

Thursday, July 09, 2009

CÔNG TY CP BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG - RAL (HOSE)

Đỗ Hiệp Hòa

Email: dohiephoa@thanglongsc.com.vn

Khuyến nghị của TSC

MUA



Giá giao dịch

28,000

Giá mục tiêu 12 tháng

53,381

Chiến lược đầu tư

Dài hạn

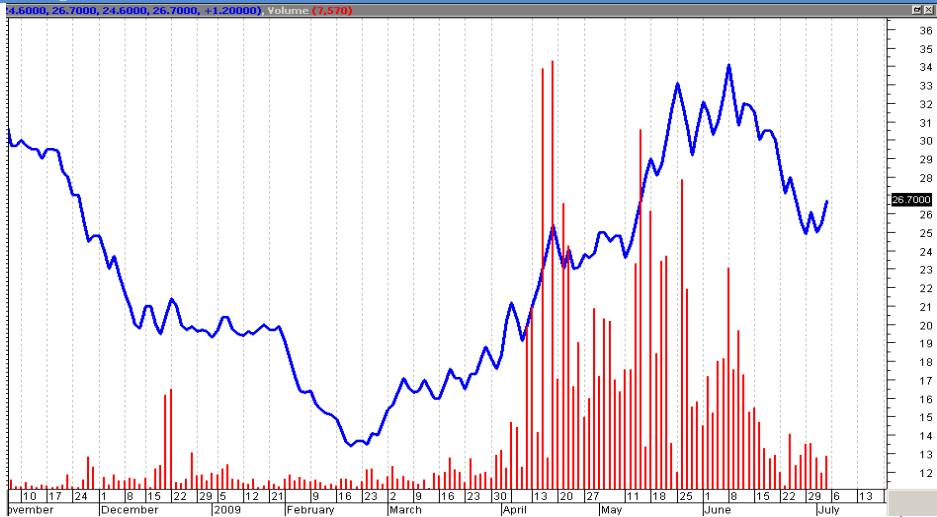
Ngành lớn: Sản xuất công nghiệp
Ngành hẹp: Thiết bị chiếu sáng

Tổng quan RAL là một trong những nhà sản xuất bóng đèn, sản phẩm chiếu sáng và phích nước lâu đời nhất của Việt Nam với thương hiệu và thị phần vững chắc. Tập khách hàng mục tiêu là thị trường nội địa do vậy doanh thu và lợi nhuận không bị ảnh hưởng nhiều bởi sự suy giảm sức mua từ thị trường nước ngoài. RAL là một trong những công ty có HĐQT giàu kinh nghiệm nhất trong ngành tuy nhiên công ty hiện đang gặp khó khăn về hàng tồn kho & thu hồi công nợ.

Những thông kê chính (VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	49,100	Beta	1.02	ROA	2.76%	Vốn điều lệ	115,000,000,000
Giá thấp 52 tuần	13,200	EPS	2,052	ROE	5.61%	Cổ đông nhà nước	20.56%
Khối lượng lưu hành	11,500,000	P/E	13.64	Nợ/Vốn chủ sở hữu	103.70%	Cổ đông trong nước	45.64%
Vốn hóa	322,000,000,000	DIV	7.14%	Giá sổ sách	36,536	Cổ đông nước ngoài	33.80%

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - MUA

Giá trị cổ phiếu RAL. Chúng tôi tin rằng mức giá giao dịch hiện nay chưa phản ánh đầy đủ giá trị của cổ phiếu này. Chúng tôi đã định giá kết hợp 2 phương pháp (chiết khấu dòng tiền thuộc về doanh nghiệp và so sánh PE), mỗi phương pháp tiến hành theo 3 kịch bản xấu nhất, tốt nhất và trung bình. Giá mục tiêu bình quân gia quyền được tìm ra là 53,381 đ/cổ phiếu.

Những điểm sáng

Thị trường nội địa bù đắp được sụt giảm doanh thu xuất khẩu. Mặc dù không còn 135 tỷ từ thị trường Cuba, RAL kết thúc năm 2008 với doanh thu đạt 837.4 tỷ đồng, tăng 6.4% so với 2007. Con số này có ý nghĩa hơn khi RAL là một trong số không nhiều doanh nghiệp trong ngành làm được điều này

Triển vọng kinh doanh: Chúng tôi tin rằng, doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng đều đặn nếu công ty tập trung nguồn lực vào những sản phẩm tiết kiệm điện để tận dụng cơ hội do việc tăng giá điện gần đây mang lại.

Quản Trị Doanh Nghiệp – Sức mạnh kinh nghiệm: Phần lớn các thành viên HĐQT đều có 30 - 45 năm gắn bó với doanh nghiệp. Sự có mặt của thành viên HĐQT độc lập là Tiến sỹ Lê Đăng Doanh và tầm ảnh hưởng nhỏ của cổ đông Nhà nước đã đưa RAL hoạt động như một doanh nghiệp có phần thật sự

Đầu tư bám sát hoạt động kinh doanh cốt lõi: Do không có khoản đầu tư nào vào các lĩnh vực ngoài hoạt động chính của mình như chứng khoán, bất động sản, công ty được cách ly hoàn toàn khỏi những thiệt hại do sụt giảm của các thị trường này trong năm qua.

Thông tin quan trọng

Chất lượng lợi nhuận được cải thiện: Để đánh giá mức độ đáng tin cậy trong các con số về doanh thu và lợi nhuận trong BCTC, chúng tôi đã tính toán chỉ số tin cậy về các con số này. Kết quả thu được cho thấy sự vận động theo hướng tốt dần lên về chất lượng báo cáo thu nhập của Rạng Đông.

Những điểm tối

Cuba –Thị trường không phẳng lặng: Đơn hàng chấm dứt đột ngột cuối năm 2007 để lại cho RAL khoản phải thu tại thời điểm này lên tới 4.8 triệu USD hay 72 tỷ đồng tương đương 9% tổng tài sản. Chúng tôi cũng xin cảnh báo là RAL chưa trích lập dự phòng cho khoản phải thu này & đơn vị kiểm toán trong nước cũng chấp nhận điều này.

Hiệu quả hoạt động của công ty đang có xu hướng giảm dần. Chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp và tài chính tăng mạnh khiến tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu giảm từ 9.1% năm 2005 xuống 2.8% cuối Q1 2009. Chúng tôi ước tính tỷ suất này sẽ được cải thiện trong phần còn lại của năm và sẽ tăng lên mức 3.5% vào cuối năm 2009.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của công ty đã âm năm thứ 3 liên tiếp trong khi lợi nhuận sau thuế vẫn ở mức dương. Thông thường, đây là một dấu hiệu không tốt về chất lượng lợi nhuận. Những tính toán của chúng tôi đã cho thấy sự cải thiện nhất định của RAL trong năm 2008 đối với vấn đề này.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp Trung bình Cao

Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp Trung bình Cao

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp Trung bình Cao

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	Q1	QII	QIII	QIV
2009E	252.7	206.4	197.2	249.6
2008	245.8	186.4	177.3	223.1
2007	243.7	171.6	174.1	198.6
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Lợi nhuận (tỷ đồng)			
	Q1	QII	QIII	QIV
2009E	7.7	10.7	10.7	10.7
2008	32.6	11.6	9.0	-5.1
2007	17.4	12.1	11.9	12.2
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	3.5%	3.8%	7.52%	3.7%
2008	5.8%	5.5%	11.7%	10.2%
2007	6.8%	6.7%	13.8%	1.8%
2006	8.0%	10.5%	33.0%	1.6%
2005	9.1%	12.3%	33.9%	NA
	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	2.8	19.0	6.3	1.4
2008	4.3	4.6	1.5	0.5
2007	5.5	17.7	5.9	2.5
2006	5.9	19.0	6.3	6.3
2005	5.1	NA	NA	NA
	TTS	VCSH	VBL	EVA
2009E	895.1	426.2	115	8.6
2008	895.1	417.1	115	49.8
2007	802.6	388.9	79.1	32.4
2006	440.4	139.9	79.1	37.8
2005	327.5	118.6	NA	34.9
Trung bình ngành				
	ROE	P/E	P/B	Margin
2009E	NA	NA	NA	NA
2008	0.2%	178	0.4	0.4%
2007	29%	NA	NA	18.2%
2006	67%	NA	NA	12.1%
2005	NA	NA	NA	NA

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Trong phần **bức tranh hiện tại của doanh nghiệp**, chúng tôi bắt đầu bằng việc nhìn nhận lại xu hướng vận động của doanh thu của RAL, những thành phần cấu thành lên doanh thu và tỷ trọng của chúng trong những năm qua. Sau đó, chúng tôi đi tới dòng cuối cùng của báo cáo thu nhập là lợi nhuận sau thuế để tìm hiểu mối liên hệ giữa doanh thu và lợi nhuận của RAL. Tiếp theo, chúng tôi sẽ lần tìm ngược trở lại những yếu tố chi phí trung gian để lý giải cho mối quan hệ đó.

Chúng tôi hiểu rằng, sức khỏe của RAL sẽ được nhìn nhận chính xác nhất khi được đem so sánh với mặt bằng chung của ngành. Tuy nhiên, thực tế tại thị trường Việt Nam chỉ có 2 doanh nghiệp sản xuất thiết bị chiếu sáng mà chúng tôi có thể tiếp cận được số liệu tài chính là RAL và DQC, do vậy DQC được lựa chọn để đại diện cho ngành. Những bình luận của chúng tôi chỉ nên được hiểu một cách đơn thuần là những thuyết minh bằng lời cho những gì các con số thể hiện, không bao hàm một mục đích nào khác.

Trong **phần hai mô hình định giá**, với nỗ lực phác họa bức tranh tương lai gần với thực tế, chúng tôi đặt ra 3 kịch bản có thể xảy ra với RAL dựa trên những hiểu biết về doanh nghiệp được trình bày trong phần một, đó là các phương án cơ sở – phương án tốt nhất – phương án xấu nhất. Những nhân tố tạo sự khác biệt lớn nhất giữa 3 kịch bản vẫn là **tương lai của khoản phải thu Cuba, khả năng xuất khẩu sang Venezuela qua PVOIL và biến động tỷ giá**.

Chúng tôi tiến hành xây dựng các giả thiết & định giá cổ phiếu RAL một cách cẩn trọng theo mỗi kịch bản trên, kết hợp 2 phương pháp định giá là **chiết khấu dòng tiền tự do dành cho doanh nghiệp FCFE** và phương pháp **định giá so sánh PE**. Giá mà chúng tôi tìm ra từ các phương án đó được tính theo phương pháp bình quân gia quyền với trọng số là xác suất xảy ra của từng kịch bản đó.

Bảng 1 – Năng lực sản xuất

Năng lực sản xuất RAL	Đv: SP/năm
Phích nước nóng	7 triệu
Đèn chiếu sáng	
Huỳnh quang	25 triệu
Huỳnh quang compact	25 triệu
Đèn tròn	45 triệu
Các thiết bị phụ trợ	
Chấn lưu (Ballast)	3 triệu
Máng đèn, chao chụp đèn	3 triệu

Nguồn: Báo cáo thường niên RAL 2007

PHẦN 1: BỨC TRANH HIỆN TẠI

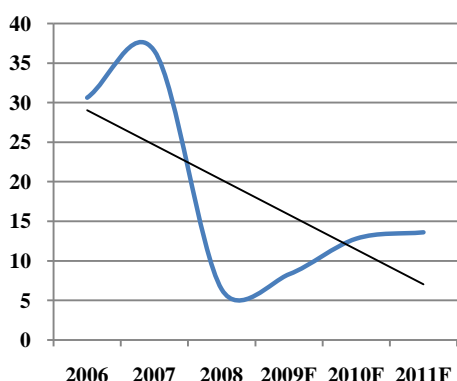
Năng lực sản xuất

Thành lập năm 1961, Rạng Đông là một trong những doanh nghiệp sản xuất bóng đèn và phích nước lâu đời nhất tại Việt Nam. Công ty đã quy tụ được những nhân sự giàu kinh nghiệm trong ngành đồng thời xây dựng được thương hiệu vững chắc tại thị trường trong nước, đặc biệt là tại miền Bắc.

Sở hữu hai nhà máy tại Hà Nội và Bắc Ninh với tổng diện tích lên tới 120.000 m², năng lực sản xuất hàng năm của RAL hiện nay khoảng hơn 110 triệu sản phẩm, trong đó tập trung vào 3 nhóm sản phẩm chính là phích nước nóng khoảng 7 triệu, đèn chiếu sáng 95 triệu, các thiết bị phụ trợ khoảng 6 triệu.

Sau khi đầu tư xây dựng lò thủy tinh không chì tại Quê 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. Hiện nay công ty đang triển khai dự án nâng cao năng lực sản xuất của dây chuyền bóng xoắn 3U nhằm tăng cường công suất sản xuất đèn huỳnh quang compact – sản phẩm chiến lược của công ty.

Đồ thị 1 – Tốc độ tăng trưởng doanh thu



Nguồn: BCTC RAL & TSC dự báo

Doanh thu

Xu hướng

Trong những năm gần đây, công ty đã đạt được sự tăng trưởng khá vững chắc về doanh thu, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đang có xu hướng giảm dần.

Do chủ động tập trung nỗ lực vào những sản phẩm tiết kiệm điện và sự lớn mạnh của thị trường xuất khẩu, RAL đã đạt được tốc độ tăng trưởng ấn tượng, trung bình khoảng 33.5% trong 2 năm liên tiếp 2006 và 2007. Xét về con số tuyệt đối, doanh thu 837.4 tỷ đồng của năm 2008 đã tăng gần gấp 2.2 lần so với mức 372.4 tỷ của năm 2004, thời điểm công ty bắt đầu cổ phần hóa.

Đối mặt với cuộc khủng hoảng toàn cầu, những nỗ lực của RAL trong năm 2008 chỉ mang lại một sự tăng trưởng 6.4% về doanh thu trước khi giảm xuống 2.8% trong Q1 09.

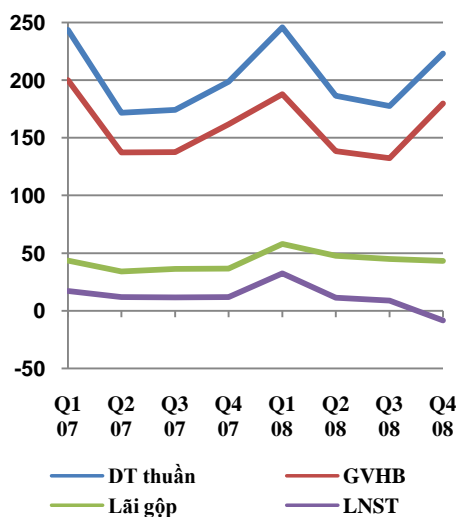
Bảng 2 – Tăng trưởng doanh thu

Đơn vị: tỷ VND

Năm	2006	2007	2008	Q1 09
Doanh thu	576.4	787	837.4	252.7
Tăng trưởng (%)	30.6%	36.5%	6.4%	2.8%

Nguồn: BCTC RAL 2006 – Q1 09

Đồ thị 2 – Tính chất mùa vụ



Nguồn: RAL

Tính chất mùa vụ

Do tính chất 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 xuất phát từ nhu cầu trang trí lại nhà cửa nhà cửa vào dịp Tết, thay phích nước trong mùa đông lạnh hoặc nhu cầu thấp sáng giữ nhiệt cho các loại cây trồng và vật nuôi đặc chủng.

Theo quan sát của chúng tôi trong 5 năm gần đây, doanh thu trung bình quý 1 cao nhất, dao động trong khoảng 75 – 81 tỷ/tháng, quý 2 khoảng 60 – 62 tỷ, quý 3 khoảng 55 – 60 tỷ và quý 4 khoảng 66 – 72 tỷ đồng.

Doanh thu và giá vốn hàng bán của RAL thường có diễn biến tương đối tương đồng tuy nhiên lãi gộp và lãi ròng đã bắt đầu có sự phân kỳ tương đối rõ nét trong quý 4 năm 2008. Nguyên nhân của sự phân kỳ này có thể do diễn biến bất thường của các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp.

Chính sách bán hàng & Doanh thu

Chúng tôi nhận thấy có vẻ như những con số về doanh thu chưa thật sự phản ánh hết những khó khăn mà doanh nghiệp này gặp phải. Vấn đề mấu chốt nằm trong chính sách bán hàng của công ty. RAL rất có thể đã phải đối mặt với việc không tăng trưởng hoặc tăng trưởng âm nếu công ty không tăng giá bán hàng trong nửa đầu năm 2008 và vẫn giữ nguyên mức giá này cho đến hết năm. Việc không hạ giá sản phẩm khi lạm phát đã giảm nhiệt khiến các sản phẩm của công ty đắt một cách tương đối so với mặt bằng chung và vì vậy để giữ chân khách hàng, RAL buộc phải tăng chi phí bán hàng như khuyến mại, hỗ trợ chi phí vận chuyển cho đại lý.

Bức tranh sẽ còn xấu hơn rất nhiều nếu RAL từ bỏ chính sách bán hàng không hạ giá. Tuy nhiên, nhiều khả năng RAL sẽ không hạ giá sản phẩm do ba nguyên nhân chính. Thứ nhất, RAL muốn chiều lòng hệ thống đại lý - những người luôn cho rằng hạ giá sản phẩm sẽ khó bán hàng hơn do khách hàng có tâm lý chờ đợi giá giảm hơn nữa mới mua. Thứ hai, bản thân RAL cũng không muốn hạ giá vì động thái này có thể làm doanh thu giảm xuống khiến thành tích duy trì doanh thu năm sau cao hơn năm trước từ năm 1990 đến nay bị đe dọa.

Cuối cùng, nhưng cũng quan trọng nhất, nếu RAL hạ giá sản phẩm thì nhiều khả năng việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho là điều không tránh khỏi. Trong nửa đầu năm 2008, RAL đã gia tăng lượng vật tư tích trữ nhằm tạo tính chủ động trước lạm phát. Tuy nhiên, nửa cuối của năm đã chứng kiến sự sụt giảm nhanh chóng của các loại vật tư này. Do vậy, nếu giảm giá bán sản phẩm, rất có thể RAL cũng sẽ phải trích lập một khoản tiền không nhỏ cho hàng tồn kho, làm ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận. Khoản trích lập 15.8 tỷ trong báo cáo tài chính chưa kiểm toán của Q4 08 là một ví dụ cho thấy trích lập giảm giá hàng tồn kho có tác động trực tiếp tới lợi nhuận lớn như thế nào. Chừng nào giá bán sản phẩm đầu ra của RAL không bị giảm thì theo Thông tư số 13/2006/TT-BTC ngày 27/02/2006 của Bộ Tài Chính về việc hướng dẫn trích lập các khoản dự phòng, RAL vẫn chưa phải trích lập khoản này.

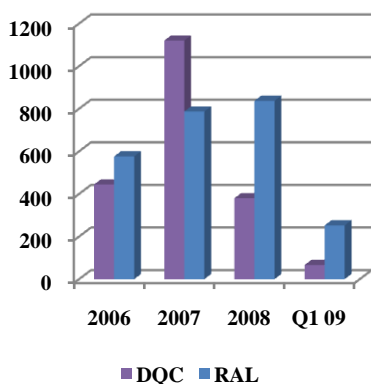
“Trường hợp nguyên vật liệu có giá trị thuần có thể thực hiện được thấp hơn so với giá gốc nhưng giá bán sản phẩm dịch vụ được sản xuất từ nguyên vật liệu này không bị giảm giá thì không được trích lập dự phòng giảm giá nguyên vật liệu tồn kho đó”

Nguồn: Khoản 1, Điều 1, Thông tư số 13/2006/TT-BTC ngày 27/02/2006 về việc hướng dẫn trích lập các khoản dự phòng

Doanh thu RAL & DQC

So sánh với DQC, doanh thu của RAL kém hơn so với DQC về tính đột biến, về quy mô trong năm 2006 và 2007 nhưng lại có vẻ ổn định hơn trong thời gian gần đây.

Đồ thị 3 – Doanh thu RAL & DQC



Nguồn: BCTC RAL & DQC 2006 – Q1 09

Bảng 3 – Doanh thu RAL & DQC

Đơn vị: tỷ VND

Năm	RAL				DQC			
	2006	2007	2008	Q1 09	2006	2007	2008	Q1 09
Doanh thu	576.4	787	837.4	252.7	444.5	1120.2	380	66.4
Tăng trưởng (%)	30.6%	36.5%	6.4%	2.8%	NA	152.0%	-66.1%	-46.6%

Nguồn: BCTC RAL & DQC 2006 – Q1 09

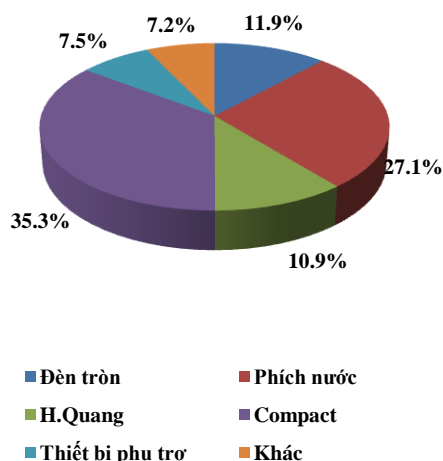
Nguyên nhân của sự khác biệt này là chiến lược thị trường và cơ cấu sản phẩm của 2 công ty.

Về chiến lược thị trường, DQC trẻ hơn nên có vẻ mang tính hướng ngoại nhiều hơn và hoạch định cho mình chiến lược hướng về xuất khẩu 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 được doanh thu 1,120 tỷ trong khi RAL chỉ là 787 tỷ. Xuất khẩu mang lại cơ hội phát triển nhanh về quy mô và chất lượng sản phẩm nhưng nó cũng tiềm ẩn rủi ro là sự lệ thuộc vào khách hàng nước ngoài.

Ngược lại, RAL lại định hướng tập trung vào thị trường nội địa và xác định xuất khẩu chỉ nên chiếm khoảng 15 -20% doanh thu. Trong trường hợp xấu nhất là thị trường xuất khẩu sụp đổ, RAL ít bị ảnh hưởng hơn. Do vậy, doanh thu của RAL phát triển chậm hơn nhưng chắc chắn hơn. Không có được tốc độ tăng trưởng lên tới 152% trong năm 2007 như DQC nhưng RAL cũng không phải gánh chịu tốc độ tăng trưởng âm lên tới 50 – 60% trong thời gian gần đây.

Về cơ cấu sản phẩm, RAL và DQC đang sản xuất các loại bóng đèn tương tự như nhau. Tuy nhiên, ngoài mặt hàng chính là đèn chiếu sáng các loại, RAL còn có một mặt hàng chiến lược 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 không còn, chỉ riêng dòng hàng phích nước đã mang lại cho RAL doanh thu 227 tỷ đồng, bằng 60%

Đồ thị 4 - Cơ cấu doanh thu 2008



Nguồn: RAL

so với doanh thu 380 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

Doanh thu của công ty đến từ việc sản xuất 3 nhóm sản phẩm chính là phích nước, đèn các loại và các thiết bị phụ trợ. Chúng tôi nhận thấy sự chuyển dịch mạnh mẽ trong cơ cấu doanh thu của công ty từ việc tập trung chủ yếu vào phích nước và đèn huỳnh quang trong năm 2005 sang đèn compact trong năm 2008.

Bảng 4 – Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2005 – 2008

Đơn vị: '000 VND

Doanh thu	2005	2007	2008
Đèn tròn	74,077,000	72,165,033	99,557,999
Phích nước	146,783,000	190,654,580	227,294,445
H.Quang	114,865,000	107,433,518	91,483,381
Compact	34,636,000	329,367,497	295,675,422
Thiết bị phụ trợ	NA	58,832,321	63,194,985
Khác	70,855,767	28,586,820	60,238,762
Tổng	441,216,767	787,039,769	837,444,994

Nguồn: RAL

Phích nước nóng – tỷ trọng 27.1%: 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 trong giai đoạn 2005 – 2008. Doanh thu tiêu thụ tăng tương ứng từ 146.7 tỷ lên 227 tỷ đồng. Với sự tăng trưởng mạnh mẽ của đèn compact, vị thế của phích nước đã biến động rất mạnh: dẫn đầu về tỷ trọng doanh thu (33.3%) trong năm 2005, sụt giảm mạnh xuống 24% năm 2007 và hồi phục nhẹ về 27.1% năm 2008.

