

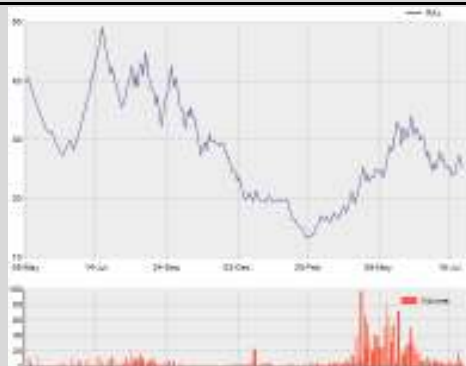
## MCK: RAL (HOSE)

## CÔNG TY CP BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG

## MUA

**ĐỊNH GIÁ 31.000 VND****Chuyên viên : Huỳnh Tuấn Khánh****Email: khanh.ht@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 303****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 30/07/09) (VNĐ)	25.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VNĐ)	44.800
Giá thấp nhất (52 tuần) (VNĐ)	13.400
Số CP đang lưu hành	11.500.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	293
P/E (2009F) (X)	9,5
P/BV (BV 30/06/2009) (X)	0,7

**Đồ thị giá 52 tuần**

Nguồn: VDSC

**CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông**87-89 Hạ Đình, Phường Thanh Xuân Trung,  
Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: (04) 38 584 310

Fax: (04) 38 585 038

Website: [www.rangdongvn.com](http://www.rangdongvn.com)

E-mail: ralaco@hn.vnn.vn

**SẢN PHẨM VÀ DỊCH VỤ CÔNG NGHIỆP**

Chúng tôi ước tính giá trị RAL vào thời điểm hiện tại khoảng 31.000 đồng/CP, tương đương với mức vốn hóa thị trường là 357 tỷ đồng, cao hơn 22% so với giá tham chiếu ngày 31/07/2009. Nhà đầu tư có thể cân nhắc quyết định mua vào, tuy nhiên, trên quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu RAL chỉ phù hợp cho những nhà đầu tư có chiến lược dài hạn.

Nổi trội hơn so với DQC người bạn cùng ngành là mặc dù gặp nhiều khó khăn trong năm 2008, thị trường xuất khẩu bị sụp đổ, giá nguyên vật liệu tăng đột biến nhưng RAL chứng tỏ được bản lĩnh của mình khi kết quả kinh doanh vẫn duy trì được mức tương đối ổn định so với năm trước. Do đó, có thể nói, RAL là lựa chọn hợp lý nhất đối với cổ phiếu ngành này tính đến thời điểm hiện tại.

RAL là một trong những số ít công ty đầu tư bám sát vào hoạt động kinh doanh cốt lõi. Không có một khoản đầu tư tài chính hay bất động sản nào trong hoạt động của mình, do đó, Công ty hoàn toàn không bị ảnh hưởng bởi những thiệt hại do sự sụt giảm của các thị trường này.

Nhưng chúng tôi muốn lưu ý nhà đầu tư là có sự đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro. Con đường tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới chỉ còn trông chờ vào các nhà máy mới đi vào hoạt động phát huy hết công suất, mở rộng thêm thị trường xuất khẩu sang các nước khác, mặt khác, việc thu hồi khoản nợ của Cuba trong thời điểm chưa hết khó khăn như hiện nay là không khả thi. Vì vậy, hoạt động kinh doanh mang tính chất ổn định, cho nên khả năng tăng giá cổ phiếu đột biến trong ngắn hạn là khó xảy ra.

