

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **66.100**

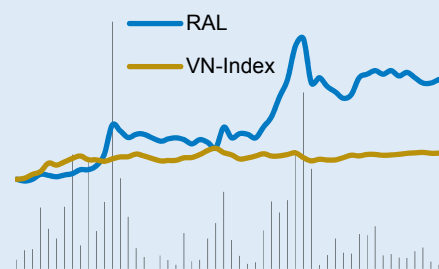
Giá thị trường (19/12/2013) **53.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **23,5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	22.810-64.470
Vốn hóa	610 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	11.500.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	3.590 CP
% sở hữu nước ngoài	7,9%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3,7%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	30%
Beta	0.74

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
RAL	111%	-3%	7%	42%
VN-Index	22%	0%	6%	1%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 611

nguyentientungbvc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Bóng đèn phích nước Rạng Đông

Mã giao dịch: RAL

Reuters: RAL.HM

Bloomberg: RAL VN

Tăng trưởng ổn định và vững chắc

Năng lực sản xuất của Rạng Đông không ngừng được đẩy mạnh. Trong giai đoạn 2008-2012, Rạng Đông liên tục mạnh tay đầu tư máy móc với quy mô khá lớn để nâng công suất và hiện đại hóa dây chuyền sản xuất. Đến nay, năng lực sản xuất hàng năm của RAL đạt 170 triệu sản phẩm, đáp ứng được yêu cầu khắt khe về bảo vệ môi trường của các thị trường khó tính như EU, Nhật Bản.

Nhờ những chiến lược hợp lý, doanh thu của Rạng Đông tăng trưởng bền vững. Sự tăng trưởng bền vững của RAL đến từ cơ cấu sản phẩm đa dạng, chiến lược về thị trường tập trung vào nội địa, mạng lưới phân phối trải rộng cũng như quan hệ bền chặt với các nhà phân phối.

Tăng trưởng doanh thu gắn liền với tăng trưởng lợi nhuận. Tỷ suất lợi nhuận của RAL được cải thiện chủ yếu do khả năng kiểm soát chi phí sản xuất tương đối tốt mặc dù giá nguyên liệu đầu vào không ổn định.

Dự báo KQKD năm 2013. Năm 2013, doanh thu RAL có thể đạt 2.054 tỷ đồng, LNST dự kiến đạt 104 tỷ đồng, EPS đạt 9.119 đồng/CP, tăng trưởng 40,9% so với năm 2012.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn 2013, chúng tôi dự báo RAL sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế khoảng 40,9%. Với mục tiêu ngắn hạn, mức giá hiện nay của RAL là 53.500 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E 2013 dự báo ở mức 5,87 lần, tương đối hấp dẫn với một cổ phiếu trong ngành thiết bị chiếu sáng như RAL.

Về dài hạn, RAL có vị thế là một trong 2 doanh nghiệp dẫn đầu thị trường, hoạt động kinh doanh tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, ngành thiết bị chiếu sáng với triển vọng tăng trưởng 15%/năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu RAL cho mục tiêu đầu tư trong cả ngắn và dài hạn.

Một số chỉ tiêu dự báo của RAL

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu (tỷ VND)	1.747	2.054	2.064	2.270
EBITDA (tỷ VND)	227	270	298	323
EBIT (tỷ VND)	208	192	244	254
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	60	74	104	105
EPS (VND)	5.218	6.468	9.119	9.208
P/E (x)	10.35	8.35	5.87	5.81
P/B (x)	1.36	1.27	1.11	0.98
ROA (%)	4,7%	5,1%	6,6%	6,5%
ROE (%)	13,5%	15,8%	20%	18%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	20,56%
Sở hữu nước ngoài	7,91%
Sở hữu khác	71,53%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	1.362	1.747	2.054	2.064	2.270
Giá vốn	1.076	1.300	1.576	1.584	1.723
Lợi nhuận gộp	286	447	477	479	547
Chi phí tài chính	75	128	92	104	112
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	36	60	74	104	105

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	39	161	244	271	331
Các khoản phải thu ngắn hạn	103	100	174	150	164
Hàng tồn kho	659	815	862	942	1.025
Tài sản cố định	279	276	233	230	253
Tổng tài sản	1.170	1.399	1.531	1.626	1.809
Nợ ngắn hạn	669	885	1.038	899	1.107
Nợ dài hạn	67	56	5	58	63
Vốn chủ sở hữu	433	457	487	560	637
Tổng nguồn vốn	1.170	1.399	1.531	1.626	1.809