Chúng tôi đánh giá cao những con số này bởi sự tăng trưởng trên hầu như đến từ thị trường trong nước bởi vì toàn bộ số tiền 135 tỷ xuất sang Cuba đều là tiền hàng của bóng đèn huỳnh quang và đèn compact. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý là đầu năm 2008, miền Bắc (thị trường chiến lược của RAL) đã có một mùa đông dài và lạnh khiến doanh thu tiêu thụ phích nước nóng được thuận lợi.

Mặc dù đã nhường lại ngôi đầu về tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu cho đèn compact, dòng sản phẩm phích nước vẫn được xem là một đối trọng chiến lược của các sản phẩm đèn chiếu sáng. Chúng tôi cho rằng, việc duy trì được doanh thu từ phích nước sẽ có tác dụng như một đệm giảm sốc làm phân tán rủi ro khi dòng sản phẩm đèn chiếu sáng gặp khó khăn trong tiêu thụ. Đây là một điểm mạnh của RAL mà các đối thủ còn lại trong ngành, những người chỉ sản xuất duy nhất dòng sản phẩm đèn chiếu sáng, không có được.

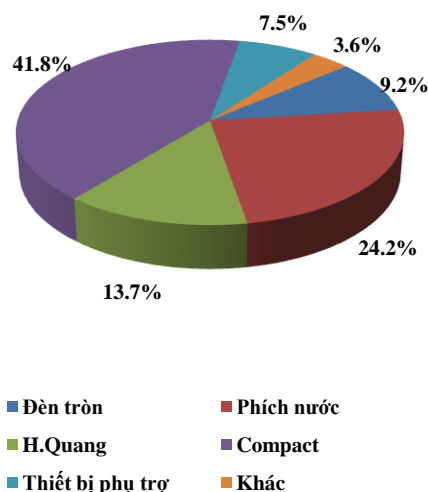
Hiện nay, RAL là đơn vị sản xuất phích nước quy mô lớn duy nhất tại Việt Nam. Một vài đơn vị sản xuất trong nước trước đây như Bình Tây có vẻ như không còn duy trì được chỗ đứng trên thị trường, nhường lại cuộc chơi cho RAL và các đối thủ Trung Quốc. Chúng tôi tin rằng, với thương hiệu xây dựng trong gần 50 năm qua, RAL có nhiều cơ hội để duy trì vị thế của mình đối với sản phẩm này. Tuy nhiên, trên con đường đến với mục tiêu đó, việc định vị phích nước Rạng Đông như một sản phẩm chất lượng cao đi kèm theo sự khác biệt hóa về mẫu mã là chiến lược Marketing nên được ưu tiên thực hiện.

Nhóm sản phẩm đèn chiếu sáng – tỷ trọng 58.1%: Nhóm sản phẩm đèn tròn, đèn huỳnh quang và đèn compact cùng nhau nắm giữ một tỷ lệ tương đối ổn định ở mức trên 50% doanh thu của RAL. Cụ thể, tỷ lệ này trong năm 2005 đạt 50.7% trước khi tăng vọt 14% lên 64.7% trong năm 2007 và giảm trở lại 58.1% năm 2008. Nguyên nhân chính là do hàng xuất khẩu sang Cuba trong năm 2007 lên tới 135 tỷ đồng dành riêng cho 2 sản phẩm đèn huỳnh quang và đèn compact. Năm 2008, đơn hàng bị hủy, doanh thu của 2 mặt hàng này giảm trở lại không còn tăng nóng như năm trước.

Đèn tròn – tỷ trọng 11.9%: Chúng tôi và cả doanh nghiệp đều bất ngờ trước tốc độ tăng trưởng lên tới 38% của đèn tròn trong năm 2008 đạt mức xấp xỉ 100 tỷ đồng trong khi nhu cầu tiêu dùng sản phẩm này được dự báo giảm xuống. Trước xu thế tiết kiệm điện, công ty đã chủ trương cắt giảm sản lượng sản xuất và hướng tới duy trì ổn định ở mức 15 triệu bóng/năm, tức là chỉ còn 1/3 so với năng lực sản xuất thiết kế.

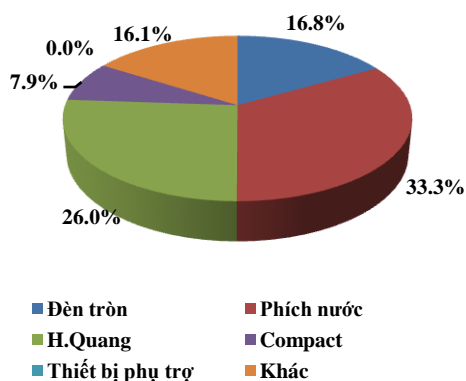
Các giả thuyết chính lý giải hiện tượng này là (1) các nhà sản xuất khác có vẻ như đã

Đồ thị 5 - Cơ cấu doanh thu 2007



Nguồn: RAL

Đồ thị 6 – Cơ cấu doanh thu 2005



Nguồn: RAL

Bảng 5 – Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm

Tăng trưởng DT	08/07	07/05
Đèn tròn	38.0%	-2.6%
Phích nước	19.2%	29.9%
H.Quang	-14.8%	-6.5%
Compact	-10.2%	850.9%
Thiết bị phụ trợ	7.4%	N/A

Nguồn: RAL

mạnh tay cắt giảm hoặc ngừng sản xuất loại sản phẩm tiêu thụ điện năng cao này khiến RAL và một vài nhà sản xuất khác được lợi và (2) mùa đông dài và lạnh làm tăng nhu cầu sử dụng đèn tròn trong nuôi trồng một số loại thủy hải sản và các loại cây trồng cần ánh sáng nhiệt lượng của bóng đèn tròn.

Chúng tôi cho rằng giả thuyết thứ nhất có vẻ hợp lý hơn. Rất có thể một hay nhiều nhà sản xuất trong số các tên tuổi như Phillips, Điện Quang và Đại Quang đã không còn mặn mà với sản phẩm này.

- **Đèn huỳnh quang – tỷ trọng 10.9%:** cạnh tranh gay gắt tại phân khúc này đã khiến tỷ trọng đèn huỳnh quang trong doanh thu và cả tốc độ tăng trưởng doanh thu của sản phẩm này liên tục sụt giảm. Ngay cả khi còn thị trường xuất khẩu, năm 2007 vẫn chứng kiến doanh thu tăng trưởng âm -6.5% so với 2005, và để hiểu khi không xuất được hàng nữa, tốc độ tăng trưởng âm còn lớn hơn trong năm 2008 lên tới -14.8%.

Hiện có khoảng 20 nhà sản xuất đang có sản phẩm huỳnh quang tại thị trường Việt Nam dưới các hình thức mở chi nhánh, đặt văn phòng đại diện hoặc trực tiếp xây dựng nhà máy như Phillips, GE, OSRAM, MEGAMAN, TOSHIBA, ĐẠI QUANG, ĐIỆN QUANG và các đối thủ cạnh tranh Trung Quốc.

Đối với thị trường xuất khẩu, các sản phẩm đèn huỳnh quang có xuất xứ từ Việt Nam đang phải đối mặt với những vụ kiện bán chống phá giá tại thị trường Ấn Độ, Ai Cập, EU. Thật không may, đây đều là những thị trường RAL đang thử tiếp cận.

- **Đèn compact – tỷ trọng 35.3%:** đây là sản phẩm chiến lược tập trung những nỗ lực mạnh nhất của RAL. Với ưu điểm vượt trội là tiết kiệm điện lại có hiệu suất ánh sáng gấp 5 lần và tuổi thọ gấp 5 – 10 bóng đèn tròn, đèn compact là sản phẩm chiến lược hàng đầu mà RAL nghiên cứu từ năm 1999, chào bán các bộ sản phẩm hoàn thiện 3 năm sau đó.

Trong vòng 2 năm, từ 2005 đến 2007, doanh thu từ sản phẩm này tăng cực kỳ mạnh mẽ tới hơn 8.5 lần, từ mức 34.6 tỷ lên 329 tỷ khiến tỷ trọng đèn compact trong doanh thu vươn lên dẫn đầu sau khi tăng từ 7.9% lên gần 42%. Năm 2008, do hủy việc xuất hàng cho Consumimport của Cuba, lần đầu tiên doanh thu sản phẩm này sụt giảm 10.2% xuống còn hơn 295 tỷ đồng. Tuy nhiên, compact vẫn đứng đầu trong cơ cấu doanh thu của RAL với tỷ trọng 35.3%.

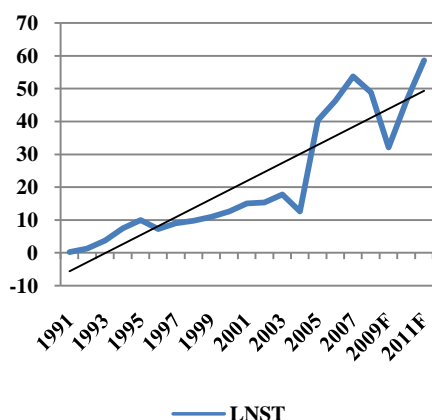
Đèn compact đang đứng trước một cơ hội lớn khi xu thế tiết kiệm điện đã được cụ thể hóa bằng chương trình quốc gia về tiết kiệm năng lượng. Trong 3 năm 2005 – 2008, chương trình này đã sử dụng 23 triệu sản phẩm đèn compact, nhu cầu còn lại vẫn còn rất lớn.

Nhóm thiết bị phụ trợ – tỷ trọng 7.5%: 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.

Để đẩy mạnh doanh thu từ mảng này, chúng tôi cho rằng ngoài việc bán hàng qua đại lý như hiện nay, công ty cần đẩy mạnh sự tham gia trong chương trình Chiếu sáng học đường cũng như tiếp cận các khách hàng tổ chức như cơ quan, văn phòng, khu công nghiệp. Một lần nữa, vấn đề chiến lược Marketing nói chung, phân khúc thị trường và thiết lập kênh phân phối của RAL nói riêng còn nhiều khoảng cách để cải thiện.

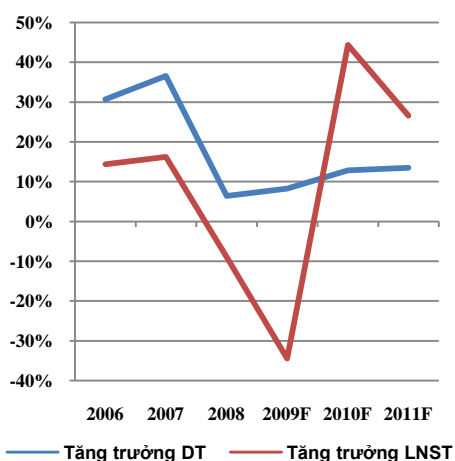
Tóm lại, chúng tôi thích cơ cấu doanh thu của công ty vì hầu hết các sản phẩm chính đều thuộc hoạt động kinh doanh cốt lõi, đều có chung nguồn nguyên vật liệu gốc là thủy tinh. Trong cơ cấu đó, sản phẩm phích nước là một phần quan trọng giúp RAL giữ được cân bằng và ổn định, tạo điều kiện cho doanh nghiệp phát triển đèn compact, sản phẩm mũi nhọn trong việc tìm kiếm doanh thu và lợi nhuận. Vấn đề còn lại là công ty cần khác biệt hóa sản phẩm mạnh hơn nữa nhằm định vị thương hiệu Rạng Đông vững chắc hơn.

Đồ thị 7 – Lợi nhuận sau thuế 1991 - 2011



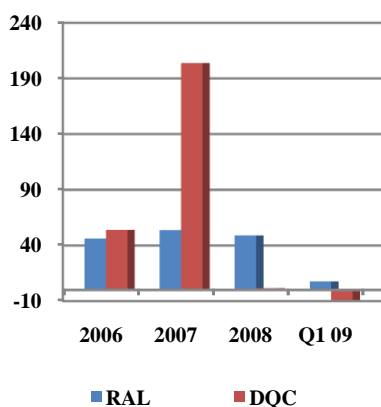
Nguồn: RAL & TSC dự báo theo kịch bản cơ sở

Đồ thị 8 – Tăng trưởng doanh thu & LNST



Nguồn: BCTC RAL & TSC dự báo kịch bản cơ sở

Đồ thị 9 – Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế



Nguồn: BCTC RAL & DQC 2006 – Q1 09

Bức tranh lợi nhuận

Xu hướng

Nhìn lại bức tranh lợi nhuận, chúng tôi nhận thấy xu hướng đi lên trong dài hạn đối với lợi nhuận ròng của doanh nghiệp, đặc biệt là sự đột phá mạnh mẽ của lợi nhuận từ năm 2005 trở đi.

Đồ thị bên cho thấy hai cú sốc về thu nhập. Cú sốc đầu tiên bắt xảy ra vào những năm 1990 – 1992 khi công ty chuyển từ mức lỗ -0.016 tỷ năm 1990 sang có lãi 0.222 tỷ và 1.2 tỷ vào các năm 1991 và 1992. Mặc dù tốc độ tăng trưởng rất lớn song con số tuyệt đối lại nhỏ không đáng kể.

Cú sốc thật sự về thu nhập chỉ xảy ra sau khi công ty cổ phần hóa vào năm 2004. Lợi nhuận ròng tăng vọt 3.2 lần từ 12.59 tỷ năm 2004 lên 40.4 tỷ năm 2005. Tốc độ tăng trưởng 14 – 16% trong các năm tiếp theo đã giữ lợi nhuận ròng ở “mặt bằng” trên 40 tỷ suốt từ đó đến nay và đạt đỉnh cao hơn 53.7 tỷ vào năm 2007.

Tuy nhiên, đà tăng của lợi nhuận đã bị chặn lại trong năm 2008 khi nền kinh tế Việt Nam biến động dữ dội trước lạm phát và lo ngại về thiếu phát. Lợi nhuận ròng giảm 8.9% so với năm 2007 trước khi lao dốc 76.3% trong Q1 09 so với cùng kỳ năm trước.

Bảng 6 – Tăng trưởng lợi nhuận

Đơn vị: tỷ VNĐ

Năm	2006	2007	2008	Q1 09
Lợi nhuận ròng	46.2	53.7	48.9	7.7
Tăng trưởng (%)	14.4%	16.2%	-8.9%	-76.3%

Nguồn: BCTC RAL 2005 – Q1 09

Mối quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu

Rất tiếc, chúng tôi nhận thấy sự phân kỳ giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Mặc dù doanh thu thuần vẫn tăng trưởng ở mức 6.4% và 2.8% trong năm 2008 và Q1 09 nhưng lợi nhuận ròng lại giảm tương ứng âm 8.9% và âm 76.3%. Điều này cho thấy, những nỗ lực nhằm tăng doanh thu đã không chuyển thành hiệu quả thật sự cho doanh nghiệp dưới dạng lợi nhuận ròng.

Mối quan hệ ngược chiều giữa tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận làm chúng tôi liên tưởng tới 2 khả năng, hoặc là (i) doanh thu đã tăng trưởng mạnh hơn khả năng thật sự của doanh nghiệp hoặc là (ii) các yếu tố chi phí trung gian đã vượt ra khỏi sự kiểm soát của công ty khiến thành quả từ việc gia tăng sản lượng tiêu thụ đã bị xóa bỏ hoàn toàn.

Như chúng tôi đã đề cập trong phần phân tích về doanh thu, việc công ty áp dụng chính sách bán hàng không giảm giá có vẻ như đã vô tình để doanh thu ở mức cao hơn một cách tương đối nếu so với các đối thủ khác. Để xác định khả năng thứ hai, chúng tôi sẽ lần ngược trở lại để xem các yếu tố chi phí cụ thể nào đã tăng đột biến trong năm 2008 và Q1 08, gây ra sự sụt giảm mạnh của lợi nhuận ròng nói riêng và hiệu quả hoạt động của công ty nói chung. Chúng tôi sẽ thảo luận điều này trong phần chi phí tại trang sau.

Lợi nhuận RAL & DQC

Tương tự như doanh thu, lợi nhuận sau thuế của DQC vượt trội so với RAL về mức độ biến động. Năm 2007, DQC chứng kiến lợi nhuận của mình tăng thêm 277% từ mức 54 tỷ đồng của năm 2006 lên mức 203.8 tỷ đồng. Hai nguyên nhân chính dẫn tới sự nhảy vọt này là thị trường xuất khẩu và đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, sang năm 2008 khi thị trường xuất sang Cuba đổ vỡ và lãi suất tăng mạnh khiến cho lợi nhuận của DQC chỉ còn 1.6 tỷ đồng, giảm tới 99.2% so với năm trước.

Bảng 7 – Lợi nhuận ròng RAL & DQC

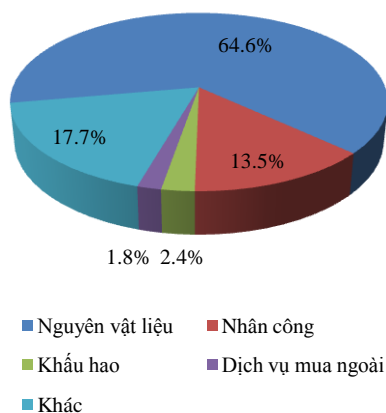
Đơn vị: tỷ VNĐ

Năm	RAL				DQC			
	2006	2007	2008	Q1 09	2006	2007	2008	Q1 09
Lợi nhuận ròng	46.2	53.7	48.9	7.7	54	203.8	1.6	-8.9
Tăng trưởng (%)	14.4%	16.2%	-8.9%	-76.3%	1321%	277.4%	-99.2%	-133.1%

Nguồn: BCTC RAL & DQC 2006 – Q1 09

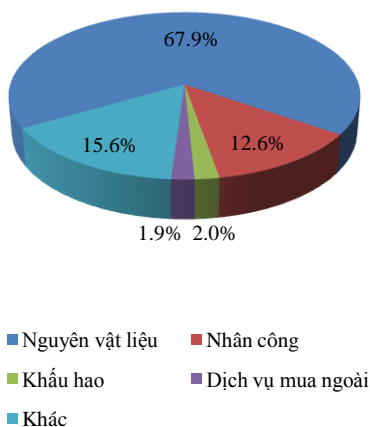
Tại Rạng Đông, ban lãnh đạo đều là những chuyên gia có tới 30 – 45 năm gắn bó với doanh nghiệp, do vậy kinh nghiệm và sự am hiểu về thị trường, về ngành hàng của những chuyên gia này góp phần mang lại lợi nhuận sau thuế ở mức ổn định từ 46 đến 53 tỷ trong 3 năm qua. Sự sụp đổ của thị trường Cuba không ảnh hưởng nhiều tới RAL (lợi nhuận ròng chỉ giảm 8.9%) do phần lớn hàng của công ty được tiêu thụ nội địa và cơ cấu doanh thu đa dạng hơn với sự xuất hiện của mặt hàng phích nước.

Đồ thị 10 - Cơ cấu CP SX 2008



Nguồn: BCTC RAL 2008

Đồ thị 11 - Cơ cấu CPSX 2007



Các yếu tố chi phí

Cảm nhận chung của chúng tôi là công ty đã có những nỗ lực lớn và đã tương đối thành công trong việc khống chế các yếu tố chi phí mà công ty có thể kiểm soát được như chi phí sản xuất, chi phí nguyên vật liệu. Tuy nhiên, một phần lớn các chi phí còn lại chịu tác động trực tiếp của nền kinh tế (chi phí lãi vay, chênh lệch tỷ giá) hoặc chịu tác động của môi trường cạnh tranh (chi phí bán hàng, chi phí vận chuyển) vẫn đang diễn biến không như mong muốn của doanh nghiệp. Đây chính là nguyên nhân của hiện tượng mặc dù giá vốn hàng bán giảm mạnh dẫn tới lợi nhuận gộp tăng mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế, đích đến cuối cùng, không tăng.

Chi phí sản xuất

Nguyên vật liệu

Các nguyên liệu chính phục vụ quá trình sản xuất của công ty là thủy tinh, cát thạch anh SiO_2 , gas, dầu FO, nhựa, thép, hóa chất, dây tóc bóng đèn Wolfram. Một phần không nhỏ các nguyên liệu này được nhập khẩu từ nước ngoài, do vậy giá cả nguyên vật liệu sản xuất của công ty biến động theo giá thế giới.

Trong cơ cấu chi phí sản xuất của doanh nghiệp năm 2008, chi phí nguyên vật liệu vẫn là bộ phận lớn nhất, chiếm 64.6%. Tuy nhiên, nếu so với năm 2007, tỷ trọng của chi phí này đã giảm nhẹ từ mức 67.9% xuống còn 64.6%. Trong năm 2008, công ty đã có những nỗ lực trong việc kiểm soát chi phí nguyên liệu, yếu tố quan trọng nhất của chi phí sản xuất.

Trước hết, sự đi vào hoạt động của các thiết bị mới tại nhà máy 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 đã giảm đáng kể, từ mức 335đ/vỏ bóng hiện chỉ còn 180đ/vỏ bóng. Điều này càng ý nghĩa hơn khi giá dầu đã có thời điểm đạt 147 USD/thùng.

Hơn nữa, trong cơn bão giá năm 2008, công ty vẫn thực hiện chính sách ứng trước tiền hàng cho nhà cung ứng vật tư để bình ổn giá nguyên liệu đầu vào. Năm 2007, số tiền ứng trước là 38.8 tỷ và năm 2008 số tiền này giảm xuống còn hơn 26 tỷ đồng. Do vậy, chi phí nguyên vật liệu được giữ ở mức ổn định hơn.

Cuối cùng, tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu giảm đi một cách tương đối do sự tăng mạnh hơn của các yếu tố chi phí khác như nhân công, khấu hao và dịch vụ mua ngoài.

Chi phí nhân công

Năm 2008, tỷ trọng chi phí nhân tăng nhẹ từ mức 12.6% của năm 2007 lên 13.5%. Nguyên nhân chủ yếu là do trong năm 2008, công ty đã thực hiện chính sách của Bộ Lao Động Thương Binh và Xã Hội trong việc tăng lương tối thiểu cho hơn 2,000 CBCNV đang làm việc tại 2 nhà máy Hạ Đình và Quế Võ. Theo ước tính, việc tăng lương tối thiểu đã làm chi phí nhân công tăng thêm khoảng 6.75 tỷ đồng.

Chi phí khấu hao

Cũng giống như nhiều doanh nghiệp Việt Nam khác, hiện công ty đang áp dụng phương thức khấu hao theo đường thẳng. Tuy nhiên, cần nhấn mạnh rằng, mặc dù khung thời gian khấu hao theo quy định của Bộ Tài Chính, công ty đang áp dụng thời gian khấu hao rất ngắn, thường ở gần mức tối thiểu của khung. Điều này đồng nghĩa với việc chất lượng lợi nhuận của công ty tương đối tốt vì chi phí khấu hao cao phản ánh tương đối sát hao mòn của các tài sản tham gia vào quá trình sản xuất.

Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng 2.4% trong chi phí sản xuất năm 2008, tăng nhẹ so với tỷ trọng 2% của năm trước. Việc kết chuyển các khoản mục xây dựng cơ bản dở dang sang tài sản cố định hữu hình làm chi phí khấu hao tăng thêm 5 tỷ lên mức 20.5 tỷ so với mức 15.2 tỷ của năm 2007. Do các kế hoạch đầu tư lớn trong tương lai của RAL không còn nhiều, chúng tôi tin rằng, chi phí khấu hao sẽ dao động trong khoảng từ 23 – 27 tỷ/năm trong vòng 3 năm tới.