**Thông tin giao dịch**

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
29/7	25.500	32.690	116.060	27.520	7.570	2.000
28/7	26.100	77.840	81.030	135.230	0	0
27/7	27.400	184.860	62.090	156.590	0	0
24/7	26.700	11.210	220.090	0	0	0
23/7	25.500	42.910	110.830	10.310	10.000	0

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2007	2008	1H09	KH
Doanh thu	787	837	478	847
Lợi nhuận trước thuế	54	49	20	41
Lợi nhuận sau thuế	54	49	15	30
Vốn điều lệ	115	115	115	115
Tổng tài sản	803	895	899	
Vốn chủ sở hữu	381	405	414	
ROA (%)	6,7%	5,5%	-	
ROE (%)	13,8%	11,7%	-	
EPS điều chỉnh (VNĐ)	6.476	4.253	-	
Giá trị sổ sách (VNĐ)	33.148	35.242	35.325	
Tỷ lệ cổ tức (%)	18	20	-	20

Nguồn: BCTC RAL

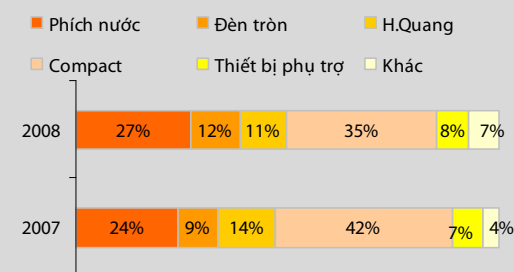
**Ngày thành lập:** Năm 1961

**Nhân sự:** Hơn 2000 người

**Quản trị - Điều hành**

Tên	Chức vụ
Ngô Ngọc Thanh	CT.HĐQT, Phó TGD
Nguyễn Đoàn Thăng	Phó CT.HĐQT, TGD
Vương Bích Sơn	TV.HĐQT, Phó TGD
Lê Quốc Khánh	TV.HĐQT, Phó TGD
Lê Đăng Doanh	TV. HĐQT

**Cơ cấu doanh thu 2 năm gần nhất**



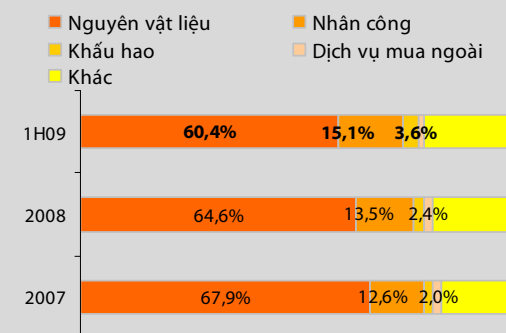
Nguồn: RAL

**Năng lực sản xuất**

- Phích nước nóng: 7 triệu sp/năm
- Đèn huỳnh quang: 25 triệu sp/năm
- Đèn Compact: 25 triệu sp/năm
- Đèn tròn: 45 triệu sp/năm
- Thiết bị chiếu sáng và chao chụp: 3 triệu sp/năm
- Chấn lưu (Ballast) các loại: 3 triệu sp/năm

Nguồn: BCTN RAL

**Cơ cấu chi phí sản xuất**



Nguồn: RAL

RAL được thành lập năm 1961, là một trong những nhà máy sản xuất bóng đèn và phích nước lâu đời nhất tại Việt Nam, chính thức CPH vào năm 2004 và niêm yết trên HOSE vào ngày 06/12/2006.

Lợi thế của công ty là xây dựng được thương hiệu vững chắc trên thị trường, nhất là khu vực miền Bắc, đồng thời, RAL là một trong những công ty có HĐQT giàu kinh nghiệm nhất trong ngành.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

**Sản phẩm - Năng lực sản xuất**

Sản phẩm của RAL có thể chia làm 3 nhóm chính, gồm phích nước, đèn các loại và thiết bị phụ trợ. Nhìn chung, cơ cấu doanh thu 3 nhóm sản phẩm này không có sự thay đổi lớn qua các năm, sản phẩm đèn chiếu sáng vẫn chiếm tỷ trọng chính khoảng 60%, sản phẩm phích nước dao động từ 25% - 30%, còn lại là các thiết bị phụ trợ.

Trong năm 2008 doanh thu từ xuất khẩu sụt giảm mạnh, nên 2 sản phẩm được xuất khẩu nhiều nhất là đèn huỳnh quang và đèn compact bị giảm sút về doanh số, thu hẹp dần tỷ trọng trong cơ cấu.