Chỉ số tài chính

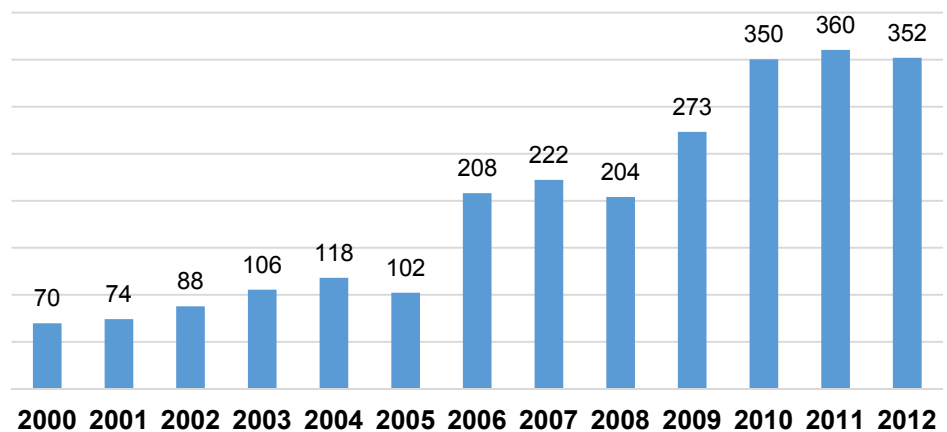
Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	30%	28%	19%	0,1%	10%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	1%	63%	24%	40,9%	0,9%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,1%	25,6%	23,2%	24,1%	24,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,6%	4,7%	5,4%	7,4%	6,5%
ROA (%)	3,1%	4,7%	5,1%	6,6%	6,5%
ROE (%)	8,5%	13,5%	15,8%	20%	18%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	63%	67%	68%	66%	65%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu(%)	170%	206%	214%	190%	184%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.198	5.218	6.468	9.119	2.208
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	37.703	39.769	42.386	48.769	55.454

NGÀNH SẢN XUẤT KINH DOANH THIẾT BỊ CHIẾU SÁNG TẠI VIỆT NAM

Chiếu sáng là một phần không thể thiếu đối với sinh hoạt hằng ngày cũng như các hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Với quy mô dân số 100 triệu dân và tỷ lệ đô thị hóa ngày càng cao, lĩnh vực sản xuất xuất kinh doanh thiết bị chiếu sáng của Việt Nam được đánh giá còn rất nhiều tiềm năng.

Quy mô của thị trường bóng đèn Việt Nam năm 2012 khoảng 350 triệu sản phẩm các loại, chủ yếu là các sản phẩm đèn huỳnh quang và đèn compact. Với đèn compact và huỳnh quang, đang có sự cạnh tranh quyết liệt giữa ba doanh nghiệp Điện Quang, Rạng Đông và Philips. Cùng với đó là một lực lượng không nhỏ các sản phẩm nhập từ Trung Quốc (phân khúc cấp thấp với các loại đèn huỳnh quang). Ở phân khúc cấp trung, các doanh nghiệp trong nước phải cạnh tranh quyết liệt với doanh nghiệp ngoại.

Sản lượng bóng đèn điện của Việt Nam giai đoạn 2000-2012 (triệu chiếc)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Hiện thị trường các thiết bị chiếu sáng tại Việt Nam được phân chia theo tỷ lệ 60% hàng nội và 40% hàng ngoại, trong đó phần lớn phân khúc thiết bị chiếu sáng dân dụng thuộc về doanh nghiệp Việt Nam với sự góp mặt của hai thương hiệu lớn: Điện Quang (DQC) và Rạng Đông (RAL). So sánh về quy mô, trước năm 2007, 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. Tại thời điểm đó, Điện Quang rõ ràng có ưu thế trước đối thủ Rạng Đông.

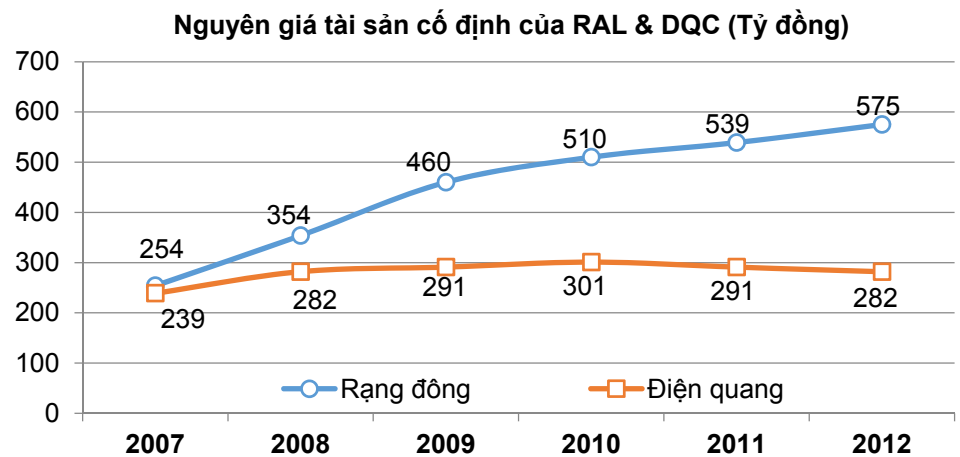
Chỉ tiêu	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL
Tổng tài sản	1.667	867	1.574	895	1.603	1.049	1.733	1.170	1.832	1.399	1.716	1.531
Vốn chủ sở hữu	697	391	673	417	707	430	771	433	788	457	770	487
Doanh thu thuần	1.148	788	518	841	537	1.055	646	1.369	745	1.784	749	2.074
Lợi nhuận sau thuế	206	54	1	48	4	36	43	36	39	60	49	74

Nguồn: RAL, DQC

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, Rạng Đông vẫn tạo ra một doanh thu và lợi nhuận vượt trội so với Điện Quang.