Bảng 8 – Thời gian khấu hao

Tài sản	Quy định	Thực tế
Nhà Xưởng	20 - 25	20 - 25
Nhà làm việc	6 - 25	10
Máy móc thiết bị	6 - 8	6
Phương tiện vận tải	6 - 10	6
Thiết bị, dụng cụ QL	5 - 10	5 - 6

Nguồn: BCTC RAL 2008 & QĐ 206/2003/QĐ-CDC ngày 12/12/2003

Giá vốn hàng bán

Trong phần này, chúng tôi so sánh các chỉ tiêu với doanh thu. Nhờ có những biện pháp quản lý chi phí sản xuất đề cập ở phần trên, giá vốn hàng bán của RAL trong năm 2008 đã giảm rõ rệt từ mức 80.4% năm 2007 xuống còn 74.6% năm 2008. Chính vì vậy, lãi gộp được cải thiện tương ứng từ mức gần 20% lên 25.4%.

Bảng 10 – Giá vốn hàng bán trên doanh thu

Năm	2005	2006	2007	2008	Q1 09
Doanh thu thuần	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Giá vốn hàng bán	77.82%	79.34%	80.41%	74.57%	77.92%
Lãi gộp	22.18%	20.66%	19.59%	25.43%	22.08%

Nguồn: RAL

Bảng 9 - Các khoản vay của RAL 2008

Khoản vay (tỷ VND)	2,008
Dài hạn	44.15
Ngân hàng	35.62
CBCNV	8.01
Khác	0.52
Ngắn hạn	365.17
Ngoại tệ quy đổi	133.08
Ngân hàng	124.90
CBCNV	107.19
Tổng	409.32

Nguồn: BCTC RAL 2008

Việc giá nguyên liệu trên thị trường thế giới giảm đáng kể so với năm 2008 sẽ giúp RAL duy trì giá vốn hàng bán ở mức thấp. Tuy nhiên, nhiều khả năng giá vốn hàng bán sẽ tăng nhẹ so với năm 2008 do một phần vật tư mua lúc giá cao được đưa vào sản xuất.

Như vậy, tính đến thời điểm này, các yếu tố chi phí mà RAL có thể tác động lên thì đều được kiểm soát khá tốt. Vậy tại sao giá vốn hàng bán thấp hơn, lãi gộp cao hơn nhưng lợi nhuận sau thuế lại thấp hơn năm 2007? Cần lưu ý rằng năm 2008 công ty không có những khoản chi phí bất thường và không phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp. Do vậy, câu trả lời chỉ có thể là sự gia tăng của các chi phí trung gian như chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí tài chính và chi phí bán hàng.

Chi phí tài chính

Nếu như chi phí tài chính trong năm 2007 chỉ có 29.7 tỷ trong năm 2008, chi phí này đã tăng rất mạnh, lên mức 55.5 tỷ đồng. Đây là yếu tố lớn thứ hai tác động đến sự sụt giảm lợi nhuận sau thuế của công ty trong năm qua. Nguyên nhân chính dẫn tới sự gia tăng tới 87% về chi phí tài chính là do sự biến động rất lớn của lãi suất mà RAL đi vay và những căng thẳng trên thị trường ngoại tệ dẫn tới chi phí do chênh lệch tỷ giá lớn.

Chi phí lãi vay

Nhìn bề ngoài, RAL có một cơ cấu vốn tự có và vốn vay tương đối cân bằng theo tỷ lệ 46.6% và 53.4%. Tuy nhiên, vốn vay dài hạn chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ 4.9% còn lại 48.5% là vốn vay ngắn hạn. Điều này hàm ý rằng, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty chưa tạo ra dòng tiền đủ lớn để có thể trang trải nhu cầu vốn lưu động nên công ty bắt buộc phải sử dụng vốn vay nhằm bù đắp sự thiếu hụt này. Chúng tôi sẽ nhìn nhận vấn đề này kỹ hơn tại phần hàng tồn kho & các khoản phải thu ở bên dưới.

Trong năm, tổng giá trị các khoản vay của RAL tăng thêm khoảng 46 tỷ đồng, từ mức 363 tỷ năm 2007 lên 409.3 tỷ. Tuy nhiên, mặc dù biến động về lãi suất rất mạnh, công ty vẫn phải vay ngắn hạn bổ sung cho vốn lưu động. Do vậy, tổng lãi vay công ty phải trả trong năm tăng đột biến lên mức 41.9 tỷ đồng, tăng 12.4 tỷ so với mức 29.5 tỷ của năm 2007. Đây là một trong những nguyên nhân chính khiến lợi nhuận của công ty trong năm 2008 bị ảnh hưởng mạnh. Cùng với việc áp dụng chính sách kích cầu và nới lỏng tiền tệ, chúng tôi cho rằng, chi phí lãi vay năm 2009 sẽ giảm đáng kể so với năm 2008. Cụ thể mức giảm này bao nhiêu, xin vui lòng tham khảo 3 kịch bản mà chúng tôi mô tả trong phần định giá ở phía cuối báo cáo này.

Chi phí tỷ giá

Trong năm 2008, công ty phải vay ngoại tệ của các ngân hàng lớn như HSBC, BIDV, Vietcombank để tài trợ cho hoạt động nhập khẩu nguyên vật liệu, thiết bị sản xuất. Với tổng số vốn vay ngoại tệ lên tới 9.94 triệu USD, chi phí tài chính do chênh lệch tỷ giá năm 2008 lên tới 13.6 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng, chi phí do chênh lệch tỷ giá trong năm 2009 sẽ còn tiếp tục căng thẳng. Tuy nhiên, do công tác mua sắm thiết bị phục vụ đầu tư như lò thủy tinh không chỉ, đẩy chuyển 3U hầu như đã hoàn thành, có thể chi phí tỷ giá năm 2009 sẽ giảm nhẹ so với 2008.

Sự biến động mạnh của chi phí lãi vay là một trong những nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp không đạt kế hoạch.

Bảng 11 – Các khoản vay ngoại tệ của RAL trong năm 2008

	Triệu USD	Quy đổi Triệu VND
Dài hạn	2.10	35,622
Mua dây chuyền compact 3U	0.57	9,758
Mua dây chuyền thủy tinh không chì	1.52	25,863
Ngắn hạn	7.84	133,078
Trả tiền nhập khẩu vật tư, hàng hóa	6.28	106,652.51
Trả tiền nhập khẩu vật tư, hàng hóa	1.56	26,425
Tổng cộng	9.94	168,699

Nguồn: BCTC RAL 2008

Chi phí bán hàng

Cùng với chi phí tài chính, chi phí bán hàng là yếu tố lớn nhất tác động tới lợi nhuận sau thuế của RAL. Cụ thể, trong năm 2008, chi phí này đã tăng thêm khoảng 30 tỷ lên mức 83.5 tỷ đồng, tăng 64% so với mức 50.9 tỷ của năm 2007. Chúng tôi không ngạc nhiên về việc tăng chi phí bán hàng này.

Tiếp xúc với doanh nghiệp, chúng tôi nhận được câu trả lời cho những thay đổi trên là do chi phí vận chuyển tăng, chi phí khuyến mại tăng do cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng, những nguyên nhân trên là đúng tuy nhiên chưa phải là gốc rễ của vấn đề.

Nhiều khả năng, nguyên nhân thật sự nằm trong chính sách bán hàng không hạ giá của RAL. Chi tiết xin mời quý vị tham khảo những phân tích của chúng tôi trong phần “Chính sách bán hàng & Doanh thu” tại trang 4 của báo cáo này. Có vẻ như, chừng nào công ty còn muốn giữ nguyên giá bán, không hạ giá như các đối thủ khác, chừng đó chi phí bán hàng (mà cụ thể là chi phí khuyến mại, chi phí hỗ trợ vận chuyển cho các đại lý) còn tiếp tục tăng. Trong năm 2009, rất có thể chi phí này sẽ tiếp tục dao động ở mặt bằng trên 80 tỷ nếu chính sách bán hàng không thay đổi.

Chi phí quản lý doanh nghiệp

Đây là phần chi phí có khá nhiều tranh luận do sự không thống nhất giữa báo cáo quý 4, báo cáo kiểm toán và công văn xin điều chỉnh của doanh nghiệp. Nếu theo báo cáo kiểm toán, chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2008 tăng gấp đôi năm 2007 (44.8 tỷ so với 22.7 tỷ). Tuy nhiên, trong công văn xin điều chỉnh lại của RAL, con số này chỉ là hơn 29 tỷ đồng, tăng khoảng 27% so với năm trước.

Chúng tôi cho rằng, công văn xin điều chỉnh của RAL là hợp lý. Theo Thông tư hướng dẫn số 13/2006/TT - BTC ngày 27/02/2006 của Bộ Tài Chính, việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho khoảng 15.8 tỷ của công ty phải được tính vào giá vốn hàng bán phát sinh trong kỳ. Báo cáo kiểm toán đã hạch toán khoản này “nhầm” vào chi phí quản lý là không hợp lý, khiến chi phí quản lý doanh nghiệp bị đội lên rất nhiều. Hơn nữa, sau khi việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho không được đơn vị kiểm toán chấp thuận, khoản 15 tỷ này vẫn chưa được gỡ khỏi chi phí quản lý doanh nghiệp.

Chi phí quản lý trong năm tăng lên chủ yếu là do các chi phí có liên quan đến nhà máy 2 tại Bắc Ninh, các chi phí tường rào bảo vệ, đưa đón chuyên gia từ Hà Nội sang Bắc Ninh để nghiên cứu giải pháp thay cho việc mua Know-how của lò thủy tinh không chì, chi phí nhân công tăng lên....đã làm chi phí quản lý doanh nghiệp tăng tương ứng. Trong các năm tới, khi việc nghiên cứu know-how đã hoàn thành, nhân công đã hoạt động ổn định, chúng tôi cho rằng chi phí này sẽ giảm nhẹ về mức 20 – 25 tỷ hàng năm.

Chi phí bán hàng tăng mạnh trong năm do công ty không hạ giá bán sản phẩm như những đối thủ khác mà “bù đắp” cho người tiêu dùng bằng cách tăng khuyến mại, hỗ trợ chi phí vận chuyển cho đại lý.

Sau khi nhà máy Bắc Ninh hoạt động ổn định, chi phí quản lý có thể giảm nhẹ do không còn các khoản chi liên quan đến chi phí chuyên gia, tuyển dụng và đào tạo nhân công mới.

Sức khỏe doanh nghiệp

Một trong những vấn đề khiến chúng tôi quan ngại nhất khi nghiên cứu RAL là tính thanh khoản của doanh nghiệp, mà cụ thể là việc dòng tiền bị giữ trong các khoản mục thuộc tài sản ngắn hạn là hàng tồn kho và các khoản phải thu. Vì vậy, trong phần này, chúng tôi sẽ chỉ tập trung phân tích 2 yếu tố này.

Hàng tồn kho

Công ty đang áp dụng phương pháp Bình quân gia quyền trong việc xác định giá vốn hàng bán và hàng tồn kho, phương pháp được sử dụng rộng rãi nhất tại Việt Nam. Đây là một phương pháp tương đối “an toàn” do nó phản ánh giá vốn hàng bán tốt hơn phương pháp Nhập trước xuất trước (FIFO) song phản ánh hàng tồn kho không trung thực bằng. Ngược lại, so với Nhập sau xuất trước (LIFO), hàng tồn kho được phản ánh sát hơn nhưng giá vốn hàng bán lại không sát bằng.

Tuy nhiên, ngay cả với phương pháp “an toàn” như vậy, chúng tôi vẫn nhận thấy những dấu hiệu đáng chú ý liên quan đến khoản mục này. Tại thời điểm kết thúc năm 2008, khoản mục này tăng lên mức 444.4 tỷ đồng, tăng thêm 96% so với mức 226.2 tỷ của năm 2007. Điều này đồng nghĩa với việc gần một nửa (chính xác là 49.65%) tổng tài sản của RAL đang nằm trong kho dưới hình thức nguyên vật liệu tồn kho, hàng sản xuất ra nhưng chưa tiêu thụ được hoặc/và các loại chi phí sản xuất kinh doanh dở dang chưa được quyết toán.

Nhìn dưới góc độ con số tuyệt đối, trong năm 2008, khoảng 218.2 tỷ đồng đã bị giữ lại dưới hình thức hàng tồn kho. Điều này có thể giúp lý giải, vì sao các khoản vay ngắn hạn phục vụ cho vốn lưu động không thể giảm mạnh so với năm trước.

Nhìn chi tiết hơn, nguyên vật liệu và thành phẩm là 2 thành phần lớn nhất trong hàng tồn kho. Nếu như trong năm 2007, nguyên vật liệu và thành phẩm ở mức gần như nhau, 98 tỷ và 100 tỷ đồng, thì trong năm 2008 các con số này lần lượt là 188 và 231 tỷ đồng.

Đáng lo ngại hơn, đồ thị bên dưới cho chúng ta một cảm nhận buồn. Hàng tồn kho đã gia tăng rất mạnh mẽ vào các quý 2 và quý 3 của năm 2008 khi cơn bão giá hoành hoành mạnh nhất, mức độ tăng hàng tồn kho chỉ tạm ngừng vào quý 4 khi cơn bão giá đã lắng xuống và dần đi vào ổn định vào quý 1 2009. Nói khác đi, có vẻ như RAL đã tích lũy một lượng vật tư không nhỏ tại đỉnh điểm của bão giá. Tuy nhiên, do không có số liệu chi tiết về thành phần của hàng tồn kho trong từng quý, chúng tôi không thể khẳng định giả thiết này cũng như ước tính con số cụ thể về lượng nguyên liệu này.

Một nguyên nhân của hiện tượng khác khiến hàng tồn kho tăng mạnh là việc hủy đơn hàng của Cuba vào cuối năm 2007 đầu năm 2008 đã làm một lượng hàng 1.2 triệu bóng đèn thành phẩm tồn kho chưa tiêu thụ được. Do hiệu điện thế của Cuba là 150V, các sản phẩm này không thể tiêu thụ trong thị trường nội địa. Chính vì vậy, trong suốt năm 2008, không một bóng đèn 150V nào có thể bán được đã góp phần làm hàng tồn kho ở mức cao trong cả năm.

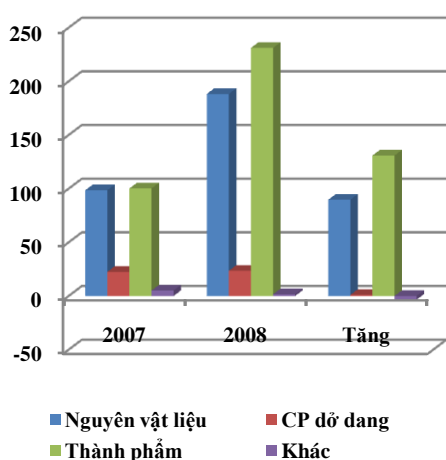
Tin tốt cho những người nắm giữ cổ phiếu RAL là hiện nay công ty đang theo đuổi một hy vọng về việc sẽ bán được một phần hoặc toàn bộ lô hàng trên cho Venezuela. Chúng tôi nghe nói rằng hiện PVOIL đã có một thỏa thuận trị giá 500 tr USD với Tập đoàn dầu khí quốc gia của Venezuela, trong đó 250 tr USD sẽ được trả bằng hàng sản xuất tại Việt Nam. Có vẻ như RAL sẽ là một trong những nhà cung cấp hàng cho thỏa thuận trị giá 250 tr USD này. Nếu những hy vọng này trở thành hiện thực, chúng ta có thể sẽ thấy hàng tồn kho của RAL giảm đi đáng kể trong các năm tới.

Khoản phải thu

Chúng tôi nhận thấy sự cải thiện rõ rệt trong việc thu hồi công nợ của RAL trong năm 2008. Cần phải nhấn mạnh rằng, đây là một việc làm không thể tránh nếu công ty muốn duy trì sự ổn định trong cơ cấu vốn lưu động của mình. Việc tồn đọng một lượng lớn vốn trong hàng tồn kho và các khoản phải thu sẽ làm tăng sức ép tới việc gia tăng các khoản vay ngắn hạn.

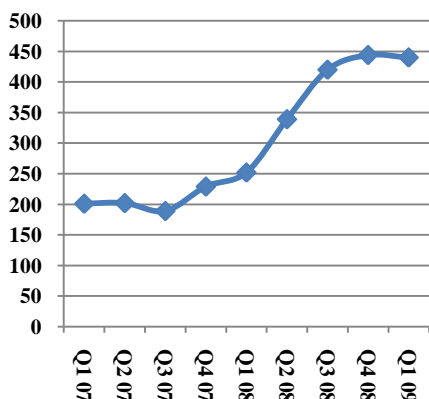
Nhìn bề ngoài, trong năm, RAL đã thành công trong việc giảm 24.9% khoản phải thu tương đương với khoảng 63 tỷ đồng, từ mức 251,1 tỷ xuống còn 188,5 tỷ.

Đồ thị 12 – Hàng Tồn Kho



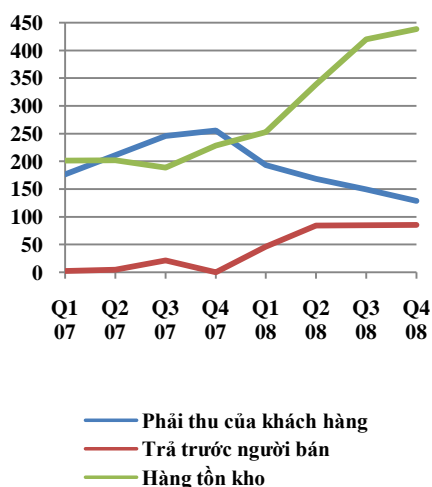
Nguồn: BCTC RAL 2008

Đồ thị 13 - Hàng tồn kho theo Quý



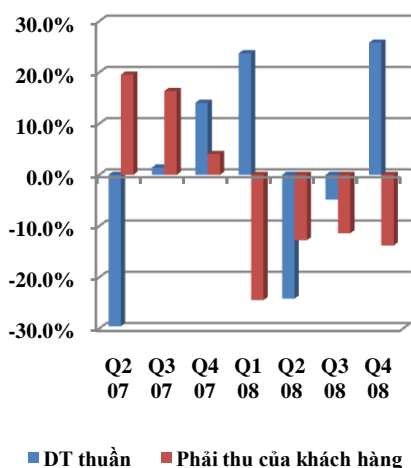
Nguồn: BCTC RAL Q1 07 – Q1 09

Đồ thị 14 – Các khoản phải thu theo quý



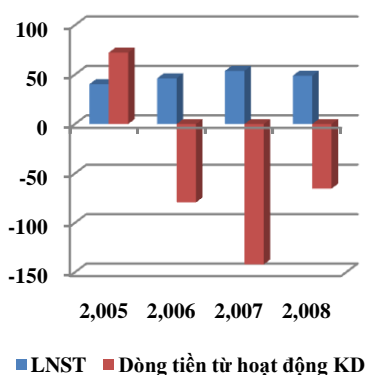
Nguồn: BCTC RAL Q1 07 – Q4 08

Đồ thị 15 – Doanh thu & khoản phải thu theo quý



Nguồn: BCTC RAL Q1 07 – Q4 08

Đồ thị 16 – Lợi nhuận ròng & CFO



Nguồn: BCTC RAL 2005 - 2008

Bảng 12 – Các khoản phải thu 2007 – 2008

Đơn vị: '000 VND

	2007	2008
Các khoản phải thu	251,146,195	188,538,952
Tăng trưởng		-24.9%
1. Phải thu của khách hàng	210,575,552	128,632,044
Tăng trưởng		-38.9%
Cuba	156,452,108	72,388,668
Trong nước	54,123,444	56,243,376
2. Trả trước cho người bán	38,848,674	58,184,939
Tăng trưởng		149.8%
Ký quỹ L/C lò thủy tinh không chì		32,000,000
Trả trước nhà cung cấp vật tư	38,848,674	26,184,939
3. Các khoản phải thu khác	1,721,968	1,721,968

Nguồn: BCTC RAL 2007, 2008

Bóc tách chi tiết hơn, chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu ngược chiều giữa phải thu khách hàng và trả trước cho người bán - 2 bộ phận chính của các khoản phải thu.

- Phải thu khách hàng giảm 38.9%** từ mức 210.5 tỷ xuống 128.6 tỷ chủ yếu là do đã đòi được khoảng 84 tỷ từ khách hàng Cuba. Tuy nhiên, vẫn còn 72.3 tỷ mà khách hàng này nợ quá hạn vẫn chưa thu hồi được. Đối với các khoản phải thu khách hàng trong nước, công ty không thay đổi nhiều chính sách bán hàng của mình trong năm do vậy khoản này chỉ tăng nhẹ từ 54.1 tỷ lên 56.2 tỷ.
- Trong khi phải thu khách hàng giảm thì trả trước cho người bán lại tăng gần 50%.** Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc này không đáng lo ngại vì phần lớn sự gia tăng này đến từ việc ký quỹ mở L/C để nhập lò thủy tinh không chì khoảng 32 tỷ.

Đối với các khoản trả trước cho người bán, tại thời điểm cuối năm 2008, do giá nguyên vật liệu đã giảm so với thời điểm Q2 & Q3 nên công ty không còn đẩy mạnh việc ứng tiền trước cho nhà cung cấp để ổn định giá vật tư mua vào. Do vậy, tiền trả trước cho nhà cung ứng vật tư giảm từ 38.8 tỷ xuống 26.1 tỷ.

Các khoản phải thu có thể sẽ tiếp tục giảm trong các năm tới nếu công ty không còn phải mở LC nhập thiết bị cho những dự án đầu tư lớn và thành công trong việc thu hồi công nợ từ Cuba.

Dòng tiền & Chất lượng lợi nhuận

Một trong những lo ngại lớn nhất của chúng tôi là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty đã liên tiếp sụt giảm xuống mức âm trong 3 năm gần đây trong khi lợi nhuận sau thuế vẫn dương.

Vì vậy, chúng tôi đã cố gắng tìm kiếm liệu có mối liên hệ nào giữa việc công ty cố gắng tăng doanh thu bằng mọi giá, bằng cách cho khách hàng nợ tràn lan và làm tăng khoản phải thu hay không. Rất may mắn, đồ thị phía trên bên trái cho thấy, không có sự tương quan nào giữa tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng khoản phải thu trong 2 năm gần đây.

Chưa thực sự yên tâm, chúng tôi quyết định tính toán chỉ số chất lượng lợi nhuận dựa trên dòng tiền dồn tích theo phương pháp mới nhất mà tổ chức CFA Institute giới thiệu. Chỉ số này càng nhỏ chứng tỏ doanh nghiệp càng ít có tiềm năng tham gia tác động vào số liệu về doanh thu lợi nhuận và vì thế chất lượng báo cáo tài chính sẽ đáng tin cậy hơn.

Kết quả tính toán cho thấy, chỉ số này tuy vẫn ở mức cao nhưng đã giảm từ mức 50.3% của năm 2007 xuống còn 34.4% năm 2008. Đây là một dấu hiệu cho thấy chất lượng lợi nhuận đã được cải thiện trong năm.

Bảng 13 – Chỉ số chất lượng lợi nhuận RAL

Đơn vị: '000 VND

Chỉ số chất lượng lợi nhuận RAL	2006	2007	2008
Tài sản hoạt động	406,064,829	632,475,674	845,447,821
Nợ hoạt động	49,495,742.87	49,701,750	68,658,024
Tài sản hoạt động ròng	356,569,086	582,773,924	776,789,797
Trung bình 2 năm liền kề		469,671,505	679,781,861
Dòng tiền dồn tích		236,446,205	234,269,970
Chỉ số		50.34%	34.46%

Nguồn: TSC tổng hợp

Các chỉ tiêu tài chính

Nhằm giúp người đọc có được cái nhìn sát thực nhất về sức khỏe của doanh nghiệp, chúng tôi đã tính toán lại các chỉ số quan trọng bao gồm nhóm các hệ số thanh khoản, hệ số hoạt động, hệ số đòn bẩy, hệ số sinh lời và mô hình Dupont 3 bước.