RAL đang sở hữu 2 nhà máy với tổng diện tích 120.000 m2 và 1 lò thủy tinh không chỉ tại Hà Nội và Bắc Ninh, với năng lực sản xuất hiện tại 110 triệu sản phẩm/năm.

**Nguyên vật liệu**

Các nguyên liệu chính phục vụ quá trình sản xuất chủ yếu là thủy tinh, cát thạch anh SiO2, gas, dầu, tôn, nhựa, thép, hóa chất, dây tóc bóng đèn Wolfram... Một phần không ít trong nguyên vật liệu này được nhập khẩu từ nước ngoài như hạt nhựa, nhiên liệu đốt... Do đó, việc biến động giá thế giới ít nhiều ảnh hưởng đến giá nguyên vật liệu sản xuất của công ty.

Qua cơ cấu chi phí sản xuất cho thấy, tỷ trọng chi phí vật tư, nguyên vật liệu vẫn chiếm phần lớn (60%) và có sự giảm sút so với năm 2007, cho thấy RAL đang tích cực kiểm soát chi phí nguyên vật liệu.

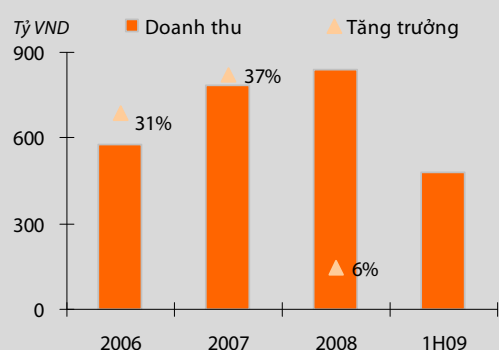
Sau khi nhà máy lò thủy tinh tại Quế Võ được đưa vào hoạt động, RAL là một trong số ít đơn vị trong nước có thể sản xuất được loại thủy tinh cao cấp, đồng thời, với việc áp dụng dây chuyền kéo ống vỏ bóng và dây chuyền phích đã giúp nâng cao hiệu suất, giảm tỷ lệ phế phẩm. Việc sử dụng công nghệ mới của Nhật, chi phí nhiên liệu dầu gas đã giảm không ít...

Bên cạnh việc gia tăng nhà máy mới, đòi hỏi số lượng nhân viên tăng thêm, điều này làm cho tỷ trọng chi phí nhân công và chi phí khấu hao có chiều hướng tăng dần trong nửa đầu năm, lần lượt là 15,1% và 3,6% so với năm 2008 là 13,5% và 2,4%.

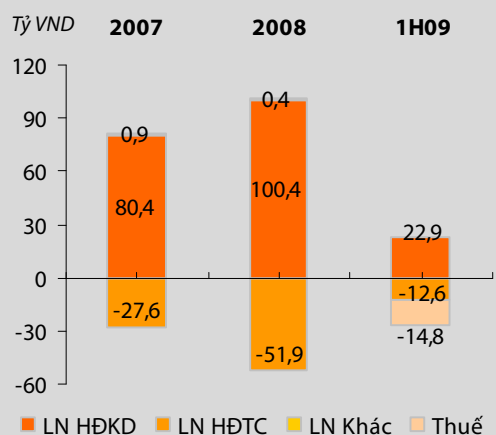
**Thị trường**

Thị trường tiêu thụ nội địa tập trung ở 2 khu vực chính, phía Bắc từ Hà Tĩnh trở ra và khu vực phía Nam từ Quảng Bình trở vào. Tuy nhiên, doanh số tiêu thụ hàng năm tại khu vực miền Bắc chiếm phần lớn khoảng 70% tổng doanh thu và được duy trì ổn định qua các năm.

