

# Mua Mạnh

## CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông

### Đừng Sợ Bóng Tối

# BSC

#### Khuyến nghị

Giá mục tiêu	167,500
Giá đóng cửa	136,000
Upside	23%

#### Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	11.5
Vốn hóa (tỷ đ)	1,546.75
Giá cao nhất 52 tuần	138,500
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	25,960

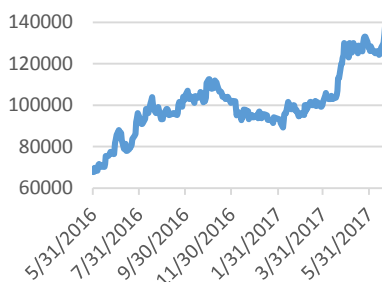
#### Cổ đông lớn (%)

Công đoàn RAL	42.96%
Lê Thị Kim Yến	15.13%
Lê Đình Hưng	9.2%
Quỹ đầu tư CK VN	5.85%
Indochina Capital VN Holdings	3.97%

#### Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
RAL	9%	36%	82%
VN-Index	5%	7%	22%

#### Diễn biến giá



Trần Thị Hồng Tươi  
tuoith@bsc.com.vn

**Tổng quan về công ty:** RAL là doanh nghiệp đầu ngành hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bóng đèn chiếu sáng tại Việt Nam. 89.5% doanh số đến từ thị trường nội địa

Các báo cáo gần đây: [link](#)

#### Định giá

**Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu RAL với giá mục tiêu 12 tháng tới là 167,500 đồng/cp, upside 23%.** RAL là doanh nghiệp dẫn đầu cả nước về sản xuất bóng đèn, phích nước, với quy mô doanh thu lớn, đạt 2,939 tỷ đồng vào năm 2016. Biên lợi nhuận không ngừng được cải thiện và còn room tăng trưởng. Do vậy, kết quả kinh doanh được kỳ vọng tiếp tục mở rộng trong thời gian tới.

#### Quan điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh tăng nhanh. LNST tăng 43% trong năm 2015, tăng 57% trong năm 2016 và tăng tiếp 72% trong quý 1/2017.
- Biên lợi nhuận đang tăng và còn room cải thiện. Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 7.68% trong quý 1/2017, vẫn thấp hơn của DQC (10.31%) và trung bình của các doanh nghiệp so sánh khác (9.72%).
- Tiêu thụ đèn LED là động lực tăng trưởng chính của RAL. Sản lượng tiêu thụ đèn LED tăng trung bình 133%/năm từ 2013-2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao nhờ xu hướng LED hóa và giá đèn LED liên tục giảm.
- Giá trị tài sản là khu đất trụ sở ở Hạ Đình (57,000m2) không hạch toán vào bảng cân đối kế toán.

#### Rủi ro đầu tư

- Cạnh tranh cao, đặc biệt là cạnh tranh với các doanh nghiệp Trung Quốc và các doanh nghiệp lắp ráp nội địa
- Hàng tồn kho lớn trong khi giá đèn LED và chip LED liên tục giảm.
- Cổ đông lớn đồng thời là nhà phân phối của công ty, chiếm 39% tổng doanh thu năm 2016.

Thông tin cơ bản	2013	2014	2015	2016	Q1 2017
<b>DTT (tỷ đ)</b>	<b>2293</b>	<b>2600</b>	<b>2659</b>	<b>2939</b>	<b>879</b>
% tăng trưởng y-o-y	12%	13%	2%	11%	3%
<b>Tổng tài sản (tỷ đ)</b>	<b>1,772</b>	<b>2,284</b>	<b>1,986</b>	<b>2,097</b>	<b>2,083</b>
% tăng trưởng y-o-y	16%	29%	-13%	6%	-1%
<b>Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)</b>	<b>502</b>	<b>504</b>	<b>540</b>	<b>616</b>	<b>664</b>
<b>Vốn điều lệ (tỷ đ)</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>
<b>LN gộp (tỷ đ)</b>	<b>450</b>	<b>552</b>	<b>482</b>	<b>604</b>	<b>184</b>
<b>LN sau thuế (tỷ đ)</b>	<b>86</b>	<b>66</b>	<b>94</b>	<b>147</b>	<b>48</b>
% tăng trưởng y-o-y	15%	-23%	43%	57%	72%
Biên LN gộp	20%	21%	18%	21%	21%
ROE	17%	13%	18%	25%	27%
ROA	5%	3%	4%	7%	8%
<b>EPS cơ bản (đ/cp)</b>	<b>7,451</b>	<b>5,708</b>	<b>8,162</b>	<b>12,787</b>	<b>14,542*</b>
<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>43,660</b>	<b>43,856</b>	<b>46,977</b>	<b>53,561</b>	<b>57,739</b>

Nguồn: BSC research, \* Lũy kế

## Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu RAL với giá mục tiêu 12 tháng tới là 167,500 đồng/cp, upside 23%, dựa trên các yếu tố sau:

Hoạt động SXKD	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Là doanh nghiệp đầu ngành</b> trong lĩnh vực sản xuất bóng đèn và phích nước tại Việt Nam. Quy mô doanh thu lớn, đạt 2,939 tỷ đồng trong năm 2016. Trong đó, doanh thu bóng truyền thống chiếm 57%, đèn LED chiếm 22% và phích nước là 21% tổng doanh thu.</li> <li>• <b>Doanh thu đèn LED tăng nhanh, là động lực tăng trưởng của RAL.</b> Sản lượng tiêu thụ đèn LED tăng trung bình 133%/năm từ 2013-2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao. Năm 2016, doanh thu đèn LED tăng 93%, chiếm 22% tổng doanh thu của công ty. Tốc độ tăng trưởng trung bình giá trị đèn LED của Việt Nam được Expert Market Research<sup>1</sup> dự báo đạt 16.7%/năm, Research &amp; Market<sup>2</sup> dự báo đạt 18.2%/năm từ 2016-2022. So với các sản phẩm đèn LED phổ thông khác tiêu thụ tại Việt Nam, sản phẩm đèn LED của RAL được gắn nhãn của Sam Sung, do vậy có tác động tích cực đối với việc quảng bá thương hiệu và khẳng định chất lượng sản phẩm của công ty.</li> </ul>
Hiệu quả hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Hiệu quả sản xuất đang tăng và còn room cải thiện.</b> Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 7.68% trong quý 1/2017, vẫn thấp hơn của DQC (10.31%) và trung bình của các doanh nghiệp so sánh khác (9.72%). Chúng tôi lưu ý, quy mô doanh thu của RAL lớn, đạt 2,939 tỷ đồng trong năm 2016, do vậy, một cải thiện nhỏ trong biên lợi nhuận đóng góp lớn vào tăng trưởng lợi nhuận của công ty. LNST tăng 43% trong năm 2015, tăng 57% trong năm 2016 và tăng tiếp 72% trong quý 1/2017.</li> <li>• <b>Biên lợi nhuận của công ty được kỳ vọng tiếp tục mở rộng nhờ</b> (1) từ 2017-2022, năng suất lao động bình quân được kỳ vọng tăng trung bình 8%/năm, trong khi, thu nhập người lao động tăng trung bình 5%/năm; (2) Cải tiến công nghệ giúp giảm số lượng nhân viên, (3) Đổi mới sản phẩm, tạo ra các sản phẩm mới có giá trị gia tăng cao hơn, sản phẩm dẫn nhãn Samsung (khoảng 90% doanh số LED) mang lại biên lợi nhuận tốt hơn cho công ty.</li> </ul>
Dự báo KQKD	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Dự báo LNST năm 2017 đạt 180 tỷ đồng</b>, tăng 22% yoy, tương đương EPS 2017 là 11,716 đồng/cp, sau khi trừ 25% quỹ khen thưởng phúc lợi.</li> </ul>
Tài sản	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Giá trị tài sản lớn.</b> Trụ sở của RAL nằm trên khu đất rộng 57,000 m2 tại phố Hạ Đình, ngay gần khu “Cao-Xà-Lá” (hiện đang được Vingroup đầu tư tổ hợp siêu đô thị lớn với quy mô 11ha) và gần công ty giày Thượng Đình. Công ty đã nhận được Sổ đỏ chứng nhận quyền sử dụng đất và có quyền tự do chuyển đổi mục đích khu đất. Giá trị khu đất hiện không được hạch toán như một tài sản của RAL. Chúng tôi cho rằng, nếu chuyển nhượng khu đất, RAL có thể thu được lãi. Việc định giá của chúng tôi chỉ tính đến hoạt động lõi của doanh nghiệp.</li> </ul>
Rủi ro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Rủi ro đầu tư.</b> (1) Cạnh tranh cao và đang tăng; (2) Hàng tồn kho lớn trong khi giá đèn LED và chip LED liên tục giảm; (3) Cổ đông lớn đồng thời là nhà phân phối chính của công ty.</li> </ul>

<sup>1</sup> <https://expertmarketresearch.tumblr.com/post/162001699799/vietnam-led-lighting-market-size-share-industry>

<sup>2</sup> <http://vneconomicstimes.com/article/business/led-market-in-vietnam-to-grow>

## Tổng quan doanh nghiệp

3 lĩnh vực kinh doanh chính của công ty là sản xuất và kinh doanh bóng đèn (chiếm 70% doanh thu) và phích nước (22% doanh thu) và gia công (8% doanh thu trong năm 2016).

### Doanh thu theo lĩnh vực của RAL từ năm 2012-2016

Đơn vị: tỷ đồng

	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR
Bóng đèn	1,409	1,546	1,709	1,813	2,055	10%
Phích nước	435	490	585	585	643	10%
Gia công	209	257	306	262	241	4%
<b>Tổng cộng</b>	<b>2,053</b>	<b>2,293</b>	<b>2,600</b>	<b>2,659</b>	<b>2,939</b>	<b>9%</b>

Nguồn: RAL

**Sản xuất bóng đèn đóng góp 70% doanh thu.** Đây tiếp tục là mảng kinh doanh mũi nhọn và là động lực tăng trưởng chính của RAL. Hiện năng lực sản xuất của công ty đạt trên 170 triệu nguồn sáng/năm, 10 triệu sản phẩm thiết bị chiếu sáng và bộ đèn các loại/năm<sup>3</sup>. Doanh thu sản xuất bóng đèn tăng trung bình 10%/năm từ 2012-2016 đạt 2,055 tỷ đồng trong năm 2016. Tiêu thụ đèn LED tăng trưởng nhanh, CAGR đạt 95%/năm từ 2011-2015. Tuy nhiên, tiêu thụ bóng compact, huỳnh quang và đèn tròn giảm do xu hướng LED hóa.

**Sản xuất phích nước ổn định.** Năng lực sản xuất đạt trên 18 triệu sản phẩm/năm. Doanh thu phích nước chiếm trung bình 20-22% tổng doanh thu của RAL từ 2012-2016, tăng trung bình 10%/năm từ 2011-2016, đạt 643 tỷ đồng trong năm 2016. Công ty gần như độc quyền, chiếm đến 90% thị phần phích nước cả nước.

**Gia công – có dấu hiệu suy giảm.** Doanh thu gia công chiếm từ 8-12% tổng doanh thu của RAL từ 2012-2016, đạt 241 tỷ đồng trong năm 2016. Doanh thu gia công giảm liên tiếp trong 2 năm là 2015 (-14%) và 2016 (-8%).

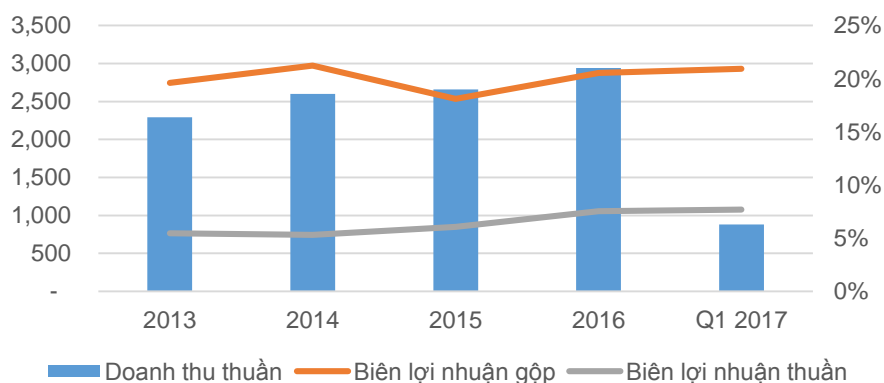
**Thị trường tiêu thụ.** 89.5% doanh số tiêu thụ của RAL ở thị trường trong nước, 10.5% còn lại xuất khẩu. Năm 2016, doanh số tiêu thụ tại thị trường nội địa tăng đến 16% lên 2,624 tỷ đồng trong khi đó, thị trường xuất khẩu giảm 21% doanh số.