NĂNG LỰC SẢN XUẤT KHÔNG NGỪNG ĐƯỢC ĐẨY MẠNH

Trong giai đoạn 2008-2012, nền kinh tế thế giới và trong nước gặp nhiều khó khăn, sự cạnh tranh khốc liệt từ các sản phẩm ngoại nhập và chi phí đầu vào gia tăng mạnh, tuy nhiên Rạng Đông liên tục mạnh tay đầu tư máy móc với quy mô khá lớn để nâng công suất và hiện đại hóa dây chuyền sản xuất.

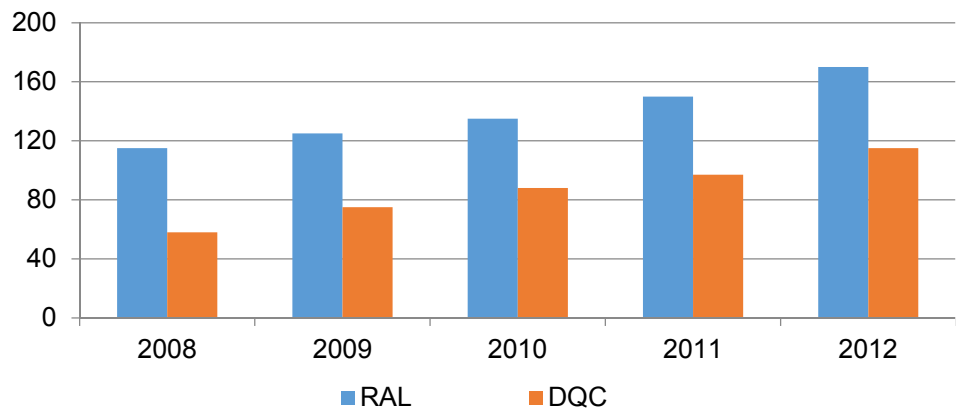


Nguồn: RAL, DQC

Trong khi đó, nếu so sánh với đối thủ chính Điện Quang, doanh nghiệp này đã không đầu tư mới trong suốt giai đoạn 2008-2012, chỉ tập trung vào việc khai thác dây chuyền hiện có do lo ngại về rủi ro tài chính gia tăng từ việc vay nợ mở rộng quy mô. Tính đến năm 2012, nguyên giá tài sản cố định của DQC không thay đổi so với năm 2008 trong khi nguyên giá tài sản cố định của RAL đã tăng 1,7 lần.

Nhờ việc không ngừng tập trung đầu tư vào dây chuyền sản xuất, hiện RAL đang sở hữu hai nhà máy tại Hà Nội và Bắc Ninh với tổng diện tích 120.000 m², năng lực sản xuất hàng năm của RAL đạt hơn 170 triệu sản phẩm (tăng 1,6 lần so với năm 2008), trong đó tập trung vào 3 nhóm sản phẩm chính là phích nước nóng khoảng 12 triệu, đèn chiếu sáng 150 triệu, các thiết bị phụ trợ khoảng 7 triệu. Sau khi đầu tư xây dựng lò thủy tinh không chì tại Quế Võ Bắc Ninh, Rạng Đông là một trong không nhiều đơn vị trong nước có thể sản xuất được loại thủy tinh cao cấp, đáp ứng được yêu cầu khắt khe về bảo vệ môi trường của các thị trường khó tính như EU, Nhật Bản. Nhờ tự sản xuất ống thủy tinh không chì, công ty đã giảm bớt một lượng lớn USD nhập khẩu. Từ năm 2011, Rạng Đông đã chủ động tự sản xuất 100% ống đèn CFL mà hiện nay hầu hết các doanh nghiệp khác ở Việt Nam hiện đang phải nhập khẩu.

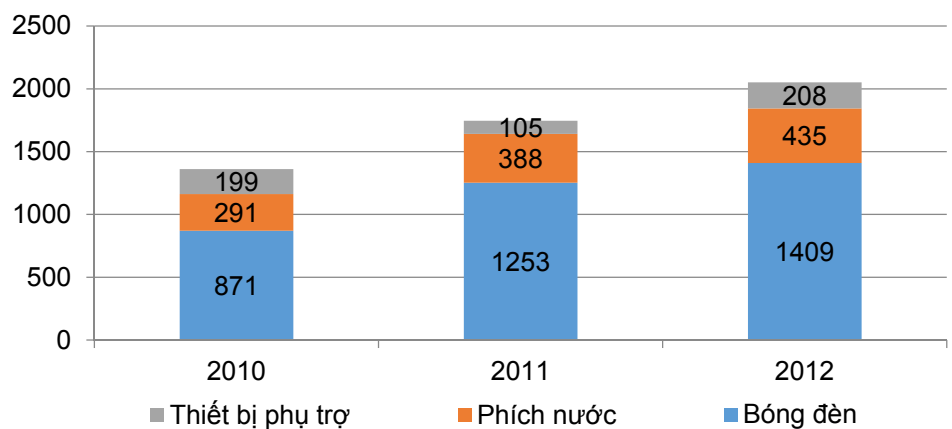
Năng lực sản xuất của RAL so với DQC (đơn vị: triệu cái)