Trong năm 2008, RAL ngừng xuất khẩu sang thị trường Cuba do gặp một số trở ngại trong việc thu hồi nợ. Thị trường xuất khẩu hiện nay chủ yếu là các nước Ấn Độ, Hàn Quốc, Sri Lanka, Ai Cập... và Công ty đang có kế hoạch mở

**Tốc độ tăng trưởng doanh thu**

Nguồn: BCTC RAL

**Cơ cấu lợi nhuận**

Nguồn: BCTC RAL

rộng sang thị trường Venezuela.

**Vị thế công ty**

RAL hiện đang nắm giữ 80% thị phần phích nước và 25% thị phần bóng đèn tại Việt Nam.

RAL là công ty duy nhất tại Việt Nam sản xuất phích nước nóng với công suất lớn và dây chuyền thiết bị hiện đại trong khi các sản phẩm khác trong nước hầu hết là do các cơ sở nhỏ sản xuất. Do đó, đối thủ cạnh tranh chính đối với dòng sản phẩm này là hàng ngoại nhập, nhất là hàng Trung Quốc.

Đối với nhóm sản phẩm bóng đèn và các thiết bị chiếu sáng, trên thị trường dòng sản phẩm này hiện có như Philips, GE, OSRAM, MEGAMAN, Đại Quang, Điện Quang ... và một số sản phẩm khác từ Trung Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi cho là đối thủ nội địa cạnh tranh nhất đối với RAL là Điện Quang.

**Tiềm năng tăng trưởng**

Hiện 2 nhà máy tại Hà Nội và Bắc Ninh ước tính chỉ mới hoạt động khoảng 60%-65% công suất. Hơn nữa, lò luyện thủy tinh không chỉ vẫn chưa phát huy hết công suất.

Như vậy, lò thủy tinh mới được đưa vào hoạt động có khả năng tự sản xuất thủy tinh không chỉ, sẽ giúp cho RAL trong thời gian tới giảm thiểu chi phí nhập khẩu và chi phí sản xuất do các thiết bị mới hoạt động hiệu quả hơn.

**Rủi ro kinh doanh**

Rủi ro kinh doanh đối với RAL cũng như những doanh nghiệp trong ngành này phải đối mặt là vấn đề nguyên liệu đầu vào và sự cạnh tranh gay gắt sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc.

Giá dầu FO, là nhiên liệu sử dụng nhiều nhất trong 3 lò thủy tinh, biến động của giá dầu khiến RAL phải thanh toán cao hơn so với các nước khác như trong năm 2008, tại Việt Nam chi phí giá dầu là 7,7 triệu VND/tấn trong khi Trung Quốc 3,5 triệu VND và tại Singapore 4,2 triệu VND/ tấn.

Ngoài ra, mức giá điện bình quân tăng 8,9% kể từ 1/04/2009, sẽ tác động mạnh đến chi phí tiền điện của Công ty tăng trên dưới 8% trong năm nay.

Bên cạnh đó, thị trường nội địa sẽ còn cạnh tranh khốc liệt hơn với hàng ngoại (đặc biệt TQ) đang ồ ạt đổ vào, đại hạ giá, trong khi thị trường lại thiếu tính kiểm soát sản phẩm tốt và xấu.

**Tình hình tài chính****Khả năng sinh lời**

Mặc dù doanh thu xuất khẩu sụt giảm mạnh trong năm 2008, nhưng khác với DQC, tổng doanh thu của RAL vẫn đạt mức tăng 6% so với năm trước. Kết quả trên là do có sự đóng góp dòng sản phẩm phích nước nóng bù đắp phần nào sự sụt giảm doanh thu xuất khẩu. Hơn nữa, định hướng của RAL là tập trung vào thị trường nội địa, xuất khẩu chỉ chiếm 15% -20% doanh thu, vì thế, RAL chịu tác động ít hơn so với DQC khi thị trường này gặp khó khăn.

Hầu hết các sản phẩm của RAL được tiêu thụ mạnh vào dịp Tết, cho nên, doanh thu quý IV và quý I thường cao hơn so với 2 quý còn lại.