Hệ số thanh khoản

Là một thước đo về độ an toàn của doanh nghiệp trước những khoản nợ ngắn hạn – những khoản nợ gây cho công ty nhiều áp lực nhất, do vậy đây là nhóm hệ số cơ bản nhất mà các nhà đầu tư thường quan tâm mỗi khi ra quyết định đầu tư vào một doanh nghiệp. Hệ số này cho biết khả năng ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn bằng cách sử dụng các tài sản ngắn hạn của mỗi công ty ra sao.

Bảng 14 – Hệ số thanh khoản RAL & DQC 2006 - 2008

Hệ số thanh khoản	Đơn vị	2006		2007		2008	
		DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL
Thanh toán hiện thời	lần	1.05	1.47	1.59	1.81	1.93	1.59
Thanh toán nhanh	lần	0.75	0.67	1.28	1.19	1.44	0.56
Thanh khoản tiền mặt	lần	0.01	0.15	0.04	0.47	0.02	0.11

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC RAL, DQC 2006 - 2008

Đối với RAL, hệ số thanh toán hiện thời trong 3 năm gần đây ở mức rất tốt, luôn ở mức khoảng 1.5 lần trở lên. Điều này đồng nghĩa với việc nếu thanh lý toàn bộ tài sản ngắn hạn của RAL thì số tiền thu được đủ để trả khoản nợ ngắn hạn lớn gấp 1.5 lần mức nợ ngắn hạn hiện tại. Do vậy, xét theo tiêu chí này, công ty không gặp khó khăn gì về thanh khoản.

So sánh với mặt bằng chung của ngành, trong trường hợp này là DQC, hệ số thanh toán hiện thời của RAL luôn tốt hơn DQC trong năm 2006 và 2007. Tuy nhiên trong năm 2008, câu chuyện đã thay đổi khi RAL phải vay và nợ ngắn hạn thêm 74.3 tỷ làm giá trị các khoản này tăng từ mức 359.4 tỷ lên 433.8 tỷ đồng. Trong cùng thời gian đó, DQC đã giảm được 255.4 tỷ vay và nợ ngắn hạn. Do vậy, DQC đã cải thiện được đáng kể chỉ tiêu này, tăng từ 1.59 lần năm 2007 lên 1.93 lần năm 2008, tốt hơn mức 1.59 của RAL. Suy luận xa hơn, điều này cho thấy dường như RAL đang có nhu cầu vốn lưu động rất lớn và phải liên tục vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động này.

Khi chúng tôi nhìn chi tiết hơn vào hệ số thanh toán nhanh – hệ số thanh toán đã loại bỏ giá trị hàng tồn kho khỏi từ số, một bất ngờ thú vị khác lại hé lộ. Trong suốt 3 năm nghiên cứu, DQC luôn có hệ số thanh toán nhanh tốt hơn RAL, đặc biệt trong năm 2008, sự khác biệt này là rất lớn: 1.44 lần của DQC so với 0.56 lần của RAL. Không còn nghi ngờ gì nữa, chính lượng hàng tồn kho 444 tỷ của RAL (tăng 218 tỷ so với năm 2007) đã tạo cho DQC (hàng tồn kho chỉ tăng nhẹ 49.6 tỷ) cơ hội bứt phá. Việc tồn đọng một lượng tiền lớn trong hàng tồn kho đã làm cho nguy cơ về sự mất thanh khoản trở nên rõ rệt hơn đối với RAL.

Tuy nhiên, khi chỉ xét tới tính thanh khoản bằng tiền mặt tức là khả năng trả nợ ngắn hạn bằng tiền và các khoản tương đương tiền thì RAL lại trở lại vị trí dẫn đầu. Đơn giản là vì sau khi thu hồi được 62 tỷ trong năm 2008, giá trị các khoản phải thu chỉ còn hơn 188 tỷ. Trong khi đó, DQC vẫn còn tới 937 tỷ các khoản phải thu, trong đó có 922 tỷ là phải thu khách hàng. Chính vì vậy, hệ số này của RAL vượt trội so với DQC (0.11 lần so với 0.02 lần). Cần lưu ý thêm, hệ số thanh khoản tiền mặt của DQC luôn thấp hơn RAL trong 3 năm liên tiếp. Điều này cho thấy có vẻ như chính sách bán hàng của DQC lỏng lẻo hơn, cho phép khách hàng nợ lâu hơn để tăng doanh thu từ xuất khẩu.

Tóm lại, một cái nhìn thoáng qua về các hệ số thanh khoản đã cho chúng tôi thấy những ví dụ rõ nét chứng minh rằng sự khác nhau về chính sách bán hàng, chính sách tích trữ hàng tồn kho có thể ảnh hưởng tới tính thanh khoản của mỗi doanh nghiệp như thế nào.

Hệ số hoạt động

Đây cũng là một nhóm các chỉ số ưa thích của chúng tôi khi “chẩn đoán sức khỏe” cho mỗi doanh nghiệp. Các con số về doanh thu, về lợi nhuận có được trình bày theo hướng có lợi nhất cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng, những tác động đó chỉ có ý nghĩa tạm thời. Việc nghiên cứu các hệ số hoạt động trong một quá trình sẽ là một thước đo hữu ích về chất lượng của các con số doanh thu và lợi nhuận.

Hệ số thanh toán hiện thời của RAL luôn ở mức rất tốt trong 3 năm gần đây.

Hệ số thanh toán nhanh không khả quan như hệ số thanh toán hiện thời do Rạng Đông có một lượng hàng tồn kho lớn tới 440 tỷ đồng.

Chính sách thu tiền bán hàng chặt chẽ hơn giúp RAL có chỉ số thanh toán tiền mặt tương đối tốt.

Một trong những điều mà chúng tôi thích nhất về RAL trong những năm gần đây là những tiến bộ trong việc thu hồi công nợ. Điều này được thể hiện qua số ngày thu tiền bình quân thường chỉ ở mức 60 ngày (2 tháng) cho tới hơn 90 (3 tháng), thấp hơn hẳn so với DQC.

Việc thu hồi thành công một phần công nợ của Cuba đã khiến Rạng Đông cải thiện được hệ số hoạt động của mình trong năm 2008.

Năm 2008, nhờ thu hồi được hơn 80 tỷ tiền hàng xuất sang Cuba và ổn định phải thu nội địa, khoản phải thu khách hàng của RAL đã giảm từ 210 tỷ xuống còn 128 tỷ. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng, số ngày thu tiền trong các năm tiếp theo khó có khả năng giảm mạnh khỏi mức 50 – 60 ngày như hiện nay do việc thu hồi 72 tỷ Cuba còn nợ thực sự là một thách thức lớn đối với RAL.

Số ngày thu tiền bình quân thấp hơn và số vòng quay khoản phải thu lớn hơn của RAL so với DQC cho thấy sự khác biệt trong chính sách bán hàng của 2 công ty. Trong khi RAL hướng mạnh vào thị trường nội địa để thu hồi công nợ một cách chắc chắn thì DQC mạnh bạo hướng về thị trường xuất khẩu với ước mơ phát triển nhanh và mạnh. Để đổi lại cho sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận từ thị trường nước ngoài, có vẻ như DQC đã chấp nhận cho khách hàng sử dụng vốn của mình trong thời gian dài hơn.

Bảng 15 – Hệ số hoạt động DQC & RAL 2006 - 2008

Hệ số hoạt động	Đơn vị	2006		2007		2008	
		DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL
Thu tiền bình quân	ngày	257.16	66.86	368.32	96.32	873.67	55.30
V. quay khoản phải thu	lần	1.39	5.16	0.96	3.13	0.41	4.44
Vòng quay hàng tồn kho	lần	2.53	2.55	2.58	2.80	0.97	1.40
Vòng quay TSCĐ	lần	4.05	5.32	10.10	5.27	2.50	4.08
Vòng quay tổng tài sản	lần	0.78	1.31	0.67	0.98	0.24	0.94

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC RAL, DQC 2006 - 2008

Xét về hiệu quả sử dụng tổng tài sản để tạo ra doanh thu, RAL đang chiếm ưu thế trội hơn. Xét về mẫu số, từ năm 2006 đến hết năm 2009, tài sản của RAL tăng khoảng 100% trong khi DQC tăng khoảng 190%. Tuy nhiên, sự khác biệt lớn nhất lại nằm ở tử số. Doanh thu của RAL đã tăng khoảng 40% trong thời kỳ 2006 – 2008 (từ mức 576 tỷ lên 837 tỷ) trong khi doanh thu của DQC lại giảm khoảng 14.5% (từ 444 tỷ xuống còn 380 tỷ). Chính vì vậy, vòng quay tổng tài sản của DQC đã giảm mạnh từ mức 0.78 vòng xuống còn 0.24 vòng trong khi chỉ số này đối với RAL giảm nhẹ hơn từ 1.31 xuống 0.94 vòng. Suy luận xa hơn, các con số trên khiến nhiều người liên tưởng tới việc giãn ca, giảm cường độ lao động trong năm 2008 (nếu có) dường như sẽ xảy ra không nhiều ở RAL.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng, các chỉ số về hiệu quả hoạt động của DQC có khả năng sẽ được cải thiện rất nhiều nếu DQC thành công trong việc tìm kiếm các đơn hàng xuất khẩu mới.

Hệ số đòn bẩy

Các hệ số này cho thấy xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính ngày càng ít đi của cả RAL và DQC. Hệ số nợ của cả 2 doanh nghiệp đều giảm mạnh nhất vào năm 2007 cùng với sự nóng lên của thị trường chứng khoán và cơ hội phát hành thêm cổ phiếu một cách dễ dàng.

Bảng 16 – Hệ số đòn bẩy DQC & RAL 2006 - 2008

Hệ số đòn bẩy	Đơn vị	2006		2007		2008	
		DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL
Hệ số nợ	lần	0.86	0.68	0.58	0.52	0.57	0.53
Hệ số nợ D.H/vốn, nợ D.H	lần	0.41	0.35	0.03	0.12	0.21	0.10
Hệ số nợ/VCSH	lần	6.12	2.15	1.41	1.06	1.31	1.15

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC RAL, DQC 2006 - 2008

RAL đã phát hành thêm 3.585 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ thêm 35.85 tỷ đồng lên mức 115 tỷ như hiện nay sau khi thu về 175 tỷ đồng từ thặng dư vốn. DQC đã mạnh tay hơn khi tăng vốn tới 2 lần vào năm 2007 và 2008, thu về thặng dư vốn 400 tỷ. Chính những động thái này đã mang lại cơ cấu vốn vay và vốn chủ sở hữu khá cân bằng ở cả 2 doanh nghiệp.

Sử dụng tài sản hiệu quả, tiết kiệm chi phí sản xuất là một trong những điểm mạnh nổi bật của Rạng Đông

Rạng Đông có cơ cấu vốn nợ và vốn chủ sở hữu tương đối hợp lý. Cơ cấu này giúp RAL giảm bớt một phần chi phí lãi vay trong năm 2008.

Hệ số sinh lời

Dễ dàng nhận thấy, sự tăng trưởng về tài sản của cả hai công ty đã không mang lại sự tăng trưởng tương ứng về lợi nhuận. Hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của RAL và DQC đều giảm trong năm 2008, tuy nhiên sự khác biệt vẫn thuộc RAL.

ROE của DQC đã giảm từ 29.19% xuống còn 0.24% trong khi ROA giảm mạnh tương ứng từ 12.1% xuống còn 0.10%. Các chỉ số này của Rạng Đông giảm không đáng kể, lần lượt là 13.83% và 11.72% và 6.7% và 5.46%.

Bảng 16 – Hệ số sinh lời DQC & RAL 2006 - 2008

Hệ số sinh lời	Đơn vị	2006		2007		2008	
		DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL
Lãi gộp/D.Thu	%	25.37%	20.66%	31.22%	19.59%	10.69%	25.43%
Lợi nhuận K.D/D.Thu	%	14.85%	11.00%	22.64%	10.22%	-9.34%	11.99%
Lãi ròng/D.Thu	%	12.15%	8.03%	18.20%	6.83%	0.42%	5.84%
Lợi nhuận/Tổng T.S	%	9.46%	10.51%	12.13%	6.70%	0.10%	5.46%
Lợi nhuận/VCSH	%	67.40%	33.08%	29.19%	13.83%	0.24%	11.72%

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC RAL, DQC 2006 – 2008

Nguyên nhân là do thị trường nội địa của Rạng Đông đã phát triển mạnh bù đắp được doanh thu và phần lớn lợi nhuận của thị trường xuất khẩu. Tuy nhiên, DQC đã không làm được điều này vì Điện Quang đã theo đuổi chiến lược hướng ra xuất khẩu là chủ yếu. Chính vì vậy, cùng với sự sụp đổ của thị trường Cuba, các chỉ tiêu sinh lời của DQC đã bị sụt giảm rất mạnh. Đây là một ví dụ minh họa rõ nét sự khác biệt về chiến lược thị trường có thể ảnh hưởng tới sự ổn định của doanh thu và lợi nhuận như thế nào.

Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Để bóc tách chi tiết hơn những yếu tố tác động lên chỉ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 2 doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành nghiên cứu theo mô hình Dupont 3 bước. Với mô hình này, một doanh nghiệp có chỉ số ROE cao hơn một doanh nghiệp khác khi và chỉ khi ít nhất một trong ba nguyên nhân sau xảy ra: hoặc là (i) doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính hơn hoặc (ii) doanh nghiệp sử dụng tài sản hiệu quả hơn thông qua vòng quay tổng tài sản và hoặc là (iii) doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu lớn hơn.

Bảng 17 – Phân tích ROE DQC & RAL 2006 – 2008 theo mô hình Dupont

Mô hình Dupont	Đơn vị	2006		2007		2008	
		DQC	RAL	DQC	RAL	DQC	RAL
Tổng T.S/VCSH	lần	7.12	3.15	2.41	2.06	2.31	2.15
D.Thu/Tổng T.S	lần	0.78	1.31	0.67	0.98	0.24	0.94
Lãi ròng/D.Thu	%	12.15%	8.03%	18.17%	6.83%	0.42%	5.84%
Lãi ròng/VCSH	%	67.40%	33.08%	29.19%	13.83%	0.24%	11.72%

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC RAL, DQC 2006 - 2008

Mặc dù hệ số đòn bẩy của RAL không lớn nhưng sự ổn định trong hiệu quả sử dụng tài sản và tỷ suất lợi nhuận sau thuế doanh thu đã giúp Rạng Đông có được chỉ số ROE ổn định

Trong năm 2006 và 2007, ROE của DQC luôn vượt trội so với RAL ở mức cao gấp hơn 2 lần (67.4% so với 33.0% và 29.1% so với 13.8%). Để có được kết quả này, DQC đã theo đuổi chiến lược dùng đòn bẩy tài chính nhiều hơn thể hiện qua chỉ số tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu năm 2006 lên tới 7.12 lần trong khi con số này của RAL chỉ là 3.15 lần.

Nguyên nhân thứ hai dẫn đến sự khác biệt trong thời kỳ là DQC có được tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu tốt hơn hẳn RAL. Năm 2007, năm mà hoạt động xuất khẩu của DQC đạt tới đỉnh cao, sự chênh lệch này lên tới gần 3 lần (DQC 18.1% trong khi RAL chỉ có 6.8%). Có vẻ như, việc xuất khẩu đã mang lại cho DQC mức tỷ suất hấp dẫn đến thế.

Tỷ suất này có thể đến từ hai khả năng. Một là, do tập trung vào sản xuất những đơn hàng xuất khẩu với khối lượng lớn (khoản phải thu khách hàng năm 2007 của DQC lên tới 1,146 tỷ) đã giúp DQC sản xuất hiệu quả hơn, đạt được lợi thế do quy mô. Hai là, DQC đã bán được hàng xuất khẩu với giá cao hơn thị trường trong nước do vậy RAL với 85% doanh thu đến từ thị trường nội địa không thể có được tỷ suất hấp dẫn như DQC. Nhìn vào con số ngày thu tiền bình quân và vòng quay khoản

phải thu của 2 công ty, có vẻ như DQC đã bán được hàng với giá cao hơn nhưng sẽ nhận được tiền hàng chậm hơn.

Năm 2008, khi lợi thế từ xuất khẩu không còn và sự khác biệt về đòn bẩy tài chính đã gần như bị xóa nhòa, ROE của DQC đã giảm rất mạnh, chỉ còn 0.24% trong khi RAL vẫn tương đối ổn định ở mức 11.7%. Cần lưu ý thêm rằng, trong suốt thời kỳ 2006 – 2008, RAL là công ty sử dụng tài sản hiệu quả hơn khi vòng quay tổng tài sản luôn ổn định ở mức từ 0.94 đến 1.31 lần trong khi những con số này của DQC chỉ là 0.24 – 0.78 lần.

Việc phân tích theo mô hình Dupont mang lại một gợi ý rất quan trọng đối với RAL và nhà đầu tư, RAL hãy đề phòng DQC khi họ lại có được những đơn hàng xuất khẩu.

Những câu chuyện khác

Hoạt Động Đầu Tư

Bám sát hoạt động kinh doanh cốt lõi

Đây là một trong những điểm chúng tôi thích nhất khi nghiên cứu RAL. Toàn bộ số tiền cổ đông đóng góp và các khoản vốn vay đều được sử dụng nhằm phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi. Công ty không hề đầu tư cũng như không có kế hoạch đầu tư vào lĩnh vực tài chính chứng khoán, bất động sản hoặc các ngành nghề không có thể mạnh khác. Trong thời gian qua, dự án lớn nhất mà RAL triển khai là Nhà máy Quế Võ Bắc Ninh.

Nhà máy Quế Võ Bắc Ninh

Trước nhu cầu phát triển sản xuất, công ty đã lựa chọn phương án mở rộng thêm diện tích nhà xưởng bằng cách phát triển thêm 01 nhà máy mới tại Quế Võ, Bắc Ninh 61,594 m².

Bảng 18 – Thông tin cơ bản về dự án Bắc Ninh

Dự Án Bắc Ninh	
Thông tin chung	Tổng diện tích: 61.594 m2
	Địa điểm: Khu Công nghiệp Quế Võ, Bắc Ninh
	Tổng vốn đầu tư: khoảng 200 tỷ VNĐ
Giai đoạn 1: 2005 - 2007	Sản phẩm: Thủy tinh phích
	Công suất 6.3 triệu sp/năm (4.3 triệu thành phẩm + 2 triệu ruột)
	Vốn đầu tư 86.6 tỷ (vay 50.3 tỷ + thiết bị cũ 6 tỷ + VCSH 30.3 tỷ)
Giai đoạn 2: 10/2006 – 10/2007	Sản phẩm: Vò bóng đèn tròn & ống đèn huỳnh quang
	Công suất: 29-30 tr vò đèn tròn, 28-30tr ống huỳnh quang/năm
	Vốn đầu tư 54.3 tỷ (vay 43.5 tỷ + VCSH 10.8 tỷ)
Giai đoạn 3: 3/2008 – 4/2009	Sản phẩm: Ống thủy tinh không chỉ làm đèn compact
	Công suất: 5080 tấn/năm
	Vốn đầu tư 56.6 tỷ (vay 30 tỷ + VCSH 26.6 tỷ)

Nguồn: RAL

Công tác đầu tư của dự án diễn ra tương đối sát kế hoạch xét về mặt tiến độ cũng như chi phí. Công ty tự tiến hành đầu tư như bồi thường giải phóng mặt bằng tại khu vực sát khu công nghiệp nên chi phí thấp. Tuy nhiên, công ty không được hưởng chính sách ưu đãi thuế của tỉnh Bắc Ninh do không xây dựng trong khu công nghiệp quy hoạch trước. Về cơ bản, dự án đã hoàn tất và kết chuyển hầu hết chi phí xây dựng cơ bản dở dang sang tài sản cố định. Tính đến thời điểm cuối năm 2008, chi phí này chỉ còn lại khoảng 19 tỷ đồng của lò thủy tinh không chỉ đang chờ kết chuyển.

Tác dụng của dự án

Chúng tôi tin rằng, sau khi dự án phát huy hết công suất, giá vốn hàng bán của công ty có cơ sở để giảm xuống do các thiết bị sẽ hoạt động hiệu quả hơn. Hơn nữa, việc tự sản xuất được thủy tinh không chỉ sẽ làm giảm chi phí nhập khẩu, giảm tác động tiêu cực từ diễn biến của tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, chi phí khấu hao trong những năm tới dự kiến sẽ ổn định ở mức 23 – 27 tỷ/năm, cao hơn một chút so với mức 20 tỷ của năm 2008.

Xưởng sản xuất ống thủy tinh không chỉ đi vào hoạt động giúp giảm nhập khẩu mỗi năm hàng trăm tấn thủy tinh trị giá hàng trăm ngàn USD. Thủy tinh không chỉ còn là loại vật liệu mới trên thế giới mới chỉ phổ biến trên dưới 10 năm nay, đưa vào một số loại nguồn sáng Rạng Đông sản xuất đạt được hiệu suất cao hơn, đạt được tiêu chí hàm lượng chì theo tiêu chuẩn RoHS của các

Rạng Đông không có khoản đầu tư tài chính, chứng khoán hay bất động sản nào. Toàn bộ số tiền cổ đông đóng góp được sử dụng đầu tư phát triển sản xuất.

Ngoại trừ việc chi phí khấu hao tăng lên, nhà máy mới được xem là niềm hy vọng của Rạng Đông giúp doanh nghiệp giảm thiểu chi phí sản xuất do các thiết bị mới hoạt động hiệu quả hơn.

Lò thủy tinh không chỉ mở ra cơ hội xuất khẩu vào những thị trường khó tính đòi hỏi những yêu cầu khắt khe về bảo vệ môi trường.

nước EU và có ý nghĩa bảo vệ môi trường lớn.

Lò thủy tinh Soda-lime do Nhật thiết kế đã đạt công suất thiết kế vào cuối năm. Chỉ tiêu dầu FO trên 1 tấn thủy tinh lỏng hạ xuống còn 173 kg giảm tương đối mạnh so với mức 200kg trước đây. Điều này có ý nghĩa về môi trường do giảm thiểu lượng CO₂ thải ra không khí đồng thời giúp làm hạ giá vốn hàng bán, tăng tính cạnh tranh cho doanh nghiệp.

Xưởng sản xuất ống U đèn compact được bổ sung 2 dây chuyền 3U hiện đại. Xưởng sản xuất đèn xoắn công suất cao 50W, 65W, 85W được hình thành nhằm đáp ứng nhu cầu chiếu sáng trong các khu công nghiệp, khu đô thị, các nhà xưởng lớn.

Cuba – Thị trường không phẳng lặng

Nhiều nhà đầu tư đã kỳ vọng Cuba sẽ là thị trường đầu ra quan trọng của công ty. Thực tế là đã có những cơ sở để người ta hy vọng như vậy. Năm 2006 và phần lớn thời gian của 2007, các đơn hàng xuất khẩu đều đặn đã mang lại doanh số khá ổn định, đến năm 2007 đã lên tới 135 tỷ.

Tuy nhiên, cùng với những thay đổi về một chính phủ mới ở Cuba, với những định hướng mới & thay đổi từ do những khó khăn từ phía đối tác (có vẻ như là một công ty mậu dịch của Cuba gặp khó khăn trong việc tiêu thụ sản phẩm của Rạng Đông tại thị trường Cuba & các nước khu vực Nam Mỹ), các đơn hàng đã đột ngột được yêu cầu được hủy bỏ vào cuối năm 2007.