DOANH THU CỦA RẠNG ĐÔNG TĂNG TRƯỞNG VỮNG CHẮC

Cùng với hoạt động đầu tư mở rộng sản xuất, RAL đã đạt được sự tăng trưởng tương xứng về doanh thu, tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2010 – 2012 đạt 15%. Cơ cấu doanh thu có xu hướng chuyển dịch sang nhóm sản phẩm đèn chiếu sáng nhờ tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu của sản phẩm đèn Compact.

Doanh thu của Rạng Đông giai đoạn 2010-2012

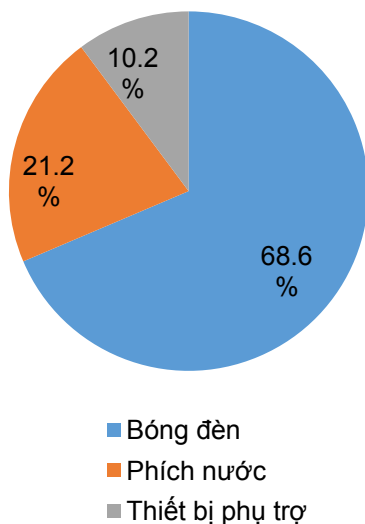


Nguồn: RAL, DQC

Cơ cấu doanh thu đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng ổn định của doanh nghiệp.

Nếu so sánh với DQC, 2 doanh nghiệp này đang sản xuất các loại bóng đèn tương tự nhau. Tuy nhiên ngoài mặt hàng chính là đèn chiếu sáng các loại, RAL còn sản xuất một mặt hàng chiến lược khác là phích nước nóng. Mặt hàng này luôn chiếm từ 1/4 đến 1/3 doanh thu của RAL trong những năm gần đây. Phích nước đem đến cho RAL lợi ích từ việc đa dạng hóa sản phẩm, phân tán rủi ro, giảm thiệt hại khi mặt hàng chủ lực là đèn chiếu sáng gặp khó khăn trong tiêu thụ. Năm 2008 khi thị trường Cuba gặp bất ổn, riêng dòng hàng phích nước nóng đã mang lại cho RAL doanh thu 227 tỷ đồng, bằng hơn 1 nửa so với doanh thu 518 tỷ của DQC. Rõ ràng, nếu xét tới sự ổn định do đa dạng hóa sản phẩm thì DQC không có được lợi thế này.

Cơ cấu doanh thu 2012



Các nhóm sản phẩm chính của RAL:

Nhóm sản phẩm đèn chiếu sáng – tỷ trọng 68,6%: Nhóm sản phẩm đèn tròn, đèn huỳnh quang và đèn compact có xu hướng tỷ trọng doanh thu tăng nhẹ trong những năm vừa qua, chiếm tỷ trọng tương đối ổn định ở mức 65% - 70% doanh thu của RAL.

Phích nước nóng – tỷ trọng 21,2%: Sản phẩm có mức sản xuất và tiêu thụ khá ổn định trong những năm vừa qua, chiếm khoảng 80% thị phần tại thị trường trong nước. Mặc dù bị cạnh tranh quyết liệt bởi các sản phẩm nhập lậu, phích nước của Rạng Đông vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng trung bình 18,3%/năm. Hiện nay, RAL là đơn vị sản xuất phích nước quy mô lớn duy nhất tại Việt Nam.

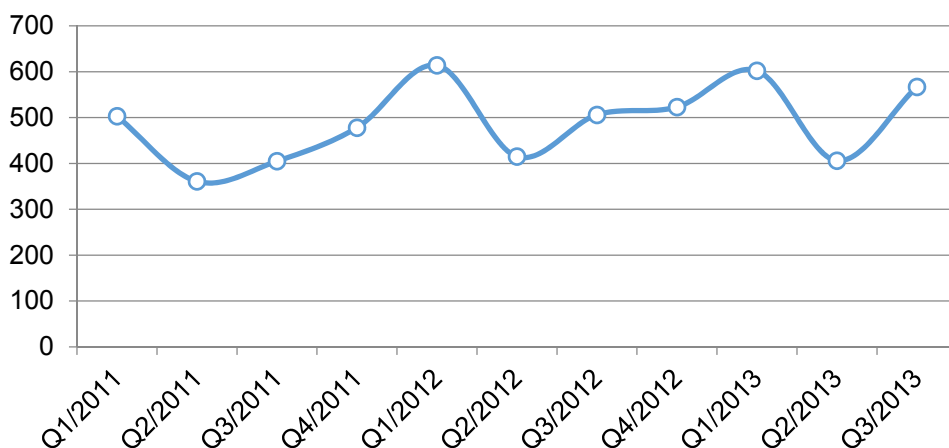
Nhóm thiết bị phụ trợ - tỷ trọng 10,2%: Các sản phẩm chính trong nhóm này gồm chấn lưu điện tử và bộ chao chụp bóng đèn dùng chiếu sáng trong lớp học, công xưởng. Đây là những sản phẩm ăn theo các dòng đèn huỳnh quang, compact và làm tăng thêm giá trị cho các sản phẩm này thông qua việc tăng cường độ rọi, giảm nhấp nháy gây mỏi mắt.