**Hệ thống bán hàng.** Với 6 chi nhánh, 400 đại lý và trên 7000 cửa hàng bán lẻ trên cả nước, sản phẩm của RAL được phân phối rộng khắp cả nước với doanh thu 2016 đạt 2,939 tỷ đồng (+11% yoy). Trong đó, miền Bắc vẫn là thị trường tiêu thụ chủ lực của công ty, chiếm tới 57,5% tổng doanh thu, tiếp đó là thị trường miền Nam chiếm 12.3% doanh thu và thị trường miền Trung đóng góp 30.2% doanh thu. RAL định hướng đẩy nhanh phát triển khu vực miền trung – Tây Nguyên và miền Nam. Sản phẩm của công ty được phân phối qua 5 kênh tiêu thụ là kênh truyền thống, kênh công trình, dự án, kênh siêu thị hiện đại, kênh chiếu sáng nông nghiệp công nghệ cao và kênh OEM. Trong đó, kênh truyền thống đóng góp trên 90% doanh thu. Công ty đẩy mạnh các kênh tiêu thụ các kênh siêu thị hiện đại, công trình dự án và bán hàng trực tuyến.

<sup>3</sup> Báo cáo thường niên 2016

**Điểm nhấn đầu tư****Điểm nhấn 1: Biên lợi nhuận được kỳ vọng tiếp tục cải thiện**

**Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh không ngừng cải thiện từ năm 2014 tới nay**, tăng từ mức 5.3% năm 2014 lên tới 6.08% năm 2015 và 7.55% năm 2016, đáng chú ý, trong quý 2/2016 và quý 4/2016 biên lợi nhuận này còn lên tới mức lần lượt là 8.71% và 8.48%. Biên lợi nhuận của công ty được cải thiện nhờ: (1) Thay đổi chính sách trích dự phòng bảo hành sản phẩm trong nửa cuối năm 2014. Trước đó, công ty trích 1% doanh thu cho chi phí dự phòng bảo hành sản phẩm, thời gian bảo hành ước tính là 6 tháng. Từ năm 2014, với việc đẩy mạnh tiêu thụ các dòng sản phẩm LED, tuổi thọ đèn trung bình tăng từ 8,000 giờ lên tới 25,000 giờ, tỷ lệ bảo hành thực tế theo ước tính của công ty thấp, RAL đã thay đổi chính sách dự phòng, không thực hiện trích trước chi phí dự phòng, toàn bộ chi phí thực tế phát sinh được ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh trong kỳ. (2) Năng suất lao động tăng nhanh hơn tiền lương, tiền công cho cán bộ nhân viên. Năm 2016, năng suất lao động tăng 10% trong khi đó, lương tăng trung bình 5%. (3) Cải tiến công nghệ giúp cắt giảm số lượng nhân viên, số lao động bình quân năm 2016 là 2,358 nhân viên, giảm mạnh so với 3,146 nhân viên trong năm 2015 và 3,872 nhân viên trong năm 2014. (4) Cắt giảm chi phí khuyến mại, giảm từ mức 8% năm 2014 xuống còn 4-5% trong 2 năm 2015 và 2016. (5) Đổi mới sản phẩm, tạo ra các sản phẩm mới có giá trị gia tăng cao hơn, sản phẩm dẫn đầu Samsung (khoảng 90% doanh số đèn LED) mang lại biên lợi nhuận tốt hơn cho công ty.

**DTT và biên LN của RAL từ 2013-Q1/2017**

Nguồn: BCTC RAL

**Giá bán lẻ đèn LED giảm cùng đà giảm của giá chip LED, đảm bảo biên lợi nhuận cho mảng đèn LED.** Giá chip LED giảm hàng tháng và giảm nhanh trong năm 2015 với mức giảm từ 20%-40% do dư cung khoảng 33% và tiếp tục giảm từ 7-10% trong 9T2016. Chúng tôi cho rằng, giá bán lẻ đèn LED giảm không ảnh hưởng nhiều đến biên lợi nhuận gộp của công ty do giá chip LED giảm sâu. Hiện tại, theo đại diện doanh nghiệp, với đà giảm sâu của chip LED cùng với việc một số nguyên liệu như thủy tinh tăng giá, chip LED hiện không còn chiếm tỷ trọng lớn (trước chiếm đến 60% giá thành sản phẩm), do vậy, mức độ tác

động của chip LED lên biên lợi nhuận của công ty không cao như trước. Công ty cũng rất tích cực đổi mới sản phẩm, sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn, qua đó cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận cho doanh nghiệp.

**Biên lợi nhuận còn room cải thiện so với các doanh nghiệp cùng ngành.** Để giảm bớt các khác biệt về phương pháp kế toán, chúng tôi so sánh biên lợi nhuận thuần từ hoạt động giữa các doanh nghiệp trong ngành. So với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam, Trung Quốc và các nước đang phát triển thuộc khu vực châu Á- Thái Bình Dương, biên lợi nhuận của RAL vẫn thấp hơn. Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh của công ty là 7.55% trong năm 2016, trong khi đó, của DQC là 10.31% và trung bình của các doanh nghiệp so sánh khác là 9.72%.

**Biên lợi nhuận của công ty được kỳ vọng tiếp tục mở rộng nhờ** (1) từ 2017-2022, năng suất lao động bình quân được kỳ vọng tăng trung bình 8%/năm, trong khi, thu nhập người lao động tăng trung bình 5%/năm; (2) Cải tiến công nghệ giúp giảm số lượng nhân viên, (3) Đổi mới sản phẩm, tạo ra các sản phẩm mới có giá trị gia tăng cao hơn.