Đằng sau việc hủy bỏ hợp đồng này, RAL nhận được 415,000 USD tiền đền bù phá hợp đồng song cũng phải xử lý khoảng 1.2 triệu sản phẩm đã được sản xuất chưa bán đi được kèm theo 01 dây chuyền sản xuất bóng 150 V (hiệu điện thế của Cuba là 150 V chứ không phải là 220 V như ở Việt Nam) cùng với vật tư thiết bị đã được mua bằng tiền vay từ ngân hàng phát triển Việt Nam.

Theo thông tin từ HĐQT, có vẻ như việc xử lý 1.2 triệu SP kể trên để tiêu thụ trong nước không phải là một việc làm phức tạp, chỉ cần một số thay đổi nhỏ về mặt kỹ thuật. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy 2 vấn đề phát sinh từ việc hủy bỏ đơn hàng này.

Trước hết, hàng tồn kho của Rạng Đông đã bị đẩy lên cao hơn mức bình thường do số hàng Cuba tồn lại. Hàng tồn kho trong Q1 2008 đã tăng so với Q1 2007 khoảng 50 tỷ đồng tương đương với 25%. Chúng tôi hiểu rằng, hàng tồn kho tăng lên còn do yếu tố thời vụ và việc chủ động tích trữ nguyên vật liệu, tuy nhiên không thể phủ nhận một phần không nhỏ trong số 50 tỷ hàng tồn kho tăng thêm là số thành phẩm đèn compact & huỳnh quang 150V bị tồn lại sau khi hủy xuất Cuba. Việc đọng tiền hàng trong hàng tồn kho là một trong những nguyên nhân khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của công ty bị âm trong thời gian gần đây.

Bên cạnh đó, vấn đề đáng lo ngại ở đây là khoản tiền phía Cuba chưa thanh toán. Theo hợp đồng ký kết giữa 2 bên, phía Cuba sẽ thanh toán chậm trả 360 ngày kể từ khi giao hàng. Năm 2006 đã thanh toán hết, hiện nay, công ty chỉ còn phải thu tiền hàng đã xuất năm 2007.

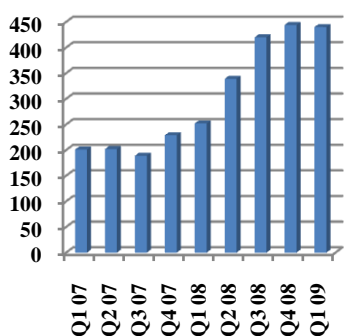
Nếu theo đúng dự kiến, số tiền này sẽ được nhận hết trong năm 2008. Tuy nhiên, do số tiền cũng tương đối lớn, hợp đồng lại đã bị hủy, việc nhận được số tiền này đã diễn ra không như dự kiến.

Trong năm 2008, công ty đã rất nỗ lực trong việc thu hồi công nợ và đã có những thành công bước đầu. Nếu như ở thời điểm tháng 7/2008 số tiền này chỉ còn 6.3 triệu USD thì đến tháng 9/2008 khoản này giảm xuống còn 5.5 triệu vào tháng 9/2008. Với số tiền 5.5 triệu còn lại, khách hàng Cuba hứa trả trong vòng 18 tháng. Tuy nhiên, cam kết này chỉ được tôn trọng trong 2 tháng tiếp theo vì đến tháng 12/2008, khách Cuba lại một lần nữa xin hoãn nợ để lại khoản phải thu 4.8 triệu USD tương đương với 72 tỷ đồng.

Đối với khoản phải thu này, chúng tôi xin lưu ý 2 thông tin. Xét dưới góc độ lạc quan, nếu Rạng Đông đòi được toàn bộ số tiền này, RAL có tiềm năng thu được một khoản chênh lệch tỷ giá trên 10 tỷ đồng do khoản 4.8 triệu USD được hạch toán tại tỷ giá 15,000VNĐ/USD. Xét dưới góc độ kém lạc quan hơn, xin lưu ý rằng, toàn bộ số tiền nợ phải thu quá hạn này chưa được trích lập dự phòng. Trong phần Mô hình định giá ở phần hai, chúng tôi sẽ phân tích ảnh hưởng của khoản phải thu này tới lợi nhuận của công ty theo 3 kịch bản (i) Rạng Đông đòi được toàn bộ số tiền trong năm 2009, (ii) khách hàng bị phá sản và không có khả năng thanh toán, (iii) và Rạng Đông thu hồi được sau năm 2011.

Đơn hàng xuất khẩu sang Cuba bị hủy để lại cho Rạng Đông bài toán hàng tồn kho, khoản phải thu và sự sụt giảm về doanh thu. Cho tới thời điểm hiện tại, RAL có vẻ như mới giải quyết được bài toán doanh thu mà thôi.

Đồ thị 17 - Hàng tồn kho



Nguồn: BCTC Q1 07 – Q1 09

Quản Trị Doanh Nghiệp

Cơ cấu cổ đông

Xuất phát từ doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa năm 2004, đến nay sự kiểm soát của nhà nước với doanh nghiệp này không còn mạnh. Tỷ lệ sở hữu của SCIC chỉ còn lại 20.5%; tỷ lệ sở hữu của nước ngoài khoảng 34%, các cổ đông khác nắm giữ 45.6%. Do vậy, tiếng nói của HĐQT và Ban Điều Hành không hẳn là tiếng nói của SCIC như trường hợp của nhiều doanh nghiệp khác. Tiếng nói của các cổ đông bên ngoài có trọng lượng hơn và được lắng nghe thật sự hơn.

Vì vậy, người ta có nhiều cơ sở hơn để tin vào tính minh bạch trong cách điều hành của doanh nghiệp này. Điều này đã thu hút được sự quan tâm của nhiều cổ đông tổ chức, những người luôn theo đuổi những doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh tốt và minh bạch trong điều hành. Các cổ đông ngoài nhà nước đã gửi gắm niềm tin của mình thông qua một thành viên độc lập của HĐQT là Tiến sỹ Lê Đăng Doanh. Tại Việt Nam, không có nhiều công ty có thành viên độc lập như Rạng Đông.

Tại đại hội cổ đông thường niên năm 2009, chúng tôi thấy sự xuất hiện của các tên tuổi lớn như SCIC, Tập Đoàn Bảo Việt, Quỹ Bảo Việt, Chứng Khoán Đệ Nhất. Về phía nước ngoài, Quỹ Việt Nam Holding, Quỹ Jacquar, Quỹ KITMC... đều có đại diện tham dự. Sự xuất hiện của các nhà đầu tư tổ chức cho thấy sự tin tưởng của nhà đầu tư vào triển vọng phát triển ổn định của công ty.

Bảng 19 – Một số cổ đông lớn

Tên cổ đông lớn	Số cổ phiếu	%
Cổ đông trong nước		
SCIC	2,364,367	20.56%
Chứng khoán Đệ Nhất	195,483	1.70%
Quỹ Bảo Việt	158,900	1.38%
Cổ đông nước ngoài		
Kitmc Worldwide Vietnam	1,017,593	8.85%
Vietnam Holding	578,340	5.03%

Nguồn: TSC tổng hợp tại ĐHCĐ năm 2009

HĐQT - Những người chèo lái RAL qua cơn sóng gió 2008

Trong HĐQT của RAL, tiến sỹ Lê Đăng Doanh là nhân vật đáng chú ý nhất đối với giới báo chí. Được các cổ đông ngoài nhà nước gửi gắm niềm tin, ông Lê Đăng Doanh đã hoàn thành tốt vai trò thành viên độc lập trong HĐQT của mình. Đã từng đảm nhiệm những vị trí quan trọng và với kiến thức với kinh nghiệm của một chuyên gia cao cấp, ông đã đóng góp nhiều ý kiến mang tính định hướng trong các cuộc họp của HĐQT, cuộc họp của các cổ đông thường kỳ hàng quý mà chúng tôi được trực tiếp tham dự. Diễn hình trong năm 2008 đầy biến động, ông Doanh đã có những ý kiến tâm huyết về việc phát triển thị trường xuất khẩu sang Campuchia, cắt giảm chi phí, hạn chế đầu tư và tăng sức cạnh tranh chống hàng Trung Quốc.

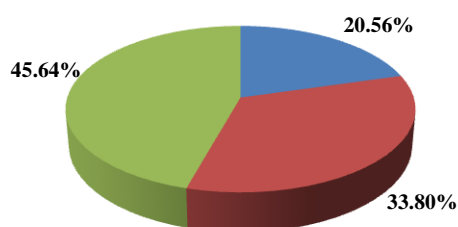
Bảng 20 – Hội Đồng Quản Trị & Ban Điều Hành của RAL năm 2009

Tên	Vị trí trong HĐQT	Vị trí trong Ban Điều Hành
Bà Ngô Ngọc Thanh	Chủ tịch	Phó Tổng Giám Đốc
Ông Nguyễn Đoàn Thăng	Phó chủ tịch	Tổng Giám Đốc
Ông Vương Bích Sơn	Thành viên	Phó Tổng Giám Đốc
Ông Lê Quốc Khánh	Thành viên	Phó Tổng Giám Đốc
Ông Lê Đăng Doanh	Thành viên	Không

Nguồn: RAL

Không xuất hiện nhiều trên các phương tiện truyền thông như tiến sỹ Lê Đăng Doanh, bà Ngô Ngọc Thanh chủ tịch HĐQT, người đã có gần 30 năm gắn bó với RAL, cũng để lại những dấu ấn sâu sắc của mình trong giai đoạn phát triển của công ty. Là người đại diện cho 20% vốn nhà nước, bà Thanh đã có những quyết định quan trọng trong việc hoạch định chiến lược phát triển như phát

Đồ thị 18 – Cơ cấu cổ đông



■ Nhà nước ■ NDTNN ■ Khác

Nguồn: RAL

Không có nhiều doanh nghiệp Việt Nam có được thành viên độc lập trong HĐQT giàu kinh nghiệm và kiến thức như Tiến sỹ Lê Đăng Doanh.

CEO kiêm Phó chủ tịch HĐQT của RAL là một trong những chuyên gia giàu kinh nghiệm nhất của Việt Nam với 45 năm gắn bó với doanh nghiệp. Đây là một điểm mạnh mà không nhiều doanh nghiệp có được.

Văn hóa doanh nghiệp là một trong những điểm nhấn tại Rạng Đông. Chúng tôi nhận thấy những nét tương đồng giữa RAL & FPT trong việc khích lệ & tôn vinh người lao động

Kinh nghiệm và dấu ấn tuổi tác của HĐQT mang lại sự chắc chắn và ổn định cho RAL. Các nhà đầu tư tìm kiếm sự đột biến và khả năng tăng trưởng nóng của doanh nghiệp sẽ không có nhiều cơ hội với RAL.

triển thêm nhà máy sản xuất tại Bắc Ninh, đầu tư lò thủy tinh không chỉ để thay thế nguyên liệu nhập khẩu, phát triển công tác nghiên cứu để thay thế know-how của nước ngoài.

Đằng sau mọi thành công của RAL, chúng tôi đều thấy dấu ấn của một người hùng thầm lặng, ông Nguyễn Đoàn Thăng người đã có tới 45 năm gắn bó với RAL. Ông Thăng là một trong những chuyên gia giàu kinh nghiệm nhất trong ngành sản xuất bóng đèn và phích nước của Việt Nam. Tiếp xúc với ông Thăng ngay từ những ngày đầu cổ phần hóa, chúng tôi cảm nhận được sự từng trải và chắc chắn trong phong cách lãnh đạo của vị CEO mà RAL may mắn có được. Ngoại trừ năm 2008 do những biến động dữ dội của nền kinh tế thế giới, tất cả những cam kết, những mục tiêu mà vị CEO này hứa trước các cổ đông trong các năm 2005, 2006 và 2007 đều được hoàn thành tốt hơn kế hoạch. Ngay cả trong năm 2008, mặc dù lỗi hẹn với cổ đông nhưng mức lợi nhuận thực hiện xấp xỉ 49 tỷ cũng không cách xa nhiều kế hoạch 50 tỷ mà đại hội cổ đông đề ra.

Chính sách với người lao động

Chúng tôi tin rằng, nguồn lao động là một phần quan trọng trong sự phát triển bền vững của doanh nghiệp, vì vậy chúng tôi không bỏ qua vấn đề này như nhiều báo cáo khác.

Hiện RAL có khoảng trên 2000 cán bộ công nhân viên công tác tại 2 nhà máy Hạ Đình và Quế Võ. Tiếp xúc với HĐQT, người viết cảm nhận được sự quan tâm của doanh nghiệp này đối với cán bộ CNV, nhân tố con người. Vấn đề tăng quỹ lương, hỗ trợ tiền ăn ca, cổ phiếu thưởng, cổ phiếu ưu đãi dành cho nhân viên của công ty thường xuyên được đề cập trong các cuộc gặp của HĐQT với các cổ đông. Khi được đề nghị thưởng do thành tích đáng ghi nhận trong quản lý doanh nghiệp, ban điều hành doanh nghiệp luôn từ chối & chỉ nhận phần khích lệ cho người lao động mà thôi.

Những vấn đề phát sinh khi xảy ra mâu thuẫn giữa người lao động và công ty khi thu hồi lại cổ phiếu thưởng năm 2008 có thể đã không xảy ra nếu công ty có những quy định chặt chẽ hơn, rõ ràng hơn về những ràng buộc, những cam kết của người lao động khi nhận cổ phiếu thưởng.

FPT đã rất thành công khi xây dựng chiến lược phát triển sản xuất kinh doanh dựa trên nền tảng văn hóa FPT, khích lệ tinh thần của người lao động qua việc trao nhiều giải thưởng để vinh danh họ. Chúng tôi nhận thấy những nỗ lực tương tự từ phía RAL. Khi thăm doanh nghiệp, chúng tôi trực tiếp thấy những hình thức khích lệ tinh thần người lao động như việc vinh danh những cá nhân lao động xuất sắc theo tháng. Phần thưởng vật chất không nhiều nhưng niềm hân diện khi ảnh và tên của người lao động xuất sắc được trưng bày tại một vị trí trang trọng trong khuôn viên của công ty thì không hề nhỏ.

Một ví dụ khác minh họa văn hóa Rạng Đông là chiến lược phát triển gắn liền với cộng đồng. Năm 2007 và 2008, cùng với việc mở rộng sản xuất, RAL đã tuyển mộ lao động là con em của những gia đình phải giải tỏa để công ty có mặt bằng xây dựng nhà máy tại Quế Võ Bắc Ninh. Chính vì vậy, những gia đình bị thu hồi đất đã hợp tác với công ty tích cực hơn trong việc bàn giao mặt bằng khi con em họ đã có việc làm sau khi không còn đất.

Những vấn đề của HĐQT

Chúng tôi không thấy nhiều vấn đề lớn đối với HĐQT của Rạng Đông ngoại trừ việc 80% thành viên HĐQT hiện nay kiêm nhiệm luôn các chức vụ trong ban điều hành. Theo thông lệ Quản trị doanh nghiệp hiện đại, nên có sự tách biệt giữa HĐQT và ban điều hành. Các HĐQT trên thế giới được khuyến khích chỉ nên có tối đa 25% kiêm nhiệm, còn lại 75% nên là những thành viên độc lập. Tại Rạng Đông, chúng tôi chưa thấy điều này.

Với sự từng trải về tuổi đời và tuổi nghề, ban lãnh đạo tạo cho các cổ đông cảm giác yên tâm vào sự chắc chắn của các kế hoạch đặt ra & tính khả thi trong việc thực hiện các mục tiêu đó. Tuy nhiên, sự từng trải cũng có thể, ở một khía cạnh nào đó, hàm ý sự quá thận trọng hướng tới mục tiêu tăng trưởng ổn định mà thôi, điều chúng ta ít thấy hơn ở những ban lãnh đạo trẻ tuổi. Do vậy, chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào khả năng tăng trưởng đột biến của Rạng Đông.

Đánh giá RAL theo mô hình SWOT

Điểm mạnh

- Cơ cấu sản phẩm gồm 2 mặt hàng là bóng đèn và phích nước giúp phân tán rủi ro khi mặt hàng bóng đèn gặp khó khăn. Điều này các doanh nghiệp sản xuất khác của Việt Nam không có được.
- Công ty có định hướng đúng đắn trong việc đầu tư bám sát hoạt động kinh doanh cốt lõi là phát triển các sản phẩm thủy tinh như bóng đèn và phích nước, không mở rộng sang tài chính, chứng khoán.
- Là một trong số rất ít những doanh nghiệp trong nước sản xuất mặt hàng bóng đèn phích nước, Rạng Đông đã xây dựng được thương hiệu rất vững chắc trong lòng người tiêu dùng, đặc biệt là tại thị trường phía Bắc
- Hội Đồng Quản Trị và Ban Điều Hành quy tụ được những chuyên gia giàu kinh nghiệm nhất của ngành.

Thương hiệu mạnh, cơ cấu sản phẩm đa dạng, HĐQT giàu kinh nghiệm và bám sát hoạt động kinh doanh cốt lõi là những điểm mạnh nổi bật của RAL

Điểm yếu

- Năng lực của bộ phận kinh doanh còn hạn chế trong việc đàm phán các điều khoản hợp đồng ngoại thương. Nếu công ty đàm phán chặt chẽ điều khoản thanh toán và áp dụng LC không hủy ngang trả ngay thì vấn đề thu hồi công nợ xấu có thể đã không xảy ra.
- Công tác quảng bá làm thương hiệu còn chưa tốt.
- Kênh phân phối công kênh, sự kiểm soát và tác động của công ty lên kênh phân phối là không nhiều. Chiến lược đẩy áp dụng cho kênh phân phối hiện nay là chưa hợp lý, cần áp dụng nhiều hơn chiến lược kéo.
- Tính thận trọng trong phong cách lãnh đạo của HĐQT và Ban Điều Hành đồng nghĩa với việc tính đột biến trong tăng trưởng của doanh nghiệp không cao.
- Phần lớn các thành viên HĐQT là thành viên kiêm nhiệm, chưa có sự tách biệt giữa HĐQT và Ban Điều Hành, giữa công tác hoạch định chiến lược và điều hành sản xuất thường nhật.
- Báo cáo tài chính hiện đang được một công ty kiểm toán trong nước thực hiện do vậy độ tin cậy và tính minh bạch của báo cáo chưa được giới đầu tư đánh giá cao như các báo cáo do KPMG, Deloitte, PWC hay E&Y kiểm toán.

Nếu có sự cải thiện về năng lực của bộ phận kinh doanh, kênh phân phối công kênh, sự kiêm nhiệm của thành viên HĐQT, RAL sẽ hoạt động hiệu quả hơn nữa.

Cơ hội

- Việc xây dựng lò thủy tinh không chỉ cho phép công ty tự sản xuất được thủy tinh trong nước, ổn định nguồn vật liệu đầu vào cho sản xuất. Quan trọng hơn, các sản phẩm từ thủy tinh không chỉ sẽ đáp ứng được các yêu cầu về môi trường và bảo vệ sức khỏe người tiêu dùng của các thị trường khó tính như EU, Bắc Mỹ và Nhật..
- Dân số hơn 80 triệu người tăng trưởng với tốc độ 1.5%/năm là nguồn khách hàng tiềm năng cho sản phẩm phích nước và bóng đèn của công ty.
- Chương trình quốc gia về tiết kiệm năng lượng, chương trình chiếu sáng học đường mở ra cơ hội tiêu thụ các sản phẩm tiết kiệm điện như bóng đèn compact, bóng compact xoắn.

Xuất khẩu thủy tinh không chỉ sang EU& Bắc Mỹ được xem là cơ hội đột phá của Rạng Đông trong những năm tới.

Thách thức

- Các mặt hàng bóng đèn huỳnh quang của Việt Nam đang phải chịu thuế chống bán phá giá của các quốc gia như Ai Cập, Ấn Độ, EU... Đây đều là những thị trường mà RAL đã thâm nhập.
- Rủi ro chính trị tiềm ẩn tại Mỹ La Tinh nói chung, Venezuela và Cuba nói riêng, có thể ảnh hưởng tới việc thu hồi công nợ tại thị trường Mỹ La Tinh khi công ty muốn mở rộng thị phần xuất khẩu.
- Thách thức cạnh tranh quyết liệt từ các sản phẩm bóng đèn giá rẻ của Trung Quốc và các sản phẩm chất lượng cao của Philips.
- Thách thức từ việc giá nguyên vật liệu đầu vào biến động rất lớn theo giá dầu thế giới.
- Do nhập khẩu nguyên vật liệu để sản xuất và tiêu thụ nội địa là chủ yếu, công ty không tự cân đối được nguồn ngoại tệ cho mình. Do vậy, rủi ro từ tỷ giá hối đoái khiến công ty phải chịu những khoản tăng bất thường trong chi phí tài chính.

Rạng Đông phải đối mặt với những rủi ro tiềm ẩn về chính trị, tỷ giá, hàng rào thuế quan và diễn biến giá của thị trường thế giới

PHẦN 2: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Trong phần này, chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu RAL dựa trên 3 kịch bản bình thường, tốt nhất và xấu nhất. Chúng tôi tin rằng, giá trị cổ phiếu RAL sẽ nằm trong khoảng giá được xác định từ phương án xấu nhất đến phương án tốt nhất.

Kịch bản 1 - Bức tranh hiện thực

Các giả định của kịch bản 1

Với những hiểu biết có được về doanh nghiệp cho tới thời điểm này, chúng tôi tin rằng, kịch bản này phác họa bức tranh gần nhất với doanh nghiệp trong vòng 3 năm tới và phương án này có xác suất xảy ra cao nhất, khoảng 70%.

Giả định về doanh thu

Về tổng thể, chúng tôi cho rằng, nhiều khả năng doanh thu năm 2009 sẽ tăng khoảng 8.3% trước khi tăng 12.8% và 13.6% vào các năm 2010 và 2011. Với kịch bản này, doanh thu năm 2010 có thể lên tới 1,023 tỷ đồng trước khi chạm mốc 1,126 tỷ vào năm 2011.

Chi tiết hơn, do năm 2009 được dự báo vẫn còn rất khó khăn, thị trường tiêu thụ của RAL có vẻ như sẽ không tăng mạnh quá 8.3% so với năm 2008. Xét về con số tuyệt đối, doanh thu năm 2009 có khả năng sẽ lên tới 906 đồng tỷ trong đó khoảng 869 tỷ đồng đến từ thị trường nội địa, xuất khẩu đảm nhận khoảng 37 tỷ đồng còn lại.

Thực tế, con số này vẫn còn khá quan trọng hơn mức tăng trưởng doanh thu 1% mà doanh nghiệp đặt ra. Như chúng tôi đã phân tích ở phần quản trị, Ban điều hành của Rạng Đông là những chuyên gia nhiều kinh nghiệm và am hiểu sâu sắc thị trường, tuy nhiên dấu ấn tuổi tác cũng thường song hành với sự thận trọng. Do vậy, các kế hoạch thường đặt ra một cách rất thủ thỉ và kết quả thực hiện thường tốt hơn kế hoạch.

Hơn nữa, triển vọng xuất khẩu trong năm 2009 và các năm tiếp theo của RAL có khả năng khá quan trọng hơn năm 2008.

Tại đại hội cổ đông thường niên chúng tôi được biết, hiện nay PVOIL đang xúc tiến chương trình thanh toán cho tập đoàn dầu khí quốc gia Venezuela 500 triệu USD, trong đó có 250 triệu thanh toán bằng hàng sản xuất tại Việt Nam. Có vẻ như, RAL là một trong những nhà sản xuất trong nước được lựa chọn. Nếu khả năng này trở thành hiện thực, RAL sẽ có cơ hội giải quyết được toàn bộ hoặc ít nhất một phần 1.6 triệu sản phẩm đèn huỳnh quang đang tồn kho do các điều kiện tiêu dùng ở Venezuela và Cuba – 2 nước Mỹ La Tinh khá tương đồng.