Trong nửa đầu năm 2009, RAL đạt 478 tỷ đồng doanh thu, tăng 10,6% so với cùng kỳ, bằng 57% cả năm 2008. Tỷ suất lợi nhuận gộp là 22% có sự giảm

Ngày 30/07/2009

**Khả năng sinh lời**

	2007	2008	1H09
LN Gộp/DT	19,6%	27,3%	22,2%
LN HĐKD/DT	10,2%	12,0%	8,8%
LNST/DT	6,8%	5,8%	3,1%
ROA	6,7%	5,5%	-
ROE	13,8%	11,7%	-

Nguồn: BCTC RAL

**Cấu trúc tài chính**

	2007	2008	1H09
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Phải thu/TTS	31,3%	21,1%	17,7%
Hàng tồn kho/TTS	28,2%	49,7%	49,0%
TSCĐ/TTS	18,6%	22,9%	25,6%
ĐTTT/TTS	0%	0%	0%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	51,5%	53,4%	53,5%
Nợ vay/TTS	45,4%	45,7%	45,7%

Nguồn: BCTC RAL

**Kết quả dự phóng**

Đv: tỷ VND	2009E	2010F	2011F	2012F
DTT	913	1.027	1.162	1.312
LNST	41	55	73	92
EPS	2.677	3.618	4.742	5.980

Đv: tỷ VND	2009E	2010F	2011F	2012F
TS ngắn hạn	733	797	837	904
TS dài hạn	209	227	247	276
TTS	942	1.024	1.085	1.180
Tổng nợ	514	579	611	663
VCSH	429	445	474	517
Tổng NV	942	1.024	1.085	1.180

nhẹ so với cả năm 2008 (27%) tuy nhiên vẫn tăng so với năm 2007.

Điều chúng tôi quan tâm là tỷ lệ lợi nhuận HĐKD chính trên doanh thu trong 6 tháng đầu năm chỉ đạt 8,8% trong khi cả năm 2008 là 12%. Điều đó chứng tỏ, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đang có xu hướng tăng lên.

Hơn nữa, tỷ suất lợi nhuận biên của RAL trong nửa đầu năm giảm xuống còn 3,1% từ 5,8% trong năm 2008. Nguyên nhân do RAL bắt đầu chịu thuế TNDN kể từ năm nay, nhưng ngoài yếu tố chi phí thuế, RAL cũng cần phải lưu ý đến chi phí tài chính đang có dấu hiệu tăng cao, nhất là chênh lệch tỷ giá.

**Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động**

Tỷ trọng hàng tồn kho thường tăng vào các tháng cuối năm do tính chất mùa vụ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có sự tăng cao bất thường vào thời điểm cuối năm trước và tiếp tục duy trì ở mức cao cho đến hết quý II 2009, một trong các nguyên nhân có thể xuất phát từ việc hủy đơn hàng của Cuba làm gia tăng một lượng thành phẩm tồn kho.

Tính đến cuối quý II, số lượng hàng tồn kho chiếm trên 49% tổng tài sản, dù có điều chỉnh giảm so với đầu năm nhưng vẫn ở mức cao. Điều này dẫn đến nợ vay ngắn hạn phục vụ vốn sản xuất kinh doanh chưa thể giảm mạnh.

Có thể chính vì thế, RAL đã phải nỗ lực trong việc thu hồi nợ, tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản tính đến cuối quý II ở mức thấp nhất 17,7% so với các quý trước.

RAL không có đầu tư tài chính, bất động sản nên không chịu ảnh hưởng sự sụt giảm của 2 thị trường này trong thời gian qua.

Như vậy, sức khỏe tài chính của RAL tương đối tốt, ngoại trừ việc hàng tồn kho ở mức cao làm tính thanh khoản của công ty thấp. Tuy nhiên, được biết RAL đang có kế hoạch tiêu thụ lô hàng của Cuba bán cho Venezuela, khả năng hàng tồn kho của RAL sẽ được giảm bớt trong thời gian tới.