**Bảng so sánh hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bóng đèn Việt Nam, Trung Quốc, Thái Lan năm 2016**

Tên công ty	Quốc gia	Biên EBITDA	Biên EBIT	Biên lợi nhuận hoạt động	Biên lợi nhuận gộp	ROE	ROA
OPPLE LIGHTING CO LTD-A	CHINA	10.55	9.00	9.00	40.49	20.47	11.94
ZHEJIANG YANKON GROUP CO L-A	CHINA	11.61	9.72	9.72	26.86	14.85	8.87
OCEAN'S KING LIGHTING SCIE-A	CHINA	13.69	10.38	10.38	70.33	7.03	6.10
SHENZHEN MINKAVE TECHNOLOG-A	CHINA	29.66	29.10	29.10	51.61	23.22	13.31
NVC LIGHTING HOLDINGS LTD	CHINA	7.93	5.60	6.39	26.82	5.01	3.08
LIGHTING AND EQUIPMENT PCL	THAILAND	7.90	5.15	5.15	28.31	6.86	2.62
Điện Quang	VIETNAM	12.44	10.31	10.31	26.61	16.38	13.10
<b>Rạng Đông</b>	<b>VIETNAM</b>	<b>9.25</b>	<b>7.55</b>	<b>7.55</b>	<b>20.54</b>	<b>25.09</b>	<b>7.10</b>

Nguồn: Bloomberg

## **Điểm nhấn 2: Sản lượng đèn LED tăng nhanh và là động lực tăng trưởng chính của RAL.**

**Rạng Đông là một trong hai nhà sản xuất quy mô lớn nhất cả nước.** Tổng năng lực sản xuất đạt trên 150 triệu sản phẩm chiếu sáng/năm, đứng sau DQC (165 triệu sản phẩm). Danh mục sản phẩm đa dạng, bao gồm đèn sợi đốt, đèn huỳnh quang, đèn Compact, và LED (chiếu sáng gia đình, văn phòng, công nghiệp và trang trí,...). Công ty phát triển nhiều dòng sản phẩm chuyên dụng, tạo ra doanh thu mới trong bối cảnh nhiều phân khúc đã bão hòa như sản phẩm bóng compact dùng cho nông nghiệp công nghệ cao, điều khiển cây thanh long, hoa cúc, nuôi cấy giống mô,... Trở thành đối tác của Samsung, giúp các sản phẩm của RAL được gắn một trong những thương hiệu lớn nhất toàn cầu, tạo được niềm

## CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông

tin đối với chất lượng sản phẩm của RAL, qua đó, hỗ trợ tích cực quảng bá và tiêu thụ sản phẩm.

Công suất (tr sp/năm)	RAL	DQC
LED	18	20
Compact	50	100
Huỳnh quang	25	30
Đèn bàn	1.5	
Thiết bị chiếu sáng	3	10
Đèn tròn		5

Nguồn: RAL, DQC

**Sản lượng tiêu thụ đèn LED tăng trung bình 133%/năm từ 2013-2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao.** Năm 2016, sản lượng tiêu thụ đèn LED tăng 87%, doanh thu đèn LED tăng 93%, chiếm 22% tổng doanh thu của công ty. Như chúng tôi đề cập ở phần triển vọng ngành, cùng với xu hướng LED hóa trên toàn cầu và tại Việt Nam, BSC kỳ vọng đèn LED sẽ tiếp tục tăng trưởng cao cả về doanh thu và sản lượng trong thời gian tới. Cùng với đó, việc đổi mới sản phẩm, tạo ra các sản phẩm mới có giá trị gia tăng cao hơn cũng sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận cao hơn cho RAL. Công ty đặt mục tiêu, tỷ trọng doanh thu LED và điện tử từ tăng lên tới 56% vào năm 2020 (từ mức 30% hiện tại)<sup>4</sup>.

**Kỳ vọng sản phẩm LED của Rạng Đông sẽ giành lại vị thế.** So với các sản phẩm Trung Quốc và đèn lắp ráp giá rẻ trong nước, chất lượng đèn LED của Rạng Đông và Điện Quang tốt hơn hẳn về cả thời gian sử dụng, quang thông, chất lượng ánh sáng, chế độ bảo hành, hậu mãi, tuy nhiên, điều này rất khó để phân biệt trong thời gian đầu của sản phẩm. Chúng tôi kỳ vọng, trong thời gian tới, các sản phẩm của Rạng Đông sẽ lấy lại vị thế đầu ngành của mình nhờ (1) lợi thế thương hiệu, (2) chất lượng ổn định, (3) chính sách hậu mãi, bảo hành tốt, (4) tăng các chương trình quảng cáo, bán hàng và (5) nhận thức của người tiêu dùng tăng.

### Điểm nhấn 3: Giá trị tài sản lớn

RAL hiện đang sở hữu và sử dụng 57,000 m<sup>2</sup> đất tại phố Hạ Đình, đây là địa điểm xây dựng trụ sở và nhà máy của RAL. Công ty đã nhận được Sổ đỏ chứng nhận quyền sử dụng đất và có quyền tự quyết về mục đích chuyển đổi mục đích sử dụng khu đất.

**Vị trí khu đất vàng:** cửa ngõ chính Tây Nam của thủ đô Hà Nội, nơi tập trung nhiều đầu mối giao thông huyết mạch kết nối nội thành Hà Nội với trung tâm mới nổi sầm uất

- Gần khu “Cao-Xà-Lá” (hiện đang được Vingroup đầu tư tổ hợp siêu đô thị lớn với quy mô 11ha) và gần công ty giày Thượng Đình (CPH 2017).
- Khoảng cách 1.5km từ 4 trường Đại Học lớn Đại học Khoa học tự nhiên, đại học Thủy Lợi, Đại học Khoa học Xã hội Nhân Văn, và Đại học Hà Nội.

<sup>4</sup> <http://www.rangdongvn.com/rang-dong-ky-niem-53-nam-ngay-bac-ho-ve-tham-cong-ty-n208.html>