Nhìn chung, Rạng Đông đang trong quá trình tăng cơ cấu sản phẩm tiết kiệm điện như đèn compact và giảm sản phẩm truyền thống có mức tiêu thụ điện lớn như bóng đèn tròn và bóng đèn huỳnh quang.

Tính chất mùa vụ trong doanh thu của RAL.

Các sản phẩm của RAL thường được tiêu thụ mạnh vào dịp Tết, do vậy quý 4 và quý 1 thường là những tháng có doanh thu lớn nhất trong năm. Điều này đến từ nhu cầu trang trí lại nhà cửa vào dịp Tết, sử dụng phích nước trong mùa đông lạnh và nhu cầu thấp sáng, giữ nhiệt cho các loại cây trồng và vật nuôi.

Doanh thu theo quý của RAL



Đây là một lợi thế của RAL so với DQC bởi thị trường tiêu thụ chủ yếu của RAL tập trung ở khu vực phía Bắc, nơi có một mùa đông lạnh và dài dẫn đến nhu cầu sử dụng những sản phẩm thấp sáng và giữ nhiệt tăng cao. DQC không có được lợi thế này do thị trường tiêu thụ của DQC tập trung ở khu vực phía Nam, thời tiết nắng nóng quanh năm vì vậy nhu cầu sử dụng những sản phẩm để giữ nhiệt hầu như rất ít.

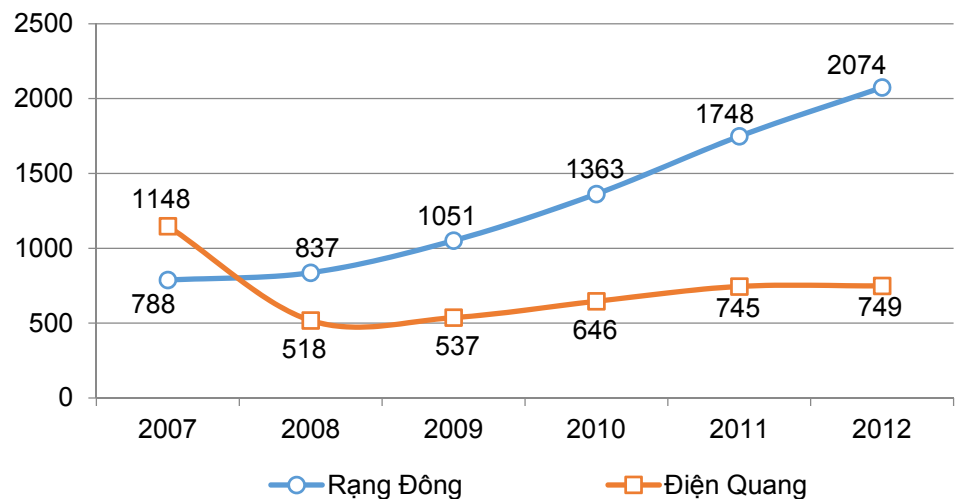
Chiến lược thị trường cũng mang lại sự khác biệt so với đối thủ.

RAL định hướng tập trung vào thị trường nội địa và xuất khẩu chỉ chiếm 15-20% doanh thu. Trong trường hợp thị trường xuất khẩu suy giảm, RAL ít bị ảnh hưởng hơn. Trong giai đoạn 2007-2012, doanh thu của RAL tăng trưởng trung bình 21%/năm.

Với quy mô dân số đông, nền kinh tế đang trong quá trình phát triển, thị trường trong nước được dự báo sẽ tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng ổn định ở mức tương đối cao trong thời gian tới. Theo dự đoán của chúng tôi, thị trường trong nước có thể tăng trưởng 10-15%/năm.

Ngoài thị trường trong nước, Rạng Đông đang trong quá trình phát triển thêm các thị trường xuất khẩu như Hàn Quốc, Trung Đông, Mỹ Latin,... Tuy trong năm 2013, xuất khẩu không chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu của RAL nhưng đây sẽ là thị trường tiềm năng do nhu cầu thay thế bóng đèn truyền thống bằng những sản phẩm tiết kiệm điện.

Doanh thu thuần của RAL & DQC



Ngược lại, hoạt động của DQC mang tính hướng ngoại nhiều hơn với mục tiêu xuất khẩu chiếm tỷ trọng 50% trở lên trong doanh thu. Trong năm 2007, khi thị trường xuất khẩu sang Cuba còn ổn định, DQC đạt doanh thu 1.148 tỷ trong khi RAL chỉ đạt 788 tỷ. Xuất khẩu mang lại cơ hội phát triển nhanh về quy mô nhưng nó cũng tiềm ẩn rủi ro là sự lệ thuộc vào khách hàng nước ngoài. Kết quả trong giai đoạn 2008-2012, sự bất ổn từ thị trường Cuba đã khiến doanh thu DQC sụt dốc nhanh chóng.

