại thị trường Việt Nam.

Trong đó, Công ty Rạng Đông và Điện Quang đều là những thương hiệu hàng Việt Nam có uy tín được người tiêu dùng tin nhiệm. Nếu lấy mốc năm 2007 để đánh giá cuộc chạy đua, Điện Quang với những ưu thế vượt trội về tiềm lực tài chính có điều kiện thuận lợi hơn nhiều trước đối thủ cạnh tranh là Rạng Đông. Tuy nhiên, chính Công ty Rạng Đông, với xuất phát điểm yếu hơn lại thực hiện một cuộc bứt phá ngoạn mục và vượt xa về thị phần so với đối thủ Điện Quang.

Chỉ tiêu	RAL		DQC	
	2007	2012	2007	2012
Tổng doanh thu	791.86	2,079.32	1,148.89	749.13
LN ròng	53.77	72.11	203.60	49.03
Tổng tài sản	802.65	1,527.28	1,680.92	1,716.04
Vốn CSH	388.90	476.14	694.67	775.27

Nếu lấy năm 2007 là năm bắt đầu để so sánh, chúng ta thấy Công ty Điện Quang có tổng tài sản và vốn chủ sở hữu gần như gấp đôi so với Rạng Đông, bên cạnh đó, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế cũng vượt trội so với Rạng Đông. Vì vậy, tại thời điểm đó, Điện Quang rõ ràng có ưu thế trước đối thủ Rạng Đông.

Tuy nhiên, kết quả của năm 2012 cho thấy Rạng Đông mặc dù có tổng tài sản và vốn chủ sở hữu vẫn thấp hơn nhưng đã tăng mạnh so với năm 2007. Bên cạnh đó, mặc dù sử dụng lượng vốn chủ sở hữu thấp hơn và tổng tài sản thấp hơn Điện Quang, Công ty Rạng Đông vẫn tạo ra một doanh thu và lợi nhuận vượt trội so với Điện Quang.

Tốc độ phát triển của ngành công nghiệp chiếu sáng phụ thuộc vào tốc độ đô thị hóa của Việt Nam. Hiện nay, tốc độ đô thị hóa khá nhanh nên tiềm năng phát triển của ngành thiết bị chiếu sáng trong những năm tới còn rất lớn.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Chỉ số	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Khả năng thanh toán						
Hệ số thanh toán hiện hành	1.81	1.59	1.25	1.22	1.22	1.23
Hệ số thanh toán nhanh	1.19	0.56	0.39	0.23	0.30	0.41
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.47	0.11	0.23	0.06	0.18	0.23
Cấu trúc tài chính						
Vay dài hạn/Tài sản	0.07	0.05	0.04	0.06	0.04	0.00
Vốn vay/Tài sản	0.45	0.46	0.49	0.54	0.58	0.59
Công nợ/Tài sản	0.52	0.53	0.58	0.63	0.67	0.69
Hiệu quả hoạt động						
Thời gian TB thu tiền KH	96	46	24	21	25	
Thời gian TB xử lý HTK	201	207	196	207	191	
Thời gian TB trả cho NCC	10	16	11	11	11	
Chu kỳ tiền tệ	287	237	208	217	205	
Tỷ suất sinh lời						
Lãi gộp/Doanh thu	19.6%	27.3%	21.1%	21.0%	25.6%	22.5%
Lãi hoạt động/Doanh thu	6.7%	5.8%	4.6%	3.5%	4.7%	5.2%

Lãi trước thuế/Doanh thu	6.8%	5.8%	4.6%	3.6%	4.6%	4.7%
Lãi ròng/ Doanh thu	6.8%	5.8%	4.0%	2.7%	3.4%	3.5%
ROA		5.8%	4.4%	3.3%	4.7%	4.9%
ROE		12.1%	10.0%	8.5%	13.5%	15.4%
Phân tích Dupont						
Lãi ròng/Doanh thu		5.8%	4.0%	2.7%	3.4%	3.5%
Doanh thu/Tổng tài sản		0.99	1.08	1.23	1.36	1.41
Tổng tài sản/Vốn CSH		2.11	2.28	2.55	2.88	3.14
ROE		12.1%	10.0%	8.5%	13.5%	15.4%