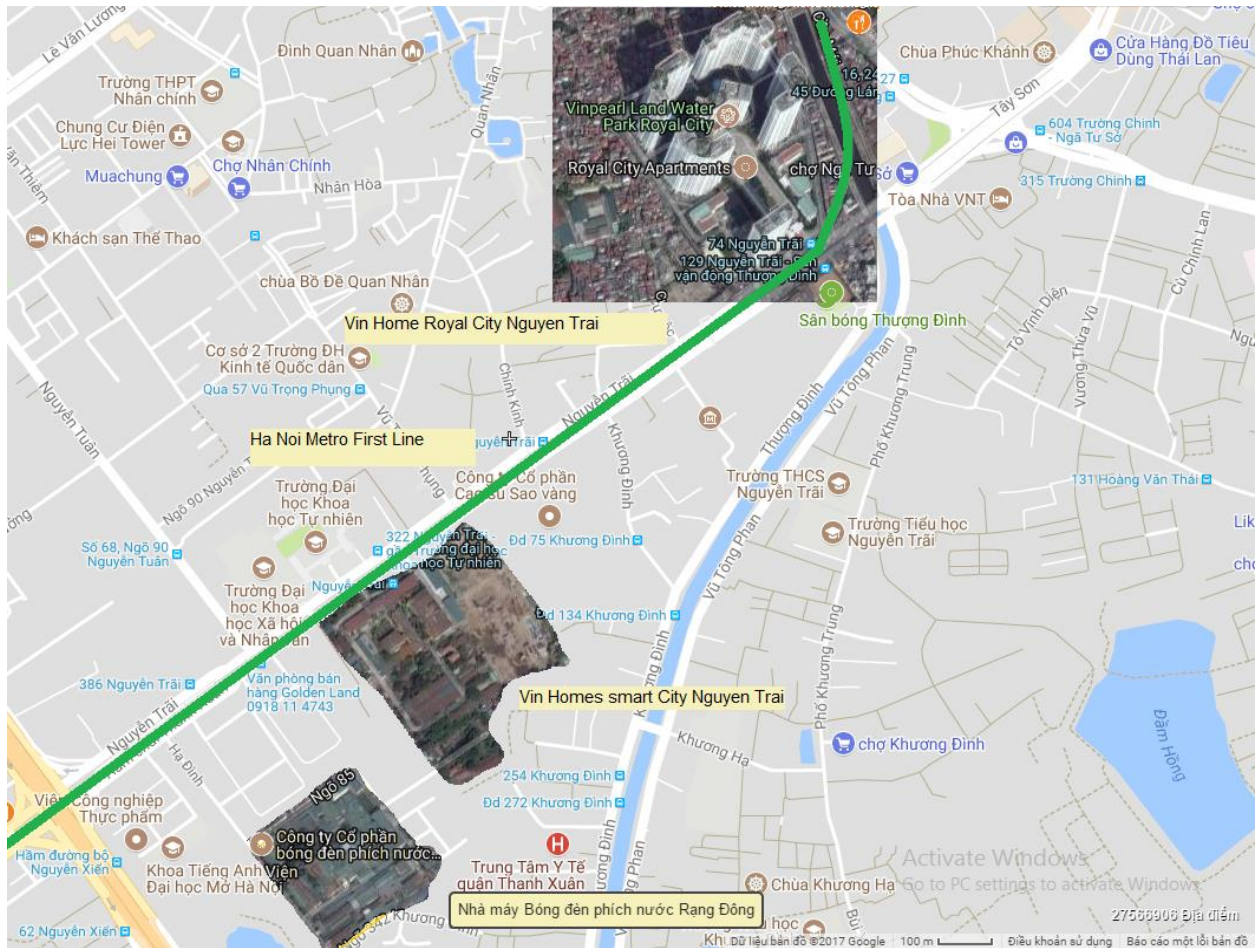
12/07/2017

## CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông

- Gần đường Nguyễn Trãi và tuyến Metro trên cao

Hiện giá trị tiền sử dụng đất tại Hạ Đình được trả hàng năm, do đó, không được hạch toán vào giá trị tài sản cố định vô hình của công ty. Giá trị của khu đất chưa phản ánh vào giá trị thị trường của RAL. Kết quả kinh doanh và định giá RAL của chúng tôi, không tính đến khả năng chuyển nhượng lô đất này cho đối tác.

### Bản đồ Vị trí Khu đất của RAL – Nhà Máy Hạ Đình, Thanh Xuân, Hà Nội



**Rủi ro đầu tư**

---

**Cạnh tranh cao.** Cạnh tranh cao, đặc biệt là cạnh tranh với hàng Trung Quốc và sản phẩm lắp ráp không thương hiệu trong nước, khiến công ty gặp bất lợi về chính sách giá. Giá bán sản phẩm liên tục giảm có thể ảnh hưởng đến doanh thu và biên lợi nhuận của công ty. Chúng tôi nhận thấy, để giảm thiểu rủi ro này, RAL đã không ngừng cải tiến khoa học công nghệ, đổi mới sản phẩm, tạo ra các sản phẩm mới có giá trị gia tăng cao hơn, nâng giá bán trung bình của toàn công ty. Đồng thời, việc gia tăng năng suất công nhân và máy móc cũng giúp cải thiện biên lợi nhuận cho toàn công ty. Năm 2016, năng suất tăng 10% trong khi đó, thu nhập cán bộ nhân viên tăng 5%. Định hướng của RAL, từ 2017-2022, năng suất lao động bình quân tăng trung bình 8%/năm, thu nhập người lao động tăng trung bình 5%/năm.

**Thay đổi công nghệ.** Công nghệ sản xuất chip LED không ngừng thay đổi, kéo theo sự thay đổi trong sản xuất đèn LED. Do vậy, công ty cũng phải không ngừng đổi mới sản xuất. Thêm vào đó, sản lượng tiêu thụ đèn truyền thống giảm nhanh trên toàn cầu, trong khi dây chuyền công nghệ đó không áp dụng sản xuất đèn LED đặt ra câu hỏi về việc sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhiều dây chuyền sản xuất đèn truyền thống của công ty đã được khấu hao hết.

**Hàng tồn kho cao.** Tổng giá trị hàng tồn kho của công ty cuối quý 1/2017 là 691 tỷ đồng, chiếm 33% tổng tài sản của công ty. Số ngày tồn kho là 117 ngày. Trong bối cảnh giá chip LED liên tục giảm và chip LED thường xuyên thay đổi công nghệ sản xuất, việc duy trì hàng tồn kho cao làm tăng chi phí sản xuất của công ty. Mặt tích cực là các năm gần đây, RAL đã liên tục giảm giá trị và số ngày tồn kho. Số ngày tồn kho giảm từ 185 ngày năm 2015 xuống còn 142 ngày năm 2016 và còn 117 ngày tính đến cuối quý 1/2017.

**Cổ đông lớn đồng thời là nhà phân phối của công ty.** Gia Lộc Phát là nhà phân phối lớn nhất của RAL, chiếm 39% tổng doanh thu năm 2016. Ông Lê Đình Hưng và bà Lê Thị Kim Yến, chủ tịch và TGD của Gia Lộc Phát đồng thời là cổ đông lớn của RAL từ quý 3/2015. Chúng tôi nhận thấy, từ quý 4/2015, kết quả kinh doanh của RAL không ngừng cải thiện, tăng trưởng 118% yoy trong quý 4/2015 và tăng tiếp 57% trong năm 2016. Do vậy, chúng tôi không quá lo ngại về rủi ro này.