Chúng tôi nghe nói rằng, giá trị hợp đồng xuất khẩu sang Venezuela có thể lên tới 15 triệu USD. Tuy nhiên, tuân thủ nguyên tắc thận trọng khi dự báo, chúng tôi cho rằng năm 2009 chỉ có khoảng 10% đơn hàng được thực hiện. Trong các năm tiếp theo, mỗi năm sẽ xuất thêm khoảng 20%.

Bảng 21 – Dự báo doanh thu theo kịch bản cơ sở

Đơn vị: '000 VNĐ

Doanh thu	2009F	+/-	2010F	+/-	2011F	+/-
Tiêu thụ nội địa	869,832,572	3.9%	950,717,416	9%	1,082,244,466	14%
Xuất khẩu	36,721,251	NA	72,294,963	97%	79,428,066	10%
PVOil	27,540,938	NA	57,835,970	110%	59,571,049	3%
Khác	9,180,313	NA	14,458,993	58%	19,857,016	37%
Tổng	906,553,823	8.3%	1,023,012,379	12.8%	1,161,672,531	13.6%

Nguồn: TSC dự báo

Cũng tại đại hội, chúng tôi nghe nói rằng việc lò thủy tinh không chỉ công suất 19 tấn/ngày đi vào hoạt động không chỉ đáp ứng nhu cầu sản xuất của RAL mà còn mở ra triển vọng xuất khẩu mặt hàng ống đèn huỳnh quang không chỉ và thủy tinh nguyên liệu không chỉ vào các thị trường khó tính như EU, Nhật Bản do sản phẩm này đáp ứng được các tiêu chí khắt khe về bảo vệ môi trường.

Để chống các vụ kiện bán phá giá đèn huỳnh quang thành phẩm, chúng tôi nghe nói hiện công ty đang tiếp xúc các khách hàng tiềm năng tại Ấn Độ, Hàn Quốc, Campuchia và EU để lách luật chào bán riêng vỏ ống đèn và thủy tinh nguyên liệu. Chúng tôi dự báo, các thị trường này sẽ mang lại cho RAL doanh thu 500 nghìn USD năm 2009, 750 nghìn USD năm 2010 và 1 triệu USD năm 2011.

Đây là những giả định thực tế nhất về doanh nghiệp dựa trên những yếu tố thực tại của RAL

Cơ hội xuất khẩu sang Venezuela là một cơ hội tốt giúp RAL giải quyết được bài toán hàng tồn kho và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh CFO

Hãy cùng chờ xem những nỗ lực linh hoạt của RAL nhằm lách qua hàng rào thuế chống bán phá giá của Ấn Độ, Ai Cập sẽ đem lại hiệu quả như thế nào.

Giả định tăng trưởng doanh thu theo từng mặt hàng

Sau khi giảm mạnh trong năm 2008 do sự sụp đổ của đơn hàng Cuba, chúng tôi tin rằng, các sản phẩm đèn huỳnh quang và đèn compact sẽ tăng trưởng trở lại bắt đầu từ năm 2009. Một điểm khác cần lưu ý trong phần giả định về doanh thu của chúng tôi là tốc độ tăng trưởng vào năm 2010 sẽ tăng mạnh nhất cùng với sự hồi phục trở lại của sức mua trước khi ổn định vào năm 2011.

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, do vậy chúng tôi cho rằng 5% doanh thu tăng thêm trong năm 2009, tiếp theo đó là 10% trong các năm 2010 và 2011 là hợp lý.

Bảng 22 – Dự báo tăng trưởng doanh thu theo từng mặt hàng theo kịch bản cơ sở

Doanh thu	2008	2009F	2010F	2011F
Đèn tròn	38.0%	1.2%	4.0%	3.5%
Phích nước	19.2%	2.0%	5.0%	4.5%
H.Quang	-14.8%	5.3%	10.0%	10.0%
Compact	-10.2%	20.0%	25.0%	25.0%
Thiết bị phụ trợ	7.4%	1.0%	3.0%	3.0%
Khác	63.1%	-2.0%	1.0%	1.0%

Nguồn: TSC dự báo

Đối với đèn compact, đây là sản phẩm tiết kiệm điện, 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 20% mỗi năm trong năm 2009, và 25% trong hai năm tiếp theo.

Các sản phẩm đèn tròn, ngay bản thân doanh nghiệp cũng chỉ đặt mục tiêu duy trì ổn định mức sản xuất hiện tại hoặc cắt giảm dần theo định hướng tiết kiệm năng lượng của chính phủ. Do vậy, chúng tôi chỉ đề ti lệ tăng trưởng thấp từ 1.2% đến 4% hàng năm.

Phích nước sau khi tăng mạnh nhờ mùa đông dài và lạnh đầu năm 2008, chúng tôi không thấy nhiều cơ hội để sản phẩm này tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm 2009. Do đó, tỷ lệ tăng trưởng dao động từ 2% - 5% được chúng tôi ước đoán cho 3 năm tới.

Giả định tỷ trọng doanh thu

Xét về cơ cấu doanh thu, chúng tôi tin rằng, với vị thế là sản phẩm chiến lược mũi nhọn của RAL, đèn compact sẽ chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong doanh thu, tăng từ mức 35.3% năm 2008 lên khoảng 47% vào năm 2011.

Đối với đèn huỳnh quang, tiềm năng tăng trưởng từ xuất khẩu sản phẩm không chỉ bị kiềm chế bởi sự cạnh tranh quyết liệt trên thị trường trong nước, do vậy đèn huỳnh quang ít có cơ hội được tăng tỷ trọng trong doanh thu. Với cách nhìn nhận trên, chúng tôi cho rằng tỷ trọng của đèn huỳnh quang sẽ ổn định ở mức 10% - 11% trong thời gian tới.

Bảng 23 – Dự báo tỷ trọng doanh thu theo từng mặt hàng theo kịch bản cơ sở

Doanh thu	2008	2009F	2010F	2011F
Đèn tròn	11.9%	11.1%	10.2%	9.3%
Phích nước	27.1%	25.6%	23.8%	21.9%
H.Quang	10.9%	10.6%	10.4%	10.0%
Compact	35.3%	39.1%	43.4%	47.7%
Thiết bị phụ trợ	7.5%	7.0%	6.4%	5.8%
Khác	7.2%	6.5%	5.8%	5.2%

Nguồn: TSC dự báo

Mặc dù với vị thế là mặt hàng lớn thứ 2 trong cơ cấu doanh thu mỗi năm đóng góp trên 200 tỷ đồng, song do được dự báo là không tăng trưởng nhiều trong 3 năm tới nên tỷ trọng của phích nước có khả năng sẽ giảm dần từ mức 27.1% hiện nay xuống khoảng 22% vào năm 2011. Tương tự như vậy, sản phẩm đèn tròn sẽ giảm tầm quan trọng của mình trong cơ cấu doanh thu khi tỷ trọng 11.9% sẽ chỉ còn khoảng 9.3% năm 2011.

Đèn compact được trông đợi sẽ tăng trưởng mạnh nhất khoảng 20 – 25%/năm, tiếp theo là đèn huỳnh quang, phích nước và đèn tròn.

Bên cạnh đèn compact, phích nước sẽ vẫn là mặt hàng quan trọng hoạt động như một thiết bị giảm sốc giúp Rạng Đông phân tán rủi ro nếu mặt hàng đèn chiếu sáng gặp khó khăn.

Bảng 24 – Dự báo tỷ trọng doanh thu theo từng mặt hàng theo kịch bản cơ sở

Đơn vị: '000 VND

Doanh thu	2008	2009F	2010F	2011F
Đèn tròn	99,557,999	100,752,694.99	104,782,802.79	108,450,200.89
Phích nước	227,294,445	231,840,333.90	243,432,350.60	254,386,806.37
H.Quang	91,483,381	96,286,258.50	105,914,884.35	116,506,372.79
Compact	295,675,422	354,810,506.40	443,513,133.00	554,391,416.25
Thiết bị phụ trợ	63,194,985	63,826,934.85	65,741,742.90	67,713,995.18
Khác	60,241,933	59,037,094.34	59,627,465.28	60,223,739.94
Tổng	837,448,165	906,553,823	1,023,012,379	1,161,672,531

Nguồn: TSC dự báo

Giả định giá vốn hàng bán

Các giả định về giá vốn hàng bán của chúng tôi được đưa ra trên giả định RAL sẽ không thay đổi chính sách hạch toán hiện nay là Bình Quân Gia Quyền. Nếu công ty áp dụng các phương pháp Nhập trước xuất trước (FIFO) hay Nhập sau xuất trước (LIFO), những giả định này có thể sẽ không còn chính xác.

Giả định chung của chúng tôi là do nhà máy mới đi vào hoạt động, các chi phí sản xuất, chi phí nguyên vật liệu sẽ được quản lý tốt hơn do các thiết bị mới vận hành tốt hơn. Đây là yếu tố tác động tích cực lên giá vốn hàng bán. Các ví dụ về lượng dầu dùng trong lò thủy tinh hay tỉ lệ phế phẩm trong dây chuyền sản xuất thủy tinh phích giảm mạnh mà chúng tôi đã nêu ở những phần trước là cơ sở để chúng tôi có thể tin vào điều này.

Tuy nhiên, chúng tôi hiểu rằng nhà máy mới đi vào hoạt động cũng đồng nghĩa với việc chi phí khấu hao tăng lên. Hơn nữa, một phần hàng tồn kho của năm trước mua ở mức giá cao có thể sẽ làm giá vốn hàng bán của năm 2009 không thể thấp như năm 2008.

Do vậy, chúng tôi cho rằng, tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu năm 2009 và các năm tiếp theo sẽ tăng từ mức 74% năm 2008 lên 75.7% năm 2009 và ổn định ở mức trên dưới 76% trong 2 năm tiếp theo.

Giả định tài sản & chi phí khấu hao

Hiện nay, công ty đã gần như hoàn tất các kế hoạch đầu tư lớn cho giai đoạn 2006 – 2010, do vậy chúng tôi không nghĩ rằng, tổng tài sản của công ty sẽ tăng đột biến trong vòng 3 năm tới.

Bảng 25 – Dự báo tài sản cố định

Đơn vị: '000 đ

Tài sản cố định	2008	2009F	2010F	2011F
Nguyên giá đầu năm	237,061,632	358,951,136	378,951,136	396,201,136
Tăng thêm trong năm	121,889,504	20,000,000	17,250,000	5,750,000
Nguyên giá cuối năm	358,951,136	378,951,136	396,201,136	401,951,136
Giá trị còn lại đầu năm	79,980,779	181,289,080	177,374,544	167,835,008
Tăng thêm trong năm	121,889,504	20,000,000	17,250,000	5,750,000
Khấu hao	(20,581,203)	(23,914,536)	(26,789,536)	(27,747,869)
Giá trị còn lại cuối năm	181,289,080	177,374,544	167,835,008	145,837,138
Khấu hao lũy kế	177,662,056	201,576,592	228,366,128	256,113,998

Nguồn: TSC dự báo

Nhiều khả năng, tài sản cố định trong năm 2009 sẽ tăng thêm khoảng 20 tỷ do kết chuyển chi phí xây dựng cơ bản dở dang của lò thủy tinh không chỉ đã hoàn tất. Cũng trong năm 2009, công ty đang đầu tư khoảng 23 tỷ cho dự án nâng cao năng lực sản xuất đèn compact 2U & 3U, xoắn T3 & T4, nâng công suất từ mức 1 triệu sản phẩm hiện nay lên 1.7 triệu sản phẩm ống đèn.

Chúng tôi cho rằng, dự án này sẽ hoàn tất cơ bản vào năm 2010 do vậy năm 2010 chúng tôi dự báo tài sản cố định tăng thêm khoảng 17.2 tỷ do kết chuyển 75% chi phí đầu tư cho dự án này. Năm 20011, phần còn lại của dự án sẽ kết chuyển sang tài sản cố định làm khoản mục này tăng thêm khoảng 5.8 tỷ.

Trên cơ sở giả định tài sản cố định như trên, chúng tôi tính toán chi phí khấu hao trong kỳ dựa trên giả định công ty tiếp tục áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng với thời gian khấu hao là 6 năm cho thiết bị máy móc. Những tính toán của chúng tôi cho thấy, chi phí khấu hao sẽ dao động trong khoảng 23 – 27 tỷ đồng, tăng khoảng 3 đến 7 tỷ so với mức khấu hao của năm 2008.

Chi phí khấu hao cho nhà máy mới, nguyên liệu tồn kho tích trữ năm 2008 khi giá cao được xem là những nguyên nhân chính đưa GVHB tăng nhẹ so với 2008

Tài sản cố định trong 3 năm tới dự kiến sẽ tăng không nhiều, khoảng 17 - 20 tỷ trong 2 năm đầu và 6 tỷ trong năm thứ 3

Chúng tôi giả định RAL chưa thành công trong việc thu hồi công nợ trong giai đoạn 2009 – 2011 nhưng sẽ xuất được 10% trị giá đơn hàng cho PVOIL

Chúng tôi giả định các lô hàng xuất khẩu sang Venezuela qua PVOIL sẽ bị nợ trong 06 tháng, sang Ấn Độ Hàn Quốc và các thị trường khác sẽ bị nợ trong 3 tháng

Giả định các khoản phải thu

Chúng tôi tin rằng, các khoản phải thu sẽ tăng nhẹ khoảng 7.4% trong năm 2009 lên mức 202.4 tỷ trước khi giảm 13.1% và ổn định ở mức 175 tỷ trong 2 năm tiếp theo. Cần lưu ý rằng, đối với phương án này, chúng tôi cho rằng Rạng Đông sẽ chưa thành công trong việc thu hồi 72 tỷ còn lại của khách hàng Cuba trong khoảng thời gian 2009 – 2011.

Nếu công ty xuất được hàng sang Venezuela qua PVOIL và các thị trường khác, chúng tôi cho rằng, việc bán hàng trả chậm cho khách có thể là một phương án dễ xảy ra. Tuy nhiên, bài học từ việc cho Cuba chậm trả 12 tháng là một trải nghiệm buồn mà RAL không muốn lặp lại. Vì vậy, chúng tôi giả định RAL sẽ cho Venezuela nợ trong vòng 6 tháng còn các khách hàng còn lại sẽ chậm trả trong thời gian ngắn hơn, khoảng 3 tháng. Do các hợp đồng xuất khẩu nếu có thực hiện thì sẽ bắt đầu vào nửa cuối năm 2009, do vậy các khoản phải thu trong năm 2009 sẽ lớn nhất, các năm sau sẽ giảm dần.

Bảng 27 – Dự báo khoản phải thu

Đơn vị: '000 VNĐ

	2009E	2010E	2011E
Các khoản phải thu	202,414,905	175,937,938	175,199,365
Tăng trưởng	7.4%	-13.1%	-0.4%
1. Phải thu của khách hàng	164,147,372	164,031,031	168,292,458
Tăng trưởng	27.6%	-0.1%	2.6%
Cuba	72,388,668	72,388,668	72,388,668
PVOil	27,540,938	28,917,985	29,785,525
Hàn Quốc + Ấn Độ + Khác	6,885,235	3,614,748	4,964,254
Trong nước	57,332,532	59,109,630	61,154,011
2. Trả trước cho người bán	36,545,565	10,184,939	5,184,939
Tăng trưởng	62.8%	27.9%	50.9%
Ký quỹ L/C lò thủy tinh không chì			
Ký quỹ L/C dây chuyền 3U mở rộng	18,360,626		
Trả trước nhà cung cấp vật tư	18,184,939	10,184,939	5,184,939
3. Các khoản phải thu khác	1,721,968	1,721,968	1,721,968

Nguồn: TSC dự báo

Các khoản phải thu tăng trong năm 2009 cũng còn do công ty phải ký quỹ mở LC để nhập khẩu dây chuyền phục vụ dự án nâng cao năng lực sản xuất 3U. Thiết bị này trị giá khoảng hơn 18 tỷ đồng. Các năm tiếp theo, khoản trả trước người bán này không còn nữa, do vậy các khoản phải thu cũng giảm tương ứng.

Giả định về hàng tồn kho

Mặc dù đã tính đến phương án xuất khẩu được khoảng 37 tỷ trong năm 2009, nhưng so với mức tồn kho 440 tỷ của thời điểm Q1 2009 thì việc xuất khẩu không giúp giảm nhiều hàng tồn kho của doanh nghiệp.

Vì vậy, nếu ước tính dựa trên những số liệu về vòng quay hàng tồn kho của giai đoạn 2006 – 2008, máy tính của chúng tôi đưa ra kết quả không khả quan về lượng hàng tồn kho trong 2 năm tới, dao động từ 451 đến 514 tỷ đồng.

Giả định về chi phí QLDN

Hiện nay, toàn bộ số tiền hàng mà khách hàng Cuba chậm trả trị giá khoảng 72 tỷ đồng chưa được RAL trích lập dự phòng. Tùy vào diễn biến thực tế trong thời gian tới, công ty có thể sẽ trích lập hoặc không trích lập khấu hao cho khoản này.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, khi phân tích cổ phiếu RAL, nhằm mang lại cho các nhà đầu tư cái nhìn sát thực nhất về tình hình của doanh nghiệp dưới góc nhìn của nhà phân tích, chúng tôi giả định rằng RAL sẽ trích lập theo đúng hướng dẫn của Thông tư số 13/2006/TT - BTC ngày 27/02/2006 của Bộ Tài Chính. Do vậy, lợi nhuận sau thuế của RAL theo phương án của chúng tôi sẽ thấp hơn mức lợi nhuận nếu RAL không trích lập dự phòng mỗi năm khoảng 24 tỷ đồng.

Với cách nhìn nhận trên, chúng tôi giả định chi phí quản lý doanh nghiệp đã trích dự phòng phải

Bảng 26 - Trích lập dự phòng phải thu khó đòi

Thời gian quá hạn	Mức trích lập
3T < Quá hạn < 12 T	30%
12T < Quá hạn < 24T	50%
24T < Quá hạn < 36T	70%
36T < Quá hạn	100%

Nguồn: TT 13/2006/TT - BTC ngày 27/02/2006

thu khó đòi, tăng lên đáng kể so với mức 2008. Cụ thể, chi phí này sẽ tăng từ mức 29 tỷ của năm 2008 lên khoảng 51 tỷ đồng cho năm 2009, 55 tỷ cho năm 2010 và 59 tỷ cho năm 2011. Nếu loại bỏ chi phí dự phòng này, chi phí quản lý doanh nghiệp chỉ là 27 tỷ đồng, 31 tỷ đồng và 35 tỷ đồng trong các năm 2009, 2010 và 2011.

Giả định về chi phí bán hàng

Như đã phân tích ở phần doanh thu và chính sách bán hàng, chừng nào chính sách bán hàng không hạ giá của RAL còn chưa thay đổi, công ty bắt buộc phải tăng chi phí bán hàng dưới dạng chi phí khuyến mại, chi phí hỗ trợ vận chuyển cho các đại lý như một hình thức đền bù cho mức giá cao hơn các công ty khác. Hơn nữa, áp lực cạnh tranh hàng Trung Quốc, các đối thủ nội địa và các tên tuổi lớn nước ngoài như Phillips khiến chi phí bán hàng của RAL ít có cơ hội giảm đi.

Theo ước tính của chúng tôi, chi phí bán hàng năm 2009 có khả năng tăng không đáng kể, vào khoảng 85 tỷ so với 82 tỷ của năm 2009. Tuy nhiên, cùng với việc doanh thu dự kiến tăng lên 1,022 và 1,161 tỷ đồng trong các năm 2010 và 2011, chúng tôi giả định rằng chi phí bán hàng cũng tăng lên mức 92 tỷ và 98 tỷ đồng.

Giả định về các khoản vay

Do hầu hết các dự án lớn trong thời kỳ 2006 – 2010 đã cơ bản hoàn thành, việc vay vốn dài hạn để tài trợ cho các dự án này được chúng tôi dự báo sẽ không phát sinh nhiều. Hơn nữa, các khoản vay dài hạn hiện nay tại Vietcombank đều có thời hạn 5 năm kể từ năm 2008, trả lãi cuối kỳ, nên biến động các khoản vay dài hạn do thanh toán hàng năm ít có khả năng phát sinh trừ trường hợp RAL thanh toán trước hạn.

Tại thời điểm này, nhu cầu vay vốn dài hạn lớn nhất mà chúng tôi nhận thấy là việc chi khoảng 1 triệu USD nhập khẩu dây chuyền cho dự án nâng cấp năng lực 3U vào năm 2009. Do vậy, các khoản vay dài hạn sẽ tăng từ mức 44 tỷ đồng của năm 2008 lên mức 62 tỷ vào năm 2009.

Bảng 28 – Dự báo các khoản vay

Đơn vị: '000đ

Toàn bộ khoản vay	2,008	2009F	2010F	2011F
Dài hạn	44,152,816,572	62,572,330,568	65,274,381,512	66,976,673,606
Ngân hàng	35,621,504,878	54,041,018,874	56,743,069,818	58,445,361,912
CBCNV	8,014,334,600	8,014,334,600	8,014,334,600	8,014,334,600
Khác	516,977,094	516,977,094	516,977,094	516,977,094
Ngắn hạn	365,167,749,314	327,799,130,562	332,584,596,714	349,629,242,742
Ngoại tệ quy đổi	133,077,941,800	95,709,323,048	100,494,789,200	117,539,435,228
Ngân hàng	124,898,432,514	124,898,432,514	124,898,432,514	124,898,432,514
CBCNV	107,191,375,000	107,191,375,000	107,191,375,000	107,191,375,000
Tổng	409,320,565,886	390,371,461,130	397,858,978,226	416,605,916,348

Nguồn: TSC dự báo

Về các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động nhập khẩu nguyên vật liệu, do lượng hàng tồn kho hiện nay rất lớn lên tới 440 tỷ do vậy nhiều khả năng RAL sẽ phải chủ động giảm nhập khẩu nguyên vật liệu. Với cách suy luận trên, chúng tôi giả định việc vay vốn để nhập nguyên vật liệu trong năm 2009 sẽ giảm khoảng 30% so với 2008 khiến cho khoản vay ngoại tệ ngắn hạn quy đổi chỉ còn khoảng 95 tỷ thay vì 133 tỷ như năm 2008.

Các năm tiếp theo, khi lượng nguyên liệu tồn kho không còn lớn, nhu cầu vốn tài trợ cho nhập khẩu tăng dần trở lại mức 100 tỷ vào năm 2010 và 117 tỷ vào năm 2011. Như vậy, tổng giá trị các khoản vay cả dài hạn và ngắn hạn sẽ vào khoảng 390 tỷ năm 2009, 397 tỷ năm 2010 trước khi tăng lên 416 tỷ năm 2011.

Giả định chi phí lãi vay

Chi phí lãi vay năm 2009 và 2010 được dự báo sẽ giảm so với 2008 do lãi suất không còn căng thẳng và chính sách kích cầu thông qua hỗ trợ lãi suất. Tuy nhiên, bóc tách các khoản vay hiện nay của RAL, công ty chỉ có thể trông chờ được hưởng lãi suất ưu đãi 6.5% đối với khoản vay ngắn hạn 124 tỷ vay bằng VND. Toàn bộ các khoản vay dài hạn và ngắn hạn bằng USD cũng như vay cán bộ công nhân viên không được hưởng ưu đãi này.

Chi phí bán hàng nhiều khả năng sẽ không giảm nếu công ty không thay đổi chính sách bán hàng không hạ giá của mình.

Các khoản vay trong giai đoạn 2009 – 2011 chủ yếu nhằm tài trợ cho vốn lưu động do hầu hết các khoản mục dự án đầu tư lớn đã hoàn thành.