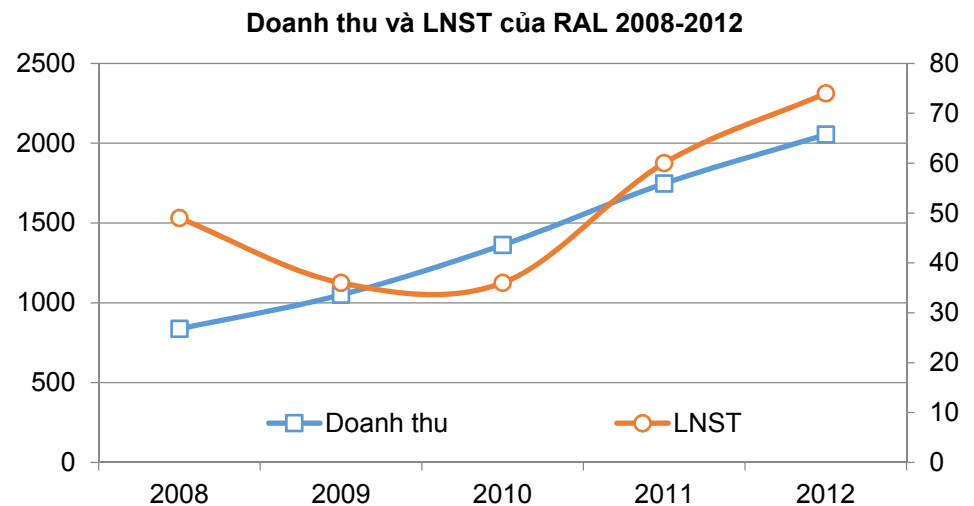
Mạng lưới phân phối rộng và quan hệ bền chặt với các nhà phân phối.

Rạng Đông có mạng lưới phân phối rộng bao phủ 64 tỉnh thành với 5 văn phòng đại diện, 4 chi nhánh, trên 500 đầu mối tiêu thụ và hơn 6000 cửa hàng tiêu thụ sản phẩm. Tỷ lệ các khoản nợ quá hạn của doanh nghiệp thấp. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây vòng quay các khoản phải thu của doanh nghiệp giảm, chứng tỏ RAL đã cùng chia sẻ khó khăn với nhà phân phối trong điều kiện nền kinh tế khó khăn, việc này sẽ làm giảm hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp nhưng nó sẽ giúp củng cố mối quan hệ giữa Rạng Đông và các nhà cung cấp.

Tuy nhiên, các đại lý của Rạng Đông thường không phải là đại lý độc quyền mà thường là các cửa hàng bách hóa, cửa hàng bán đồ điện,... Các cửa hàng này thường phân phối cả sản phẩm của những đối thủ cạnh tranh như Điện Quang, Phillips,... Điều này cũng là đặc trưng của hệ thống phân phối các sản phẩm hàng gia dụng với giá trị không lớn. Với đặc trưng này, hệ thống phân phối của Rạng Đông không có khả năng giúp doanh nghiệp hạn chế sự thâm nhập thị trường của các đối thủ cạnh tranh.

TĂNG TRƯỞNG DOANH THU GẮN LIỀN VỚI TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN

Trong giai đoạn 2007-2012, doanh thu của RAL không ngừng tăng trưởng với tốc độ tăng trung bình đạt 21,4%/năm. Tuy nhiên, do RAL tập trung đầu tư trong giai đoạn 2008-2010 nên lợi nhuận tại thời điểm này không cao. Đến năm 2011 những nỗ lực tăng doanh thu mới chuyển thành hiệu quả thật sự cho doanh nghiệp. Điều này chứng tỏ doanh nghiệp đã kiểm soát được những yếu tố chi phí trung gian để biến thành quả từ việc gia tăng sản lượng đi cùng với gia tăng lợi nhuận.

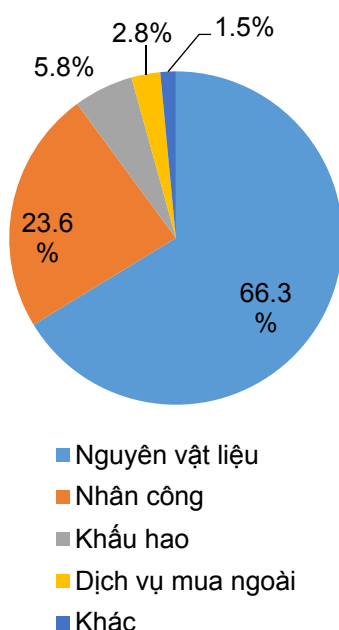


Khả năng kiểm soát chi phí sản xuất tương đối tốt mặc dù giá nguyên liệu đầu vào không ổn định.