**Tài chính doanh nghiệp**

---

**Biên lợi nhuận cải thiện.** Biên lợi nhuận gộp tăng từ 18% năm 2015 lên tới 21% trong năm 2016 và quý 1/2017. Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh tăng từ 5.3% năm 2014 lên 6.08% năm 2015; 7.55% trong năm 2016 và lên tới 7.68% trong quý 1/2017.

**Tiền và tương đương tiền lớn.** Tổng giá trị các khoản tiền, tương đương tiền và đầu tư đến ngày đáo hạn (chủ yếu là các khoản tiền gửi) cuối quý 1/2017 là 760 tỷ đồng, chiếm đến 41% tổng giá trị tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp, lớn hơn vốn chủ sở hữu của RAL (664 tỷ đồng).

**Hàng tồn kho lớn và đang giảm.** Tổng giá trị hàng tồn kho tính đến cuối quý 1/2017 là 691 tỷ đồng, chiếm 37% tổng tài sản ngắn hạn. Số ngày tồn kho cao, đạt 118 ngày. Do giá bóng đèn, chip LED liên tục giảm sâu, chính sách hàng tồn kho cao có thể làm giảm biên lợi nhuận của công ty, đặc biệt trong điều kiện sản phẩm không được tiêu thụ tốt. Điểm tích cực là giá trị và thời gian tồn kho của RAL đang được quản trị chặt chẽ hơn, giảm liên tục từ năm 2015 trở lại đây (giảm từ 185 ngày năm 2015 xuống còn 142 ngày năm 2016 và còn 118 ngày trong quý 1/2017).

**Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh** đạt lần lượt là 1.31x và 0.69x tính đến hết quý 1/2017.

**Nợ vay lớn.** Tính đến cuối quý 1/2017, tổng dư nợ vay của ngân hàng của RAL là 1,066 tỷ đồng, tài trợ 51% tổng tài sản của công ty. Đây chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn, với lãi suất thả nổi.

Tham khảo bảng tài chính doanh nghiệp (Phụ lục)

## Ngành thiết bị chiếu sáng

**Xu hướng chuyển dịch sử dụng bóng đèn LED.** Với các đặc tính ưu Việt như tiết kiệm điện hơn 90% so với đèn sợi đốt, hơn 70% so với đèn huỳnh quang, 50% so với đèn Compact, thời gian chiếu sáng dài, 15.000-25.000 giờ (gấp 2,5-4x lần so với đèn compact), giảm khoảng 80% lượng khí thải CO2 giúp bảo vệ môi trường, ánh sáng tự nhiên, bảo vệ thị lực cùng với việc giá đèn LED liên tục giảm thúc đẩy tiêu thụ đèn LED, thay thế các đèn compact, huỳnh quang hiện tại. Tốc độ tăng trưởng đèn LED cao, đạt trung bình 48% từ năm 2013-2016, tăng 28% trong năm 2016, đạt 348 triệu USD. Tỷ lệ sử dụng đèn LED được Ledinside ước đạt 35% vào năm 2016. Giá trị tiêu thụ đèn LED tại Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng cao, với CAGR là 18.2% từ 2016-2022 (Research & Market<sup>5</sup>) và CAGR là 16.7% từ 2016-2022 (Expert Market Research<sup>6</sup>).

**Giá đèn LED liên tục giảm, phù hợp hơn với nhu cầu thị trường.** Giá đèn LED liên tục giảm do giá chip LED giảm và cạnh tranh cao. Theo thống kê của Ledinside, giá bán trung bình đèn LED loại 40 W hoặc tương đương đã giảm trung bình 18%/năm, của đèn LED loại 60W hoặc tương đương giảm trung bình 24%/năm từ năm 2012-2016<sup>7</sup>. Giá bán lẻ đèn LED tương đương 40W giảm tiếp 25% yoy, loại 60W giảm tiếp 33% yoy trong 5T2017. So với đèn Compact, giá đèn LED với độ sáng tương đương cao hơn 3-4x trong khi đó, tiết kiệm chi phí điện hơn nhiều. Tại thị trường Việt Nam, giá bán đèn LED cũng liên tục giảm mạnh. Đây là một nhân tố quan trọng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ đèn LED, đặc biệt sau khi biểu giá điện tăng từ năm 2015.

**Bảng so sánh các loại bóng đèn có cường độ ánh sáng tương đương tháng 7/2017**

LED	7W	9W	15W	20W
Giá bán	65,450	77,000	121,000	159,500
Quang thông	630	830	1,350	1,900
Tuổi thọ	15000	15000	15000	15000
<b>Compact</b>	<b>11W</b>	<b>14W</b>	<b>20W</b>	<b>30W</b>
Giá bán	36300	39600	47300	70400
Quang thông	550/600	750/800	1150/1200	1900
Tuổi thọ	8000	8000	8000	8000

Nguồn: BSC research

**Tốc độ giảm giá bán LED và chip LED đã chậm lại.** Đáng chú ý, giá trung bình LED và chip LED tại thị trường Trung Quốc có dấu hiệu ổn định và tăng nhẹ liên tiếp từ tháng 12/2016 do các quy định thắt chặt hơn về sản xuất chip LED. Trong tháng 4/2017, theo LEDinside, nhiều nhà sản xuất trên toàn cầu đã tăng giá bán trung bình sản phẩm chip LED 2835, trong đó, tại thị trường Trung Quốc, giá chip LED 0.2W 2835 và 0.5W 2835 tăng lần lượt là 3.4% và 3.9% so với tháng trước, trong khi đó, giá chip LED 3030 và 5630 tương đối ổn

<sup>5</sup> <http://vneconomicstimes.com/article/business/led-market-in-vietnam-to-grow>

<sup>6</sup> <https://expertmarketresearch.tumblr.com/post/162001699799/vietnam-led-lighting-market-size-share-industry>

<sup>7</sup> [http://www.ledinside.com/pricequotes/2017/2/japans.asp\\_topped\\_led\\_light\\_bulb\\_street\\_prices\\_in\\_jan\\_2017](http://www.ledinside.com/pricequotes/2017/2/japans.asp_topped_led_light_bulb_street_prices_in_jan_2017)

## CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông

định. Xu hướng giá này tiếp tục được duy trì trong tháng 5/2017. Tuy nhiên, giá chip LED và đèn LED có thể tiếp tục đối mặt với áp lực giảm giá bán trong dài hạn do đổi mới công nghệ và cạnh tranh cao, đặc biệt với các nhà sản xuất Trung Quốc.