Có thể việc nhập khẩu nguyên vật liệu sẽ giảm xuống do lượng hàng tồn kho lớn và giá cả ổn định nên nhu cầu tích trữ cũng giảm xuống

Chi phí lãi vay giảm do lãi suất hạ xuống mặt bằng mới và nhu cầu vay vốn đầu tư dự án của RAL không còn nhiều

Do vậy, chúng tôi giả định rằng chỉ 25% tổng số nợ được vay lại bằng lãi suất ưu đãi 6.5%/năm, còn lại 75% vẫn phải chịu mức lãi suất từ trước. Năm 2010, tỷ lệ này có thể là 50% vay ưu đãi và 50% vay bình thường. Với cách tính này, chi phí lãi vay năm 2009 giảm xuống còn 36 tỷ, năm 2010 còn 29 tỷ và năm 2011 tăng lên 39 tỷ do hỗ trợ lãi suất chỉ hết năm 2010 mà thôi.

Giả định về chênh lệch tỷ giá hối đoái

Trong năm 2008, chi phí do chênh lệch tỷ giá chiếm tới 13.6 tỷ đồng do sự mất giá của đồng VNĐ trước đồng USD. Trong nỗ lực dự báo chi phí tỷ giá cho 3 năm tới, chúng tôi tiến hành theo 2 bước. Bước một, chúng tôi đưa ra những giả định về tình hình diễn biến của tỷ giá trong 3 năm tới. Bước hai, chúng tôi dự báo nhu cầu ngoại tệ của RAL theo những hiểu biết tốt nhất của chúng tôi về doanh nghiệp. Bước này có tác dụng khoanh vùng toàn bộ những rủi ro liên quan đến các khoản vay bằng USD của công ty. Kết hợp hai bước trên, chúng tôi đi đến những ước tính về chi phí tỷ giá của doanh nghiệp.

Về diễn biến của tỷ giá, dựa trên những thông tin về thâm hụt thương mại, chênh lệch lãi suất và kỳ vọng lạm phát giữa Việt Nam và Hoa Kỳ, chúng tôi giả định trong 2 năm 2009 và 2010, mỗi năm đồng Việt Nam sẽ mất giá khoảng 5% so với đồng USD trước khi giảm nhẹ về mức 3% vào năm 2011.

Nếu những diễn biến này là đúng và với sự khan hiếm tiền USD bán ra từ hệ thống ngân hàng, tỷ giá USD mà RAL có thể tiếp cận trên thị trường tự do sẽ ở mức 18,361 VND/USD năm 2009, 19,279 VND/USD năm 2010 và 19,857 VND/USD vào năm 2011. Tuy nhiên, tỷ giá hạch toán các khoản vay này theo công bố của ngân hàng nhà nước sẽ nằm trong khoảng 17,443 VND/USD, 18,315 VND/USD và 18,864 VND/USD.

Bảng 29 – Giả định về tỷ giá

Đơn vị: ‘VNĐ

Tỷ giá VND/USD		2009F	2010F	2011F
Phi chính thức	17,486	18,361	19,279	19,857
+/-		5.00%	5.00%	3.00%
Chính thức	16,977	17,443	18,315	18,864

Nguồn: TSC dự báo

Năm 2009, RAL cần vay thêm khoảng 1 triệu USD để nhập thiết bị phục vụ cho dự án nâng cao năng lực sản xuất của dây chuyền 3U. Như vậy, giá trị các khoản vay dài hạn bằng USD trong 3 năm tới sẽ ở mức ổn định khoảng 3.1 triệu USD, tăng 1 triệu USD so với năm 2008.

Như đã phân tích trong phần dự báo các khoản vay, năm 2009, RAL cần vay thêm khoảng 1 triệu USD để nhập thiết bị phục vụ cho dự án nâng cao năng lực sản xuất của dây chuyền 3U. Nhiều khả năng, công ty sẽ vay dài hạn để tài trợ cho dự án này. Như vậy, nhu cầu các khoản vay dài hạn bằng USD trong 3 năm tới sẽ ở mức ổn định khoảng 3.1 triệu USD, tăng 1 triệu USD so với năm 2008.

Đối với các khoản vay ngắn hạn bằng ngoại tệ, do chúng tôi giả định nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu trong năm 2009 và 2010 sẽ giảm khoảng 30% so với năm 2009, do vậy các khoản vay ngắn hạn bằng USD cũng giảm từ mức 7.8 triệu xuống còn khoảng 5.5 triệu USD trước khi tăng trở lại 6.2 triệu USD vào năm 2011.

Như vậy, chúng tôi ước tính rằng tổng số rủi ro tỷ giá mà RAL phải gánh chịu sẽ nằm trong khoảng 8.5 triệu USD năm 2009 và 2010, sau đó tăng lên 9.3 triệu vào năm 2011.

Bảng 30 – Giả định về nhu cầu vay ngoại tệ

Đơn vị: ‘USD

Vay USD	2008	2009F	2010F	2011F
Dài hạn	2,098,221	3,098,221	3,098,221	3,098,221
Ngắn hạn	7,838,720	5,487,104	5,487,104	6,230,831
Tổng (USD)	9,936,941	8,585,325	8,585,325	9,329,053

Nguồn: TSC dự báo

Tuy nhiên, do giả định RAL sẽ xuất khẩu được khoảng 2 triệu USD năm 2009, khoảng 3.75 và 4 triệu USD trong 2 năm tiếp theo, công ty có thể “găm giữ” số ngoại tệ này và chi trả cho tiền hàng nhập khẩu nguyên vật liệu. Với cách làm này, công ty chỉ phải đi vay số ngoại tệ mà tiền hàng xuất khẩu không đáp ứng được và chi phí do chênh lệch tỷ giá hối đoái sẽ giảm đi rất nhiều.

Với cách tiếp cận như vậy, chúng tôi ước tính, chi phí từ chênh lệch tỷ giá của RAL lần lượt là 7.4 tỷ năm 2009, 7.8 tỷ năm 2010 và 5.2 tỷ vào năm 2011.

Bảng 31 – Giả định về chi phí chênh lệch tỷ giá

Đơn vị: 'USD

Vay USD	2009F	2010F	2011F
Nhu cầu USD	8,585,325	8,585,325	9,329,053
Thu từ XK	2,000,000	3,750,000	4,000,000
Đi vay USD	6,585,325	4,835,325	5,329,053
Chi phí (VND)	5,589,953,126	4,217,128,698	2,928,048,170

Nguồn: TSC dự báo

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Với hệ thống các giả định được mô tả chi tiết ở phần trên, chúng tôi đi đến bảng tổng kết sau. Lợi nhuận sau thuế (đã trích lập dự phòng phải thu khó đòi của Cuba) lần lượt đạt mức 29 tỷ năm 2009, 41.8 tỷ năm 2010 và 55.6 tỷ năm 2011.

Bảng 32 – Dự báo theo phương án cơ sở

Đơn vị: '000 VND

Phương án xấu nhất	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	837,444,994	906,602,533	1,023,067,346	1,161,734,949
Giá vốn hàng bán	(624,443,181)	(685,904,614)	(780,238,915)	(885,455,841)
Lãi gộp	213,001,813	220,697,919	242,828,431	276,279,108
Chi phí bán hàng	(83,528,612)	(85,220,638)	(92,076,061)	(98,747,471)
Chi phí QLDN	(29,054,503)	(51,564,111)	(55,058,055)	(59,218,083)
EBIT	100,816,755	84,280,658	96,061,804	118,681,043
Lãi vay	(41,904,843)	(36,994,665)	(29,641,138)	(39,118,244)
Chênh lệch tỷ giá	(13,692,738)	(5,589,953)	(4,217,129)	(2,928,048)
Lãi trước thuế	48,905,529	42,767,258	61,800,546	78,173,488
Thuế TNDN	-	10,691,814	15,450,136	19,543,372
Lãi ròng	48,905,529	32,075,443	46,350,409	58,630,116

Nguồn: TSC dự báo

Định giá theo kịch bản cơ sở

Mô tả về mô hình định giá

Chúng tôi đã cân nhắc kết hợp định giá theo 3 phương pháp là chiết khấu dòng cổ tức, phương pháp so sánh P/E & P/B và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF.

Chiết khấu dòng cổ tức (DDM) – Không phù hợp

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức tỏ ra không phù hợp khi định giá RAL bởi vì điều kiện quan trọng nhất khi áp dụng phương pháp này không được thỏa mãn, đó là chính sách cổ tức phải nhất quán và thể hiện được khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Cụ thể, năm 2008 khi lợi nhuận sau thuế của RAL là 48.9 tỷ, công ty quyết định trả cổ tức 20% trên mệnh giá tức là khoảng 23 tỷ đồng. Như vậy, tỷ lệ chia cổ tức trên lợi nhuận sau thuế vào khoảng 47%.

Tuy nhiên, tại đại hội cổ đông năm 2009, công ty vẫn giữ nguyên mức cổ tức dự kiến sẽ trả trong năm 2009 là 20% mệnh giá tương đương với 23 tỷ đồng. Trong khi đó, kế hoạch lợi nhuận trước thuế là 40.6 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 30.5 tỷ. Như vậy, nếu trả cổ tức 23 tỷ thì tỷ lệ trả cổ tức trên lợi nhuận sau thuế lên tới 75.5%.

Một ví dụ nhỏ như vậy cũng cho thấy chính sách cổ tức chưa nhất quán, không gắn liền với kết quả hoạt động kinh doanh, lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy, chúng tôi quyết định không sử dụng phương pháp định giá này.

Định giá so sánh P/E

Công ty trong nước – Không phù hợp

Điểm mấu chốt của phương pháp định giá so sánh là phải có một chuẩn mực chung của ngành hoặc của một cổ phiếu khác tương tự để làm thước đo, đối chiếu và tìm ra giá trị của cổ phiếu cần định giá.

Tuy nhiên, đối với trường hợp của RAL, không có một doanh nghiệp nào trên thị trường có ngành hàng sản xuất với 30% tỷ trọng doanh thu đến từ phích nước. Hơn nữa, giả sử chúng tôi cố gắng ép lấy DQC làm thước đo tham chiếu (mặc dù bỏ qua thực tế là DQC không có mặt hàng phích nước) thì thước đo này vẫn bị lệch do trong năm 2008, kết quả kinh doanh của DQC bị biến động rất dữ dội do doanh nghiệp này bị sụt giảm thị trường xuất khẩu vốn chiếm phần lớn doanh thu. Do vậy, kết quả so sánh nếu có cũng không phản ánh đúng thực chất tình hình.

Công ty nước ngoài

Chúng tôi quyết định chọn những công ty sản xuất bóng đèn huỳnh quang, đèn compact và đèn tròn tại những nước có trình độ phát triển tương đồng với Việt Nam như Ấn Độ, Trung Quốc và Thái Lan để tính chỉ số P/E trung bình. Kết quả cho thấy, các công ty tương tự đang được giao dịch ở mức giá 19 lần so với thu nhập.

Bảng 33 – Chỉ số P/E các công ty trong khu vực

Công ty	Quốc Gia	Vốn hóa TT	Doanh thu	Giá	EPS	P/E
INDO ASIAN FUSE	Ấn Độ	658,185,088	1,471,329,920	43	12.6	3.4
HALONIX LTD	Ấn Độ	1,674,152,960	3,840,633,088	59.75	0.6	3.5
THAI STANLEY ELE	Thái Lan	7,126,125,056	8,758,145,280	93	17.7	5.3
RẠNG ĐÔNG - RAL	Việt Nam	322,000,000	843,700,000	28	2.1	13.6
CHINA ELECTRIC	Trung Quốc	5,324,959,232	4,853,193,728	13.95	0.6	22.1
FOSHAN ELEC-B	Trung Quốc	8,168,733,184	1,706,315,776	5.76	0.2	22.2
SIEMENS INDIA	Ấn Độ	164,348,592,128	96,336,396,288	487.45	17.8	27.4
ZHEJIANG YANKO-A	Trung Quốc	3,169,562,112	1,881,184,512	12.69	0.4	31.0
SHANG JIABAO-A	Trung Quốc	6,166,501,888	854,422,144	11.99	0.3	37.0
Trung Bình						19.0

Nguồn: Bloomberg

Như vậy, nếu lợi nhuận theo phương án cơ sở của năm 2009 là 32.07 tỷ đồng, EPS dự báo cho năm 2009 vào khoảng 2.788 đ/cp. Do đó, nếu tính theo mức P/E trung bình ngành, giá của RAL vào thời điểm cuối năm 2009 nên là 52,985 đ.

Do chính sách cổ tức của RAL chưa nhất quán và không phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp, chúng tôi quyết định không sử dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức DDM để định giá cổ phiếu này

Chúng tôi không tìm được doanh nghiệp trong nước nào tương tự và có kết quả kinh doanh ổn định để so sánh P/E

Chúng tôi sử dụng Bloomberg như một công cụ để tìm ra các công ty sản xuất bóng đèn huỳnh quang, đèn compact & đèn tròn tại những nước tương tự như Ấn Độ, Trung Quốc và Thái Lan để so sánh

Chiết khấu dòng tiền - DCF

Nhận thức được rằng khi sử dụng phương pháp DCF, giá trị của cổ phiếu tìm được sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các giả định của người định giá, do vậy chúng tôi sẽ tiến hành định giá theo 3 phương án bình thường, tốt nhất và xấu nhất nhằm đưa ra một dải giá trị.

Đối với phương án bình thường này, chúng tôi sử dụng các giả định được mô tả chi tiết ở trên nhằm tính toán dòng tiền tự do trong 2 giai đoạn, từ 2009 đến 2011 và giai đoạn sau từ năm 2012 trở đi. Tốc độ tăng trưởng dòng tiền từ năm 2012 được chúng tôi dự báo là 3% do sự ổn định, ít có khả năng tăng trưởng đột biến về doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp.

Để tính chi phí vốn cổ phần, chúng tôi sử dụng những thông số chính như lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn 9.75%, lãi suất trái phiếu công ty dài hạn 11%, mức bù rủi ro 5%, beta của công ty 1.02, thuế suất TNDN 25%.

	Lãi suất	Lãi suất sau thuế	GTVH	% vốn	Giá quyền
Trái phiếu dài hạn	11.00%	8.25%	409,320,566	57.69%	4.76%
Cổ phiếu ưu đãi	0.00%	0.00%	-	0.00%	0.00%
Cổ phiếu thường	14.85%	14.85%	300,150,000	42.31%	6.28%
WACC			709,470,566	100.00%	11.04%

Với những thông số này, chi phí vốn cổ phần được ước tính là 14.85%, chi phí vốn bình quân WACC là 11.04%.

Kết quả định giá

CÔNG TY CỔ PHẦN BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	11.04%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	3.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2011E	83,656,714
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2011E	811,627,293
Tiền và các khoản tương đương tiền	49,712,157
Giá trị Công ty	944,996,163
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	409,320,566
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	535,675,598
Khối lượng CP đang lưu hành	11,500,000
Giá ('000/cp)	46.58

Phân tích độ nhạy				
		WACC		
		8.83%	11.04%	13.25%
g	46.58			
	1.92%	62.80	37.57	22.26
	2.40%	69.67	41.30	24.55
	3.00%	79.85	46.58	27.73
	3.60%	92.37	52.71	31.29
	4.32%	111.78	61.52	36.21

Giá bình quân của kịch bản cơ sở: 48,500 đ/cp

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E. Theo cách tính này, giá bình quân cho kịch bản cơ sở là $70\% \times 46,580 + 30\% \times 52,985 = 48,500 \text{ đ/Cp}$

Chúng tôi dự báo dòng tiền dành cho doanh nghiệp FCFF trong giai đoạn 2009 – 2011 và giai đoạn từ 2011 trở về sau với giả định tốc độ tăng trưởng bền vững ở mức 3%.

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E

Giá bình quân của kịch bản cơ sở là 48,500đ/cp

Kịch bản 2 - Bức tranh màu hồng cho kịch bản tốt nhất

Trong phần này, chúng tôi phác họa ra bức tranh đẹp nhất mà RAL có thể có trong 3 năm tới. Những giả định này được cân nhắc dựa trên những cơ sở thực tế của doanh nghiệp. Với kinh nghiệm phân tích của mình, chúng tôi cho rằng xác suất xảy ra phương án này là không nhiều, chỉ vào khoảng 15%.

Các giả định của kịch bản 2

Giả định về doanh thu

Theo kịch bản tốt nhất này, thị trường nội địa sẽ tăng trưởng khoảng 12% trong năm 2009 so với năm 2008, trước khi tăng trưởng 13.9% trong năm 2010 và 12.3% trong năm 2011. Bên cạnh đó, giá trị hợp đồng xuất khẩu cho Venezuela trong năm 2009 sẽ thực hiện khoảng 20%, hai năm tiếp theo mỗi năm 40%.

Bảng 34 – Dự báo doanh thu theo kịch bản tốt nhất

Đơn vị: '000 VND

Doanh thu	2009F	+/-	2010F	+/-	2011F	+/-
Tiêu thụ nội địa	938,310,091	12%	1,068,413,498	13.9%	1,199,813,505	12.3%
Xuất khẩu	66,098,252	NA	137,673,216	108%	149,910,835	9%
PVOil	56,655,644	NA	122,376,192	116%	128,495,001	5%
Khác	9,442,607	NA	15,297,024	62%	21,415,834	40%
Tổng	1,004,408,343	20%	1,206,086,714	20%	1,349,724,340	12%

Nguồn: TSC dự báo

Như vậy, cùng với sự tăng trưởng mạnh hơn của thị trường trong nước và xuất khẩu, RAL sẽ cán đích doanh thu 1000 tỷ ngay trong năm 2009 và sẽ chạm mốc 1,382 tỷ 2 năm sau đó. Nhờ có sự tăng trưởng tốt của xuất khẩu, doanh thu các năm 2009 và 2010 sẽ tăng khoảng 20%, sau đó giảm xuống khoảng 12% trong năm 2011.

Giả định về giá vốn hàng bán

Theo phương án này, tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu vẫn ở mức 74.6%, mức thấp kỷ lục của năm 2008.

Giả định tài sản & chi phí khấu hao

Tài sản không thay đổi nhiều so với phương án cơ bản, tuy nhiên chi phí khấu hao có thể giảm xuống khoảng 22 – 25 tỷ so với mức 23 – 27 tỷ của phương án cơ bản. Nguyên nhân là doanh nghiệp có thể áp dụng thời gian khấu hao dài hơn, 8 – 10 năm chứ không phải 6 năm như hiện nay.

Giả định về khoản phải thu

Do là phương án tốt nhất nên chúng tôi giả định RAL sẽ thu hồi được toàn bộ số tiền 72 tỷ của khách hàng Cuba trong năm 2009. Hơn thế nữa, các khoản phải thu của khách hàng Venezuela, Ấn Độ, Hàn Quốc... đều có thời gian thu hồi ngắn, khoảng 1 tháng chứ không phải 6 tháng như phương án cơ sở. Chính vì vậy, khoản phải thu các năm giảm với tốc độ khá mạnh là - 40.7% năm 2009, - 27% năm 2010 và giảm nhẹ -3% năm 2011.

Bảng 35 – Dự báo khoản phải thu theo kịch bản tốt nhất

Đơn vị: '000 VND

	2009E	2010E	2011E
Các khoản phải thu	111,867,018	81,718,337	79,269,233
Tăng trưởng	-40.7%	-27.0%	-3.0%
1. Phải thu của khách hàng	73,599,485	69,811,429	72,362,326
Tăng trưởng	-42.8%	-5.1%	3.7%
Cuba	-	-	-
PVOil	13,770,469	9,455,722	9,550,279
Hàn Quốc + Ấn Độ + Khác	2,295,078	1,181,965	1,591,713
Trong nước	57,533,938	59,173,742	61,220,333
2. Trả trước cho người bán	36,545,565	10,184,939	5,184,939
Tăng trưởng	62.8%	27.9%	50.9%
Ký quỹ L/C lò thủy tinh không chì	-	-	-
Ký quỹ L/C dây chuyền 3U mở rộng	18,360,626	-	-
Trả trước nhà cung cấp vật tư	18,184,939	10,184,939	5,184,939
3. Các khoản phải thu khác	1,721,968	1,721,968	1,721,968

Nguồn: TSC dự báo

Theo kịch bản này, không những thị trường nội địa tăng 12% mà thị trường xuất khẩu cũng khởi sắc thu về 3.5 triệu USD trong năm đầu tiên với 20% giá trị đơn hàng cho Venezuela được thực hiện.

Theo kịch bản tốt nhất này, Rạng Đông sẽ cán đích doanh thu 1,000 tỷ đồng ngay trong năm 2009

Chi phí khấu hao giảm không đáng kể so với kịch bản cơ sở do khung thời gian không chênh lệch quá nhiều.

Kịch bản tốt nhất giả định Rạng Đông sẽ thu hồi toàn bộ tiền hàng còn lại của khách hàng Cuba ngay trong năm 2009

Việc trích lập dự phòng theo thông tư 13 trở nên không cần thiết trong kịch bản này

Giả định về chi phí QLDN

Do giả định đã thu hồi được toàn bộ tiền hàng Cuba trong năm 2009 nên việc trích lập dự phòng theo Thông tư 13 là không cần thiết. Do vậy, chi phí quản lý doanh nghiệp hàng năm sẽ giảm khoảng 24 tỷ đồng so với phương án cơ sở. Cụ thể, chi phí này chỉ còn 27, 31 và 35 tỷ đồng cho các năm từ 2009 – 2011.

Giả định về chi phí bán hàng

Chúng tôi giữ nguyên giả định về tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu như trong phương án cơ sở

Giả định về các khoản vay & chi phí lãi vay

Do giả định RAL đã đòi được tiền hàng Cuba đồng thời các đơn hàng xuất khẩu mới cũng có thời gian thu tiền rất ngắn chỉ có 1 tháng, vì vậy, sức ép đi vay nợ ngắn hạn của RAL giảm nhẹ. Cụ thể, chỉ tính việc giảm các khoản phải thu đã mang lại cho RAL một khoản vốn lưu động khoảng 90 tỷ năm 2009 và 95 tỷ trong 2 năm tiếp theo. Do vậy, các khoản vay ngắn hạn cũng giảm đi tương ứng. Chi phí lãi vay mà chúng tôi ước tính giảm đi so với phương án cơ sở chỉ còn 27 tỷ, 21 tỷ và 28 tỷ trong 3 năm sắp tới.

Giả định về chênh lệch từ tỷ giá hối đoái

Bảng 35 – Giả định về tỷ giá

Đơn vị: VND

Tỷ giá VND/USD		2009F	2010F	2011F
Chính thức	17,486	18,361	18,911	19,101
+/-		5.00%	3.00%	1.00%
Phi chính thức	16,977	17,443	17,966	18,146

Nguồn: TSC dự báo

Do RAL là một đơn vị phải thường xuyên nhập khẩu nguyên vật liệu, tiền USD thu được do xuất khẩu không đủ bù đắp tiền hàng nhập khẩu, nên việc VND mất giá nhẹ đi sẽ có lợi cho doanh nghiệp. Chúng tôi giả định đồng VND sẽ mất giá 5% trong năm 2009 như trong phương án cơ sở, tuy nhiên các năm sau, tỷ lệ này sẽ giảm xuống chỉ còn lần lượt 3% và 1%.

Bảng 35 – Giả định về chi phí chênh lệch tỷ giá

Đơn vị: VND

Chi phí tỷ giá	2009F	2010F	2011F
Nhu cầu USD	8,585,325	8,585,325	9,329,053
Thu từ XK	3,500,000	6,750,000	7,000,000
Thu từ Cuba	4,800,000	0	0
Đi vay USD	285,325	1,835,325	2,329,053
Chi phí (VND)	242,198,126	960,384,877	418,434,682

Do thu hồi được công nợ, nhu cầu vay ngắn hạn nhằm tài trợ cho vốn lưu động của RAL được giả định sẽ giảm nhẹ so với kịch bản cơ sở

Kịch bản tốt nhất giả định VND chỉ mất giá 5% trong năm 2009 sau đó mất 3% và 1% trong các năm tiếp theo.