Hiện khoảng 60% nguồn nguyên vật liệu là từ các nhà cung cấp trong nước, 40% còn lại RAL phải nhập khẩu từ nước ngoài. Những vật tư chính, quyết định chất lượng sản phẩm như dây tóc, dây dẫn, bột huỳnh quang, khí Argon... được nhập từ các nước Nhật Bản, Trung Quốc, Đài Loan,... Một số nguyên vật liệu còn lại như thủy tinh, nhôm, thép lá, sơn,... doanh nghiệp tự sản xuất và mua ở trong nước.

Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 65–70% trong cơ cấu chi phí sản xuất của Rạng Đông. Việc tăng đầu tư theo chiều sâu đối với nhà máy tại Bắc Ninh như lò thủy tinh không chì, dây chuyền kéo ống vỏ bóng và dây chuyền phích đã giúp nâng cao hiệu suất hoạt động, giảm tỷ lệ phế phẩm. Cụ thể, tỷ lệ phích đạt yêu cầu đã tăng từ mức 85% lên 89-90%, bằng việc sử dụng công nghệ mới của Nhật tại lò bóng thủy tinh mới tại Bắc Ninh, chi phí nhiên liệu dầu gas cũng đã giảm đáng kể, từ mức 335 đồng/vỏ bóng hiện chỉ còn 180 đồng/vỏ bóng. Năm

Cơ cấu chi phí sản xuất 2012



2012, giá gas LPG tăng trung bình 8%, giá dầu FO tăng 5% tuy nhiên tỷ trọng nguyên vật liệu trong chi phí sản xuất giảm từ 70% trong năm 2011 xuống còn 66.3% trong năm 2012.

Các chi phí còn lại trong chi phí sản xuất như chi phí nhân công, chi phí khấu hao... được doanh nghiệp quản lý tương đối ổn định và không có nhiều biến động.

Chi phí bán hàng có xu hướng tăng mạnh.

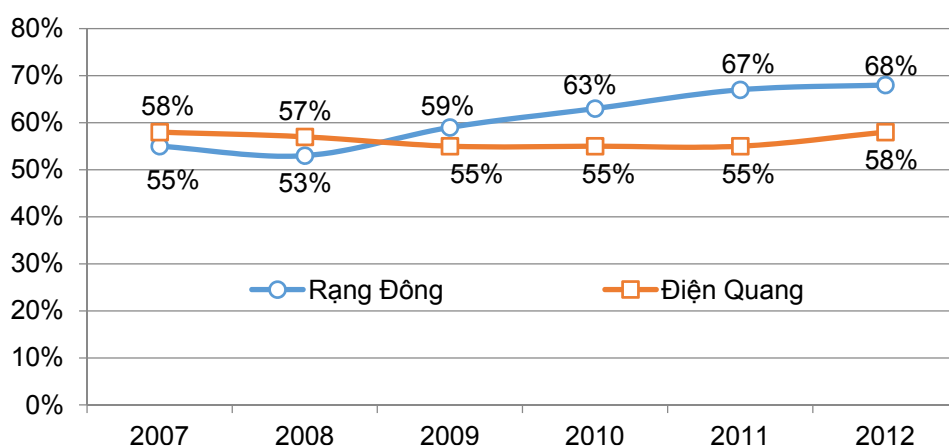
Trong năm 2012, chi phí này tăng tới 39%. Nguyên nhân của thay đổi này nằm ở chính sách bán hàng của công ty. Trong những năm trước, lạm phát tăng đã khiến công ty phải tăng giá bán sản phẩm, tuy nhiên khi lạm phát đã giảm, công ty không hạ giá sản phẩm dẫn đến sản phẩm của công ty bị đắt một cách tương đối so với mặt bằng chung. Do vậy, RAL phải tăng chi phí bán hàng như các chính sách khuyến mãi, các chính sách hỗ trợ cho đại lý. Theo chúng tôi, việc không hạ giá sản phẩm khi lạm phát giảm nhiệt là một bước đi hợp lý của công ty, tạo tâm lý ổn định cho người tiêu dùng.

MỘT SỐ VẤN ĐỀ TÀI CHÍNH CỦA CÔNG TY

Cơ cấu nợ trên tổng tài sản

Nếu so sánh với DQC, RAL có hệ số nợ trên tổng tài sản cao hơn hẳn. Điều này chủ yếu do Rạng Đông đã tăng cường sử dụng vốn vay để đầu tư mạnh vào dây chuyền sản xuất và tăng quy mô vốn lưu động dẫn đến hệ số nợ tăng mạnh từ mức 53% năm 2008 lên mức 68% năm 2012.

Hệ số nợ trên tổng tài sản của RAL & DQC



Khoản công nợ dài hạn với khách hàng Cuba.

Vào cuối năm 2008, RAL có khoản phải thu dài hạn về tiền hàng xuất khẩu sang thị trường Cuba khoảng 50 tỷ đồng (3 triệu USD). Theo đánh giá của Ban giám đốc công ty, khoản nợ này chắc chắn sẽ thu được nhưng sẽ bị kéo dài, do vậy trong những năm trước công ty đã không tính lãi chậm trả, không ghi nhận chênh lệch tỷ giá phát sinh cũng như không đánh giá lại chênh lệch tỷ giá cuối kỳ đối

với khoản nợ ngoại tệ này. Năm 2012, công ty đã ghi nhận 13,8 tỷ đồng từ khoản nợ nói trên. Dự tính trong năm 2013, RAL sẽ thu thêm được 40 tỷ đồng và ghi nhận vào doanh thu hoạt động tài chính. Như vậy, về cơ bản khoản công nợ với khách hàng Cuba gần như đã được giải quyết xong.