## Giá đèn LED trung bình toàn cầu và tại thị trường Trung Quốc

USD	Global (giá trung bình)		China	
	40W equivalent	60W equivalent	40W equivalent	60W equivalent
Nov-16	9	12.3		
Dec-16	8.7	12	3.1	7.1
Jan-17	6.9	8.4	4	5.7
Feb-17	6.8	8.2		
Mar-17	6.6	8.1	3.95	5.70
Apr-17	6.6	8.1	3.8	5.7
May-17	6.5	8.1	3.7	5.7

Nguồn: LED inside, BSC research

**Cạnh tranh cao** với các doanh nghiệp đa quốc gia và các nhà sản xuất, lắp ráp trong nước, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất đèn LED. Trong khi cả nước có khoảng 5 đến 7 nhà sản xuất bóng truyền thống (huỳnh quang, compact), tham gia vào thị trường sản xuất đèn LED hiện có tới trên 200 nhà sản xuất, trong đó, trên 20 tập đoàn nước ngoài có thương hiệu toàn cầu như Phillip, Osram, ACLED, Panasonic,... Trong đó, nhiều tập đoàn đã tự chủ phần lớn nguyên liệu, sản xuất từ Wafer, chip LED đến các thiết bị chiếu sáng rắ SSL hoàn chỉnh và đầu tư nhà máy tại Việt Nam. Bên cạnh đó, cạnh tranh gay gắt về giá còn đến từ chính các đối thủ sản xuất trong nước, với hơn 180 nhà sản xuất, trong đó, nhiều công ty thậm chí không có hoạt động sản xuất, chỉ mua linh kiện Trung Quốc về lắp ráp với giá thành rẻ hơn nhiều, lách thuế,... So với các đối thủ này, các nhà sản xuất nội địa như RAL và DQC gặp bất lợi về giá.

**Dự báo kết quả kinh doanh và định giá****Kế hoạch kinh doanh.**

Công ty đặt mục tiêu doanh thu đạt 3,056 tỷ đồng, tăng 4% yoy, lợi nhuận trước thuế đạt 170 tỷ đồng, tương đương 90% thực hiện năm 2016. Nhìn lại lịch sử hoạt động của công ty, chúng tôi nhận thấy, từ năm 2011-2016, doanh thu thực hiện của RAL thường vượt từ 4%-20% so với kế hoạch và lợi nhuận thực hiện cao hơn kế hoạch từ 37% đến 110%. Đồng thời, các chỉ tiêu về năng suất lao động và thu nhập của cán bộ vẫn luôn được chú ý, với mức tăng mục tiêu lần lượt là 10% và 5% trong năm 2017.

**Kế hoạch kinh doanh và thực tế thực hiện từ năm 2011-2016 của RAL**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Kế hoạch</b>								
DT			1562	1906	2063	2356	2556	2446
LNTT			50	65	70	65	80	90
<b>Thực hiện</b>								
DT		1,363	1,748	2,054	2,293	2,600	2,659	2,939
% vượt KH			12%	8%	11%	10%	4%	20%
LNTT		49	80	100	116	89	126	189
% vượt KH			60%	54%	66%	37%	58%	110%

Nguồn: RAL

Công ty lên kế hoạch doanh thu đạt trên 4,000 tỷ đồng vào năm 2022, hiệu quả hoạt động tiếp tục cao, ROE đạt trên 20%, năng suất lao động tăng trung bình 8%/năm, thu nhập cán bộ tăng trung bình 5%/năm. Cổ tức duy trì tối thiểu là 35%/năm. Đồng thời, đại diện ban lãnh đạo công ty cũng cho biết, mục tiêu đến năm 2019, sản phẩm của RAL phải xuất khẩu được vào các nước G7, nâng tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu lên từ mức 10.5% hiện tại tới 35% tổng doanh thu toàn công ty.

**Kế hoạch đầu tư lớn.** Tổng mức đầu tư dự kiến từ năm 2017-2022 là 520 tỷ đồng, đưa RAL chuyển mình từ công ty công nghệ sang công ty công nghệ cao, thích ứng với cuộc Cách mạng 4.0, trong đó, đầu tư cho phòng thử nghiệm hợp chuẩn đạt tiêu chuẩn xuất khẩu vào các nước G7, đầu tư dây chuyền sản xuất đèn compact, huỳnh quang, dây chuyền tự động hóa đèn LED với quy mô 35-40 triệu bóng,...

**Dự báo kết quả kinh doanh.**

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2017 đạt 3,282 tỷ đồng, tăng 12% yoy và đạt 4,099 tỷ đồng vào năm 2021, tương đương tăng trưởng trung bình là 6%/năm từ năm 2017-2021. Trong đó:

- Năm 2017, doanh thu tiêu thụ đèn LED được dự báo tăng 58% nhờ sản lượng tăng trưởng 51%, và giá bán trung bình cao hơn 5% so với năm 2016 do công ty tung ra nhiều dòng sản phẩm mới với giá bán cao hơn. Từ năm 2017-2021, doanh

## CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông

thu đèn LED được dự báo tăng trung bình 18.2%/năm, tương đương với tốc độ tăng trưởng dự kiến của ngành theo LEDinside.

- Doanh thu đèn truyền thống được dự báo giảm 5% trong năm 2017 và tiếp tục giảm trung bình 6.5% từ năm 2017-2021 do xu hướng sử dụng bóng LED thay thế.
- Doanh thu phích nước được dự báo tăng trưởng trung bình 5%, do dân số và giá bán bình quân tăng.
- Doanh thu gia công được dự báo ổn định, đạt 241 tỷ đồng/năm

**Dự báo doanh thu của RAL từ năm 2017-2021**

	2017	2018	2019	2020	2021
Bóng đèn	2,366	2,489	2,639	2,820	3,038
Đèn LED	1,037	1,225	1,448	1,712	2,024
Đèn truyền thống	1,329	1,264	1,190	1,108	1,014
Phích nước	675	709	744	781	820
Gia công	241	241	241	241	241
<b>Tổng cộng</b>	<b>3,282</b>	<b>3,439</b>	<b>3,624</b>	<b>3,842</b>	<b>4,099</b>

Nguồn: BSC research

Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh được dự báo tăng từ 7.55% năm 2016 lên mức 7.7% năm 2017 và lên tới 9.41% trong năm 2021. Biên lợi nhuận được cải thiện chủ yếu nhờ năng suất lao động bình quân tăng trung bình 8% trong khi đó, chi phí nhân viên (chiếm khoảng 27% chi phí sản xuất kinh doanh của công ty) tăng trung bình 5%, chi phí khuyến mại, chiết khấu cho nhà phân phối dự báo chiếm khoảng 6% doanh thu, tương đương mức trung bình từ năm 2012-2016 (cao hơn so với mức 4-5% sau khi SCIC thoái vốn).