Tỷ lệ vay và nợ trên tổng tài sản của công ty tăng mạnh trong giai đoạn từ 2007 trở lại đây. Trong giai đoạn này công ty đã ăng cường sử dụng vốn vay để đầu tư mạnh vào dây chuyền sản xuất và tăng quy mô vốn lưu động. Đây là quyết định đầu tư khá mạo hiểm khi đây là giai đoạn mà lãi suất thị trường luôn được duy trì ở mức cao. Tuy vậy, kết quả cho thấy RAL đã có lý. Thị trường thiết bị chiếu sáng đã tiếp tục tăng trưởng tốt ngay cả trong bối cảnh khủng hoảng và mặc dù gặp phải rủi ro lãi suất tăng cao năm 2011. Bước sang năm 2013, lãi suất thị trường đã có xu hướng giảm mạnh sẽ giúp công ty tiết kiệm được chi phí tài chính trong giai đoạn sắp tới.

ROE của công ty sau khi giảm trong giai đoạn 2008 – 2010 đã tăng mạnh trở lại trong 2 năm 2011, 2012. ROE tăng do cả 3 yếu tố tỷ suất lợi nhuận biên, vòng quay tổng tài sản và đòn bẩy tài chính đều tăng.

So với công ty cùng ngành là DQC, RAL có các chỉ số về khả năng thanh toán hiện hành thấp hơn, đòn bẩy tài chính cao hơn, nhưng các chỉ tiêu về khả năng sinh lời đều vượt trội. ROA và ROE của RAL năm 2012 của RAL lần lượt là 4.9% và 15.4% trong khi các con số tương tự của DQC là 2.76% và 6.27%.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Hiện tại, chỉ có RAL và DQC hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bóng đèn, phích nước, nên trong phần này chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá với giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2013 bằng tốc độ trung bình 5 năm trước đó, tốc độ tăng trưởng 4 năm sau đó là 10% 1 năm và từ năm thứ 6 trở đi là 6%, bằng tốc độ tăng trưởng GDP trong dài hạn.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

TÍNH WACC		
Lãi suất phi Rủi ro (Risk Free Rate)	12.0%	LS Trái phiếu Chính phủ trung và dài hạn
Mức bù rủi ro (VN Index Equity Risk Premium)	6.0%	Source: Damodaran
Chỉ số Equity Beta của cổ phiếu	1.54	Risk of the company being valued vs VN Index
Chi phí vốn Cổ phần	21.2%	Risk Free Rate + Beta* Equity Risk Premium
Lãi suất Tiền vay của Doanh nghiệp	12.0%	Cost of Debts
Tỷ suất Thuế TNDN	25.0%	Effective Tax rate
Lãi tiền vay sau thuế	9.0%	
Vốn vay/Tổng tài sản	50.0%	Target Capital Structure
Tỷ lệ Chiết khấu WACC	16.6%	

Đơn vị tính: tỷ đồng	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017
Doanh thu	2,502.47	2,752.72	3,027.99	3,330.79	3,663.87
Lợi nhuận sau thuế	87.63	96.39	107.00	118.77	131.83
Lãi suất (1-T)	80.23	88.25	97.07	106.78	117.46
Khấu hao	55.05	60.56	66.62	73.28	80.61
Đầu tư vào tài sản cố định	62.56	68.82	75.70	83.27	91.60
Đầu tư vào vốn lưu động	85.08	93.59	102.95	113.25	124.57
Dòng tiền tự do (FCFF)	75.26	82.79	92.03	102.31	113.73
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2016				1,192.61	
Giá trị doanh nghiệp				1,571.68	
Giá trị nợ				1,051.13	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	11,500,000				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	45,265				

Theo phương pháp này, giá trị hợp lý của RAL được ước tính là 45,000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào RAL dưới mức giá này.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>