TRIỂN VỌNG NĂM 2013

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của RAL				
Chỉ tiêu	2012	2013	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	2.054	2.064	0,5%	<p><u>Bóng đèn sợi đốt</u>: việc chính phủ ra quyết định cấm sản xuất và lưu thông đèn tròn (đèn sợi đốt) có công suất trên 60W kể từ ngày 1/1/2013 đã ảnh hưởng không nhỏ tới doanh thu của RAL do doanh thu từ bóng đèn sợi đốt chiếm khoảng 8% tổng doanh thu toàn công ty. Với việc bị cấm tiêu thụ trong nước, RAL sẽ phải tìm thị trường tiêu thụ cho sản phẩm này. Dự kiến doanh thu từ sản phẩm này sẽ giảm 80% trong năm nay.</p> <p><u>Đèn huỳnh quang</u>: do cạnh tranh quyết liệt từ các sản phẩm của Phillips và Trung Quốc, đèn huỳnh quang ít có khả năng sẽ tăng trưởng đột biến về doanh thu, bản thân doanh nghiệp cũng chỉ đặt mục tiêu duy trì mức sản xuất hiện nay do vậy chúng tôi dự đoán doanh thu của sản phẩm này chỉ tăng trưởng 1,2% trong năm 2013.</p> <p><u>Đèn Compact</u>: đây là sản phẩm chiến của RAL, chiếm tỷ trọng nhiều nhất trong doanh thu (gần 50%). Đèn Compact đang đứng trước một cơ hội lớn khi xu thế tiết kiệm điện đã được cụ thể hóa bằng Chương trình Quốc Gia về tiết kiệm năng lượng. Sản phẩm này của RAL cũng đáp ứng được yêu cầu của Chương trình Quốc Gia về tiết kiệm năng lượng và Chương trình chiếu sáng học đường mà RAL đang tham gia tích cực, do vậy chúng tôi tin rằng sản phẩm này sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 15% trong năm 2013.</p> <p><u>Phích nước</u>: là sản phẩm truyền thống của RAL, khả năng tăng trưởng của sản phẩm phụ thuộc khá nhiều vào thời tiết, cụ thể nếu mùa đông của miền Bắc kéo dài và lạnh hơn. Với giả định thời tiết diễn biến bình thường, chúng tôi ước đoán doanh thu của sản phẩm sẽ tăng trưởng 2% trong năm 2013.</p> <p>Với các giả định về tăng trưởng các sản phẩm của công ty, chúng tôi dự đoán doanh thu năm 2013 của RAL sẽ đạt 2.064 tỷ đồng, xấp xỉ so với năm 2012.</p>
Giá vốn	1.576	1.584	0,5%	Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu các năm gần đây ổn định quanh mức 75% chứng tỏ RAL kiểm soát khá tốt các chi phí đầu vào. Do diễn biến giá nguyên liệu và nhiên liệu không có nhiều đột biến, cộng thêm việc RAL không đầu tư mới nhiều trong năm 2013, trên quan điểm thận trọng chúng tôi dự đoán tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu sẽ đạt 75,9% trong năm 2013.
Lợi nhuận gộp	477	479	0,4%	
Doanh thu tài chính	19	58	305%	Doanh thu tài chính tăng đột biến nhờ khoản công nợ với khách hàng Cuba mà RAL gần như chắc chắn sẽ thu được trong năm nay.
Chi phí tài chính	92	104	13%	

Báo cáo cập nhật Q3/2013

Chi phí BH	213	196	-8%	Chi phí bán hàng giảm nhẹ do RAL sẽ giảm dần các chính sách khuyến mãi, các chính sách hỗ trợ cho đại lý, những chi phí đã làm cho chi phí bán hàng tăng đột biến trong giai đoạn 2010-2012.
Chi phí QLDN	80	83	3,8%	
LN trước thuế	99	139	6,8%	
LN sau thuế cty mẹ	74	104	40,9%	
EPS (đồng/CP)	6.468	9.119	40,9%	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn 2013, chúng tôi dự báo RAL sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế khoảng 40,9%. Với mục tiêu ngắn hạn, mức giá hiện nay của RAL là 53.500 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/E 2013 dự báo ở mức 5,87 lần, tương đối hấp dẫn với một cổ phiếu trong ngành thiết bị chiếu sáng như RAL.

Về dài hạn, RAL có vị thế là một trong 2 doanh nghiệp dẫn đầu thị trường, hoạt động kinh doanh tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, ngành thiết bị chiếu sáng với triển vọng tăng trưởng 15%/năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu RAL cho mục tiêu đầu tư trong cả ngắn và dài hạn.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999