**Dự phóng – Định giá**

Dựa trên tình hình hoạt động trong 6 tháng đầu năm, chúng tôi ước tính doanh thu năm nay có khả năng tăng 8%, cao hơn so với kế hoạch đề ra (chỉ tăng 1%) và các năm tiếp theo sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn khi nền kinh tế phục hồi.

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm nay ước tính ở mức 23,5% nhưng sẽ tăng dần lên cho các năm sau trên cơ sở các nhà máy sẽ phát huy hết công suất.

**Các tham số trong mô hình định giá**

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng dài hạn của ngành ở mức 5% với chi phí sử dụng vốn (Re) ước tính 15%, chi phí vốn bình quân WACC là 11,59%.

**Kết quả dự phóng**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	27.566	30%	8.270
FCFE	36.136	30%	10.841
P/E	24.091	20%	4.818
P/BV	35.325	20%	7.065
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>30.994</b>

**Triển vọng phát triển của ngành**

Các loại sản phẩm nguồn sáng, thiết bị chiếu sáng và phích nước nóng là những sản phẩm thiết yếu phục vụ cho sản xuất và đời sống con người. Khi nền kinh tế Việt Nam ngày càng phát triển thì nhu cầu các loại sản phẩm này ngày càng cao.

Trước kia sản phẩm như phích nước vẫn là nhu cầu chưa đáp ứng được tầng lớp có mức sống trung bình. Nhưng đời sống người dân cư hiện nay được cải thiện tốt hơn, xu thế tiêu dùng dòng sản phẩm này có chất lượng cao, mẫu mã mới đang tăng lên nhanh chóng. Đây sẽ là một thị trường tiêu thụ tiềm năng cho dòng sản phẩm phích nước trong thời gian tới

Thị trường bóng đèn từ những năm cuối thập niên 1980, đầu thập niên 1990, bóng đèn trong nước sản xuất ra mà khó tiêu thụ vì bóng đèn Trung Quốc tràn ngập thị trường.

Hiện nay trên thị trường chỉ có một số ít doanh nghiệp Việt Nam trong ngành sản xuất bóng đèn. Sự cạnh tranh từ các sản phẩm nhập khẩu là tương đối khốc liệt, đặc biệt là các sản phẩm Trung Quốc, nhập lậu với giá thành rẻ.

Tuy nhiên, xu hướng tiêu dùng hiện nay đòi hỏi các sản phẩm nguồn sáng và thiết bị chiếu sáng phải có chất lượng cao, hiệu suất cao, tiết kiệm điện và bảo vệ môi trường.

Nhu cầu sử dụng điện trong nước tăng vọt qua các năm, trong khi nguồn cung cấp điện còn hạn hẹp, khiến cả nước đang đứng trước nguy cơ thiếu điện trầm trọng. Vì thế, trong tương lai thị trường bóng đèn tròn sẽ ngày một giảm dần do các nhược điểm của loại thiết bị này. Thay thế vào đó, chính là nhóm sản phẩm bóng đèn huỳnh quang compact. Chính vì vậy, với vị thế là đơn vị dẫn đầu ngành, RAL sẽ tận dụng cơ hội và ưu thế để mở rộng và phát triển hơn nữa hoạt động kinh doanh của mình trong tương lai.

**Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các doanh nghiệp tiêu biểu**

Đơn vị: tỷ đồng

Tên NH	Vốn điều lệ	Năm 2008					1H2009	
		Doanh thu	LNST	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	LNST
<b>RAL</b>	115	837	49	5,5%	11,7%	20 %	478	15
<b>DQC</b>	188	380	2	0,1%	0,2%	4%		
<b>ALP</b>	390	1.302	23	2,4%	3,4%	0%		
<b>PAC</b>	165	1.241	78	15,4%	25,4%	22%	630	89
<b>SAM</b>	654	1.269	-76	(*)	(*)	0%	142	177

(\*) Không tính do kết quả kinh doanh năm 2008 bị lỗ

Nguồn: VDSC

Ngày 30/07/2009



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.