Với những giả định có lợi nhất cho Rạng Đông về chi phí lãi vay, chênh lệch tỷ giá, khoản phải thu, chi phí khấu hao, lợi nhuận sau thuế năm 2009 tăng đột biến lên 73.9 tỷ đồng. Xin lưu ý xác suất xảy ra những điều kiện tốt như vậy rất thấp, chỉ khoảng 15%

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Bảng 36 – Giả định về lợi nhuận sau thuế

Đơn vị: '000 VND

Phương án tốt nhất	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	837,444,994	1,004,408,343	1,206,086,714	1,349,724,340
Giá vốn hàng bán	(624,443,181)	(748,939,864)	(899,321,901)	(1,006,425,694)
Lãi gộp	213,001,813	255,468,479	306,764,813	343,298,645
Chi phí bán hàng	(83,528,612)	(100,181,905)	(120,297,751)	(134,624,485)
Chi phí QLDN	(29,054,503)	(30,132,250)	(36,182,601)	(40,491,730)
EBIT	100,816,755	125,521,812	150,651,949	168,549,919
Lãi vay	(41,904,843)	(27,745,999)	(21,903,387)	(28,138,411)
Chênh lệch tỷ giá	(13,692,738)	(242,198)	(960,385)	(418,435)
Lãi trước thuế	48,905,529	98,604,832	129,982,620	144,996,055
Thuế TNDN	-	24,651,208	32,495,655	36,249,014
Lãi ròng	48,905,529	73,953,624	97,486,965	108,747,041

Nguồn: TSC dự báo

Định giá theo kịch bản tốt nhất

Mô tả về mô hình

Tương tự như phương án tốt nhất, chúng tôi định giá RAL theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do dành cho doanh nghiệp và phương pháp so sánh. Kết quả cụ thể được trình bày bên dưới đây.

Kết quả định giá theo DCF

CÔNG TY CỔ PHẦN BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	11.04%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	3.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2011E	275,169,701
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2011E	1,215,871,509
Tiền và các khoản tương đương tiền	49,712,157
Giá trị Công ty	1,540,753,368
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	409,320,566
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	1,131,432,802
Khối lượng CP đang lưu hành	11,500,000
Giá ('000/cp)	98,39

Phân tích độ nhạy				
		WACC		
98.39		8.83%	11.04%	13.25%
g	1.92%	122.96	84.89	61.68
	2.40%	133.25	90.47	65.12
	3.00%	148.51	98.39	69.87
	3.60%	167.26	107.57	75.22
	4.32%	196.34	120.77	82.58

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E

Kết quả định giá theo PE so sánh

Theo phương pháp so sánh, lợi nhuận cuối năm 2009 của RAL là 73.9 tỷ đồng, như vậy, thu nhập trên mỗi cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2009 sẽ là 6,426đ/cp. Theo mức P/E chung của các công ty trong khu vực là 19 thì giá cổ phiếu tính theo phương pháp này là 122,095đ/cp

Bảng 37 – Chỉ số P/E các công ty trong khu vực

Công ty	Quốc Gia	Vốn hóa TT	Doanh thu	Giá	EPS	P/E
INDO ASIAN FUSE	Ấn Độ	658,185,088	1,471,329,920	43	12.6	3.4
HALONIX LTD	Ấn Độ	1,674,152,960	3,840,633,088	59.75	0.6	3.5
THAI STANLEY ELE	Thái Lan	7,126,125,056	8,758,145,280	93	17.7	5.3
RẠNG ĐÔNG - RAL	Việt Nam	322,000,000	843,700,000	28	2.1	13.6
CHINA ELECTRIC	Trung Quốc	5,324,959,232	4,853,193,728	13.95	0.6	22.1
FOSHAN ELEC-B	Trung Quốc	8,168,733,184	1,706,315,776	5.76	0.2	22.2
SIEMENS INDIA	Ấn Độ	164,348,592,128	96,336,396,288	487.45	17.8	27.4
ZHEJIANG YANKO-A	Trung Quốc	3,169,562,112	1,881,184,512	12.69	0.4	31.0
SHANG JIABAO-A	Trung Quốc	6,166,501,888	854,422,144	11.99	0.3	37.0
Trung Bình						19.0

Nguồn: Bloomberg

Giá bình quân của kịch bản tốt nhất: 105,501 đ/cp

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E. Theo cách tính này, giá bình quân cho kịch bản tốt nhất là $70\% \times 98,390 + 30\% \times 122,095 = 105,501 \text{ đ/cp}$

Giá bình quân của kịch bản tốt nhất: 105,501 đ/cp

Kịch bản 3 - Bức tranh màu xám

Trong phần này, chúng tôi đưa ra những kịch bản bi quan nhất về các yếu tố có thể ảnh hưởng tới RAL trong 3 năm tới. Những giả định này tuy nhiên được dựa trên những thực tế của doanh nghiệp, tuy nhiên xác suất xảy ra kịch bản này rất thấp, khoảng 15%.

Các giả định của kịch bản 3

Giả định về doanh thu

Theo phương án này, chúng tôi giả định doanh thu nội địa của RAL năm 2009 sẽ giảm khoảng 2% trong khi xuất khẩu không có được một hợp đồng nào. Năm 2010 và 2011, doanh thu có phục hồi nhưng ở mức độ chậm hơn là 5% và vẫn không tìm được thị trường xuất khẩu.

Bảng 38 – Giả định về doanh thu theo kịch bản xấu nhất

Đơn vị: '000VND

Doanh thu	2009F	+/-	2010F	+/-	2011F	+/-
Tiêu thụ nội địa	820,044,059	-2%	861,046,262	5%	904,098,575	5%
Xuất khẩu	0	NA	0	0%	0	0%
PVOil	0	NA	0	0%	0	0%
Khác	0	NA	0	%	0	0%
Tổng	820,044,059	-2%	861,046,262	5%	904,098,575	5%

Nguồn: TSC dự báo

Giả định về giá vốn hàng bán

Theo kịch bản này, tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu trở lại mức cao nhất trong 3 năm gần đây, khoảng 80.4%.

Giả định về khoản phải thu

Chúng tôi đặt ra tình huống xấu nhất đối với khoản phải thu Cuba: khách hàng tuyên bố phá sản, toàn bộ số tiền hàng hơn 72 tỷ mất trắng. Theo hướng dẫn của Thông tư 13, chúng tôi ghi tăng chi phí quản lý doanh nghiệp do quỹ dự phòng phải thu khó đòi rất nhỏ. Chính vì vậy, chi phí khoản phải thu trong 3 năm 2009 đến 2011 không còn ghi nhận khoản phải thu này nữa.

Bảng 39 – Giả định về khoản phải thu

Đơn vị: '000VND

	2009F	2010F	2011F
Các khoản phải thu	94,451,169	68,493,605	64,200,939
Tăng trưởng	-49.9%	-27.5%	-6.3%
1. Phải thu của khách hàng	55,659,047	56,586,698	57,294,032
Tăng trưởng	-56.7%	1.7%	1.3%
Cuba	-	-	-
PVOil	-	-	-
Hàn Quốc + Ấn Độ + Khác	-	-	-
Trong nước	55,659,047	56,586,698	57,294,032
2. Trả trước cho người bán	37,070,154	10,184,939	5,184,939
Tăng trưởng	63.7%	27.5%	50.9%
Ký quỹ L/C lò thủy tinh không chì	18,885,215		
Ký quỹ L/C dây chuyền 3U mở rộng	18,184,939	10,184,939	5,184,939
Trả trước nhà cung cấp vật tư			
3. Các khoản phải thu khác	1,721,968	1,721,968	1,721,968

Nguồn: TSC dự báo

Do doanh nghiệp được giả định là không xuất khẩu được lô hàng nào trong 3 năm, do vậy khoản phải thu từ xuất khẩu sang các thị trường khác cũng bằng không.

Giả định tài sản & chi phí khấu hao

Các giả định của phần này tương tự như phương án cơ sở. Việc loại bỏ khoản phải thu Cuba khỏi bảng cân đối kế toán làm tổng tài sản giảm tương ứng. Tuy nhiên, do khoản phải thu thuộc tài sản ngắn hạn, do đó chi phí khấu hao hầu như ít bị ảnh hưởng.

Kịch bản này vẽ ra bức tranh bi quan về doanh nghiệp với doanh thu từ thị trường xuất khẩu bằng 0, và thị trường trong nước không tăng thậm chí còn sụt giảm 2% so với năm trước.

Giá vốn hàng bán cũng được giả định sẽ ở mức cao nhất trong 3 năm gần đây.

Khoản phải thu Cuba được giả định trường hợp xấu nhất khi khách hàng tuyên bố phá sản, toàn bộ khoản phải thu không thể thu hồi được.

Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh trong năm 2009 do giá định khách hàng Cuba phá sản, toàn bộ khoản phải thu không thu hồi được.

Giả định về chi phí QLDN

Do phải chịu thêm 72 tỷ từ việc xử lý khoản phải thu Cuba, chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2009 tăng mạnh lên mức 96.6 tỷ trước khi trở lại mức 25 và 27 tỷ trong 2 năm tiếp theo.

Giả định về chi phí bán hàng

Chi phí này không thay đổi theo kịch bản cơ sở

Giả định về chênh lệch từ tỷ giá hối đoái

Theo kịch bản này, tỷ giá trượt mạnh 8% trong năm 2009 và 2010 thay vì 5% như trong phương án cơ sở. Năm 2011, tỷ lệ này giảm xuống còn 10% năm.

Bảng 40 – Giả định về tỷ giá hối đoái

Đơn vị: VNĐ

Tỷ giá VND/USD	2008	2009F	2010F	2011F
Phi chính thức	17,486	18,885	20,396	21,416
+/-		8.00%	8.00%	5.00%
Chính thức	16,977	17,941	19,376	20,345

Nguồn: TSC dự báo

Tỷ giá hối đoái diễn ra theo hướng bất lợi cho RAL và công ty bị triệt tiêu hoàn toàn nguồn thu USD từ xuất khẩu

Do công ty không xuất khẩu được, toàn bộ tiền USD nhập khẩu nguyên vật liệu phải vay ngân hàng vì vậy chi phí tỷ giá tăng lên mức 11.6 tỷ, 12.3 tỷ và 9.03 tỷ trong ba năm 2009, 2010 và 2011.

Bảng 36 – Giả định về chi phí chênh lệch tỷ giá

Đơn vị: VNĐ

Chi phí tỷ giá	2009F	2010F	2011F
Nhu cầu USD	8,585,325	8,585,325	9,329,053
Thu từ XK	0	0	0
Đi vay USD	8,585,325	8,585,325	9,329,053
Chi phí (VNĐ)	11,660,245,002	12,322,313,713	9,038,094,010

Nguồn: TSC dự báo

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Bảng 36 – Giả định về lợi nhuận sau thuế

Đơn vị: VNĐ

Phương án xấu nhất	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	837,444,994	820,044,059	861,046,262	904,098,575
Giá vốn hàng bán	(624,443,181)	(659,410,250)	(692,380,763)	(726,999,801)
Lãi gộp	213,001,813	160,633,809	168,665,500	177,098,775
Chi phí bán hàng	(83,528,612)	(98,405,287)	(103,325,551)	(108,491,829)
Chi phí QLDN	(29,054,503)	(96,601,322)	(25,831,388)	(27,122,957)
EBIT	100,816,755	(34,005,311)	39,876,049	41,851,477
Lãi vay	(41,904,843)	(31,195,271)	(28,122,395)	(29,798,693)
Chênh lệch tỷ giá	(13,692,738)	(11,660,245)	(12,322,314)	(9,038,094)
Lãi trước thuế	48,905,529	(75,789,610)	(998,365)	3,318,793
Thuế TNDN	-	0	0	829,698
Lãi ròng	48,905,529	(75,789,610)	(998,365)	2,489,095

Nguồn: TSC dự báo

Với những giả định bị quan nhất, lợi nhuận sau thuế của RAL năm 2009 bị giảm mạnh, các năm sau đó chỉ hồi phục không đáng kể.

Định giá theo kịch bản xấu nhất

Mô tả về mô hình

Tương tự như các phương án trước, chúng tôi kết hợp định giá theo 2 phương pháp là DCF và so sánh. Kết quả cụ thể được trình bày ở phần dưới.

Kết quả định giá theo DCF

CÔNG TY CỔ PHẦN BÓNG ĐÈN PHÍCH NƯỚC RẠNG ĐÔNG	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	11.04%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	3.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2011E	44,762,330
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2011E	591,318,772
Tiền và các khoản tương đương tiền	49,712,157
Giá trị Công ty	685,793,258
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	409,320,566
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	276,472,692
Khối lượng CP đang lưu hành	11,500,000
Giá ('000/cp)	24.04

Theo kịch bản này, lợi nhuận sau thuế năm 2009 của RAL sẽ bị âm, do vậy phương pháp định giá so sánh P/E không thể áp dụng được.

Phân tích độ nhạy		WACC		
24.04		8.83%	11.04%	13.25%
g	1.92%	35.81	17.48	6.36
	2.40%	40.82	20.19	8.03
	3.00%	48.24	24.04	10.35
	3.60%	57.36	28.51	12.95
	4.32%	71.50	34.93	16.53

Định giá theo phương pháp so sánh PE

Do lợi nhuận dự báo của chúng tôi cho năm 2009 theo kịch bản xấu nhất này là một số âm, do vậy, phương pháp P/E không thể thực hiện được.

Giá bình quân của kịch bản xấu nhất: 24,041 đ/cp

Giá bình quân của kịch bản xấu nhất: 24, 041 đ/cp

Do lợi nhuận sau thuế của Rạng Đông theo kịch bản xấu nhất sẽ là một số âm nên phương pháp P/E không sử dụng được. Chúng tôi áp dụng tỷ trọng 100% cho kết quả giá theo. Theo cách tính này, giá bình quân cho kịch bản xấu nhất là là $100\% \times 24,041 = 24,041 \text{ đ/Cp}$

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CUỐI CÙNG

Sau khi tính giá bình quân theo từng kịch bản, chúng tôi đi đến mức giá cuối cùng cho cổ phiếu RAL bằng cách tính tỷ trọng giá mỗi kịch bản là xác suất xảy ra kịch bản có mức giá tương ứng.

Giá mục tiêu cuối cùng sau khi tính xác suất các kịch bản mà chúng tôi tìm được là 53.381đ/cp

Theo cách tính này, chúng tôi xác định được giá mục tiêu 12 tháng cho RAL như sau:

Giá mục tiêu = 15%*Giá kịch bản xấu nhất + 70%*Giá kịch bản cơ sở + 15%*Giá kịch bản tốt nhất

Giá mục tiêu = 15%*24.04 + 70%*48.50+ 15%*105.50 = **53.381đ/Cp**

Tóm Tắt Kết Quả Định Giá Theo Các Kịch Bản

Để giúp quý vị có cái nhìn toàn cảnh bao quát lại chặng đường chúng tôi đã đi từ đầu báo cáo tới thời điểm này, chúng tôi lập một bảng tóm tắt những giá định cơ bản nhất của từng kịch bản, mức giá tính theo từng kịch bản với phương pháp so sánh P/E, phương pháp chiết khấu dòng tiền dành cho doanh nghiệp FCFF và mức giá mục tiêu cuối cùng.

Kịch bản	Các giả định chính	Định giá		Giá Tham Khảo
		P/E	FCFF	
Xấu nhất	Doanh thu nội địa giảm 2%, XK 0 GVHB tăng mạnh chiếm 80.4% doanh thu Chi phí khấu hao 23 - 27 tỷ/năm Chi phí QLDN 89 tỷ năm đầu, 25 và 27 tỷ các năm sau Chi phí bán hàng 12% doanh thu, lần lượt Phải thu Cuba khách phá sản, mất trắng Tỷ giá trượt 8% 2 năm đầu, 5% năm thứ 3 Chi phí lãi vay cao, tương tự năm 2008	N/A	24.04	24.04
Bình thường	Doanh thu nội địa tăng nhẹ, XK 2 triệu USD năm đầu GVHB/doanh thu tăng nhẹ Chi phí khấu hao 23 - 27 tỷ/năm Chi phí QLDN 89 tỷ năm đầu, 25 và 27 tỷ các năm sau Chi phí bán hàng 10%/ doanh thu như năm 2008 Phải thu Cuba khách phá sản, mất trắng Tỷ giá trượt 8% 2 năm đầu, 5% năm thứ 3 Chi phí lãi vay giảm năm 2 năm đầu, tăng nhẹ năm thứ 3	52.98	46.58	48.50
Tốt nhất	Doanh thu nội địa tăng mạnh, XK 3.5 triệu USD năm đầu GVHB/doanh thu thấp như năm 2008 Chi phí khấu hao 22 - 25 tỷ/năm Chi phí QLDN 27 tỷ năm đầu, 31 và 35 tỷ các năm sau Chi phí bán hàng 10% doanh thu, như năm 2008 Phải thu Cuba thu được toàn bộ 72 tỷ trong năm 2009 Tỷ giá trượt lần lượt 5%, 3% và 1% trong 3 năm Chi phí lãi vay giảm năm 2 năm đầu, tăng nhẹ năm thứ 3	122.10	98.39	105.50
Giá bình quân gia quyền các kịch bản				53.381

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu RAL, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo Update mới nhất.

Phụ lục 1 – Dự báo báo cáo thu nhập theo kịch bản cơ sở (Đơn vị: ‘000VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	441,216,767	576,406,932	787,039,769	837,444,994	906,602,533	1,023,067,346	1,161,734,949
Giá vốn hàng bán	(343,346,577)	(457,346,109)	(632,870,984)	(624,443,181)	(685,904,614)	(780,238,915)	(885,455,841)
Lợi nhuận gộp	97,870,191	119,060,823	154,168,785	213,001,813	220,697,919	242,828,431	276,279,108
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.2%	20.7%	19.6%	25.4%	24.3%	23.7%	23.8%
Thu nhập khác	736,153	362,613	2,674,154	430,568	400,000	400,000	400,000
Chi phí bán hàng	(31,755,512)	(37,963,969)	(50,982,277)	(83,528,612)	(85,220,638)	(92,076,061)	(98,747,471)
Chi phí QLDN	(15,436,798)	(17,668,665)	(22,747,892)	(29,054,503)	(51,564,111)	(55,058,055)	(59,218,083)
Chi phí hoạt động khác	0	(2,240,082)	(1,758,491)	(32,511)	(32,511)	(32,511)	(32,511)
EBIT	51,414,033	61,550,720	81,354,279	100,816,755	84,280,658	96,061,804	118,681,043
Thu tài chính	302,133	951,257	2,144,935	3,686,356	1,071,217	(402,991)	1,538,737
Chi tài chính	(11,395,640)	(16,212,792)	(29,727,317)	(41,904,843)	(36,994,665)	(29,641,138)	(39,118,244)
Chi phí tỷ giá	-	-	-	(13,692,738)	(5,589,953)	(4,217,129)	(2,928,048)
Thu nhập tài chính ròng	(11,093,508)	(15,261,535)	(27,582,382)	(51,911,226)	(41,513,401)	(34,261,258)	(40,507,555)
Lợi nhuận trước thuế	40,320,525	46,289,185	53,771,896	48,905,529	42,767,258	61,800,546	78,173,488
Thuế thu nhập	-	-	-	-	10,691,814	15,450,136	19,543,372
Lợi nhuận sau thuế	40,320,525	46,289,185	53,771,896	48,905,529	32,075,443	46,350,409	58,630,116

Phụ lục 2 – Dự báo báo cáo thu nhập theo kịch bản xấu nhất (Đơn vị: ‘000VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	441,216,767	576,406,932	787,039,769	837,444,994	820,044,059	861,046,262	904,098,575
Giá vốn hàng bán	(343,346,577)	(457,346,109)	(632,870,984)	(624,443,181)	(659,410,250)	(692,380,763)	(726,999,801)
Lợi nhuận gộp	97,870,191	119,060,823	154,168,785	213,001,813	160,633,809	168,665,500	177,098,775
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.2%	20.7%	19.6%	25.4%	19.6%	19.6%	19.6%
Thu nhập khác	736,153	362,613	2,674,154	430,568	400,000	400,000	400,000
Chi phí bán hàng	(31,755,512)	(37,963,969)	(50,982,277)	(83,528,612)	(98,405,287)	(103,325,551)	(108,491,829)
Chi phí QLDN	(15,436,798)	(17,668,665)	(22,747,892)	(29,054,503)	(96,601,322)	(25,831,388)	(27,122,957)
Chi phí hoạt động khác	0	(2,240,082)	(1,758,491)	(32,511)	(32,511)	(32,511)	(32,511)
EBIT	51,414,033	61,550,720	81,354,279	100,816,755	(34,005,311)	39,876,049	41,851,477
Thu tài chính	302,133	951,257	2,144,935	3,686,356	1,071,217	(429,706)	304,103
Chi tài chính	(11,395,640)	(16,212,792)	(29,727,317)	(41,904,843)	(31,195,271)	(28,122,395)	(29,798,693)
Chi phí tỷ giá	-	-	-	(13,692,738)	(11,660,245)	(12,322,314)	(9,038,094)
Thu nhập tài chính ròng	(11,093,508)	(15,261,535)	(27,582,382)	(51,911,226)	(41,784,299)	(40,874,415)	(38,532,684)
Lợi nhuận trước thuế	40,320,525	46,289,185	53,771,896	48,905,529	(75,789,610)	(998,365)	3,318,793
Thuế thu nhập	-	-	-	-	-	-	829,698
Lợi nhuận sau thuế	40,320,525	46,289,185	53,771,896	48,905,529	(75,789,610)	(998,365)	2,489,095

Phụ lục 3 – Dự báo báo cáo thu nhập theo kịch bản tốt nhất (Đơn vị: ‘000VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu thuần	441,216,767	576,406,932	787,039,769	837,444,994	1,004,408,343	1,206,086,714	1,349,724,340
Giá vốn hàng bán	(343,346,577)	(457,346,109)	(632,870,984)	(624,443,181)	(748,939,864)	(899,321,901)	(1,006,425,694)
Lợi nhuận gộp	97,870,191	119,060,823	154,168,785	213,001,813	255,468,479	306,764,813	343,298,645
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.2%	20.7%	19.6%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
Thu nhập khác	736,153	362,613	2,674,154	430,568	400,000	400,000	400,000
Chi phí bán hàng	(31,755,512)	(37,963,969)	(50,982,277)	(83,528,612)	(100,181,905)	(120,297,751)	(134,624,485)
Chi phí QLDN	(15,436,798)	(17,668,665)	(22,747,892)	(29,054,503)	(30,132,250)	(36,182,601)	(40,491,730)
Chi phí hoạt động khác	0	(2,240,082)	(1,758,491)	(32,511)	(32,511)	(32,511)	(32,511)
EBIT	51,414,033	61,550,720	81,354,279	100,816,755	125,521,812	150,651,949	168,549,919
Thu tài chính	302,133	951,257	2,144,935	3,686,356	1,071,217	2,194,443	5,002,982
Chi tài chính	(11,395,640)	(16,212,792)	(29,727,317)	(41,904,843)	(27,745,999)	(21,903,387)	(28,138,411)
Chi phí tỷ giá	-	-	-	(13,692,738)	(242,198)	(960,385)	(418,435)
Thu nhập tài chính ròng	(11,093,508)	(15,261,535)	(27,582,382)	(51,911,226)	(26,916,980)	(20,669,329)	(23,553,864)
Lợi nhuận trước thuế	40,320,525	46,289,185	53,771,896	48,905,529	98,604,832	129,982,620	144,996,055
Thuế thu nhập	-	-	-	-	24,651,208	32,495,655	36,249,014
Lợi nhuận sau thuế	40,320,525	46,289,185	53,771,896	48,905,529	73,953,624	97,486,965	108,747,041



Khuyến cáo: Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009. TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐAM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể nhỏ hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Tác giả

Đỗ Hiệp Hòa

Email: dohiephoa@thanglongsc.com.vn

Tel: (844) 3726 2600 x 3102

Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính:

Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh:

Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Tống Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyễn Có, Nguyễn Hoài An.