Khi đó, lợi nhuận sau thuế của công ty được dự báo đạt 180 tỷ đồng trong năm 2017 (+22% yoy), tương đương EPS 2017 là 11,716 đồng/cp (sau khi trừ 25% quỹ khen thưởng phúc lợi) và đạt 280 tỷ đồng vào năm 2021, tương đương tốc độ tăng bình quân là 12%/năm từ 2017-2021.

**Định giá.**

Chúng tôi sử dụng phương pháp là dòng tiền FCFF để định giá cổ phiếu RAL.

**Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF 2 giai đoạn:**

- Giai đoạn 1: Từ năm 2017-2021. Dòng tiền tự do được dự báo đạt 243 tỷ đồng vào năm 2017 và đạt 200 tỷ đồng vào năm 2021.
- Giai đoạn 2: tăng trưởng dài hạn, dòng tiền tự do được dự báo tăng trưởng 2%/năm.

**Chi phí vốn bình quân.** Chúng tôi sử dụng mô hình CAPM để tính toán chi phí vốn chủ sở hữu. Lợi suất thị trường trung bình 5 năm gần nhất là 12.35%, beta của cổ phiếu theo Bloomberg là 0.74x, lãi suất phi rủi ro là lãi suất Coupon của trái phiếu chính phủ 10 năm

## CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông

là 6%, khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu là 10.7%. Chi phí vay nợ ngắn hạn của doanh nghiệp ước tính là 8%/năm. Từ đó, chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp là 9.05%.

**Theo phương pháp này, giá hợp lý của cổ phiếu là 167,537 đồng/cp.**

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Lãi suất phi rủi ro	6.00%
Beta	0.73
Lợi suất thị trường	12.35%
Chi phí vốn chủ sở hữu	10.70%
Chi phí vốn nợ	8.00%
Nợ/ (Nợ +VCSH)	0.47
Chi phí vốn bình quân	9.05%

Nguồn: BSC research

**Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu RAL với giá mục tiêu 12 tháng tới là 167,500 đồng/cp, upside 23%. RAL là doanh nghiệp dẫn đầu cả nước về sản xuất bóng đèn, phích nước, với quy mô doanh thu lớn, đạt 2,939 tỷ đồng vào năm 2016. Biên lợi nhuận không ngừng được cải thiện và còn room tăng trưởng. Do vậy, kết quả kinh doanh được kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.**

## Phụ lục 01: Tổng quan tài chính doanh nghiệp và dự báo

	2016	2017	2018	2019	2020	2021		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh số thuần	2,939	3,282	3,439	3,624	3,842	4,099	<b>TÀI SẢN</b>						
Lãi gộp	604	691	732	783	841	926	A. Tài sản ngắn hạn	1,871	1,866	1,924	2,044	2,175	2,411
Thu nhập tài chính	18	16	18	18	20	21	I. Tiền và tương đương tiền	478	501	463	449	416	475
Chi phí tài chính	(51)	(45)	(50)	(58)	(58)	(57)	II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	246	350	400	480	580	640
Chi phí bán hàng	(285)	(334)	(350)	(368)	(389)	(414)	III. Các khoản phải thu	302	338	354	374	397	468
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(97)	(104)	(109)	(114)	(120)	(127)	IV. Hàng tồn kho, ròng	842	674	704	739	780	825
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	189	225	241	261	294	350	V. Tài sản lưu động khác	2	3	3	3	3	3
Thu nhập khác, ròng	0	-	-	-	-	-	B. Tài sản dài hạn	226	288	299	296	271	250
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	189	225	241	261	294	350	I. Phải thu dài hạn	1	1	1	1	1	1
<b>LNST</b>	<b>147</b>	<b>180</b>	<b>193</b>	<b>209</b>	<b>235</b>	<b>280</b>	II. Tài sản cố định	222	278	289	284	263	240
							1. GTCL TSCĐ hữu hình	192	249	260	256	235	213
							2. GTCL Tài sản thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
							3. GTCL tài sản cố định vô hình	30	30	29	28	28	27
							II'. Xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0	0	0	0
							III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
							IV. Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-
							V. Tài sản dài hạn khác	2	8	9	11	8	9
							<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>2,097</b>	<b>2,153</b>	<b>2,223</b>	<b>2,340</b>	<b>2,447</b>	<b>2,661</b>
<b>Chỉ tiêu cơ bản</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>			<b>NGUỒN VỐN</b>						
<b>Cơ cấu vốn</b>							A. Nợ phải trả	1,481	1,520	1,524	1,570	1,587	1,612
Vốn vay/VCSH	2.08	2.98	2.14	1.77			I. Nợ ngắn hạn	1,480	1,519	1,523	1,569	1,586	1,611
Tổng tài sản/VCSH	3.53	4.53	3.68	3.40			Vay ngắn hạn	1,091	1,149	1,135	1,160	1,153	1,148
<b>Cơ cấu tài sản</b>							II. Nợ dài hạn	1	1	1	1	1	1
TS dài hạn/ Tổng TS	10%	9%	10%	11%			Vay dài hạn	1	1	1	1	1	1
TS ngắn hạn/ Tổng TS	90%	91%	90%	89%			<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>	<b>616</b>	<b>633</b>	<b>699</b>	<b>770</b>	<b>860</b>	1,050
<b>Khả năng thanh toán</b>							I. Vốn và các quỹ	616	633	699	770	860	1,050
Hệ số TT nhanh	0.57	0.48	0.55	0.70			1. Vốn góp	115	115	115	115	115	115
Hệ số TT ngắn hạn	1.26	1.17	1.24	1.26			II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ	-	-	-	-	-	-
<b>Năng lực HD (ngày)</b>							C. Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Số ngày phải thu	19	19	19	23			<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2,097</b>	<b>2,153</b>	<b>2,223</b>	<b>2,340</b>	<b>2,447</b>	<b>2,661</b>
Số ngày tồn kho	169	185	185	142									
Số ngày phải trả	11	15	23	20									
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>													
Lợi nhuận gộp biên	20%	21%	18%	21%									
ROS	4%	4%	3%	4%									
ROE	17%	13%	18%	25%									
ROA	5%	3%	4%	7%									

Nguồn: BSC research

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Ví mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**