

Ngành xuất bản phát hành

Báo cáo lần đầu

3 tháng 6, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **21.756**

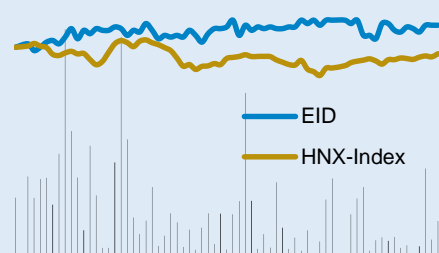
Giá thị trường (3/6/2016) **13.800**

Lợi nhuận kỳ vọng **57,7%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 11.240-14.000 |
| Vốn hóa | 201 tỷ đồng |
| SL cổ phiếu lưu hành | 14.568.600 CP |
| KLGD bình quân 10 ngày | 2.195 CP |
| % sở hữu nước ngoài | 15,86% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 1.200 đồng/CP |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 8,7% |
| Beta | 0,14 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|-----------|-------|------|-------|------|
| EID | -2,1% | 0,7% | -2,1% | 1,5% |
| HNX-Index | 3,4% | 2,5% | 4,3% | 3,2% |

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 611

nguyentientung@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển giáo dục Hà Nội

Mã giao dịch: EID

Reuters: EID.HN

Bloomberg: EID VN

Ngành nghề ít rủi ro, cổ tức ổn định và hấp dẫn

Vị thế độc quyền sách bổ trợ khu vực miền Bắc. Nhà xuất bản Giáo dục Việt Nam hiện là chủ biên cho các loại sách giáo khoa, sách bổ trợ trong chương trình học phổ thông từ mẫu giáo đến lớp 12. EID được phân phối mảng sách bổ trợ cho NXB Giáo Dục tại thị trường miền Bắc với địa bàn hoạt động trải rộng trên 29 tỉnh thành.

Sách bổ trợ và sách tham khảo là các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận hấp dẫn. Sách bổ trợ có biên lợi nhuận gộp dao động từ 25-30%, sách tham khảo dao động từ 30-40%, cao gấp khoảng 3 lần so với sách giáo khoa thông thường do lợi thế là thành viên của NXB Giáo dục dẫn đến chất lượng sách được đảm bảo, phụ huynh và học sinh tin dùng, mức giá bán cao đảm bảo biên lợi nhuận đồng thời vẫn cạnh tranh được với các NXB khác trên thị trường. Các công ty phát hành sách tự quyết định giá bán sách bổ trợ và sách tham khảo trong khi giá bán sách giáo khoa do NXB Giáo dục Việt Nam quy định.

Trong mảng sách bổ trợ, biên lợi nhuận của EID cao nhất trong số 3 công ty của NXB Giáo dục (SED & DAD). Mặc dù đều mang tính chất độc quyền theo vùng miền nhưng thị trường tiêu thụ của EID được đánh giá lớn hơn so với các công ty phân phối sách tại miền Trung và miền Nam do miền Bắc là khu vực đông dân cư với tỷ lệ nhập học cao nhất cả nước. Điều này tạo lợi thế về quy mô cho EID. Về hiệu quả, hiện biên LN gộp của EID cao hơn DAD, SED và đang có xu hướng tăng.

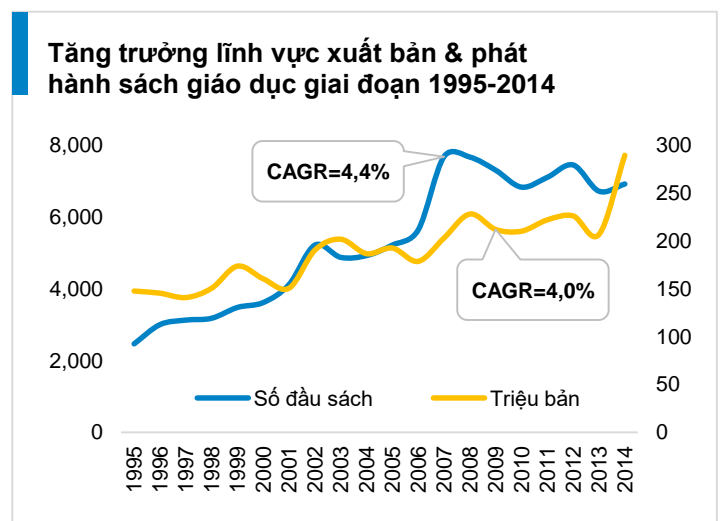
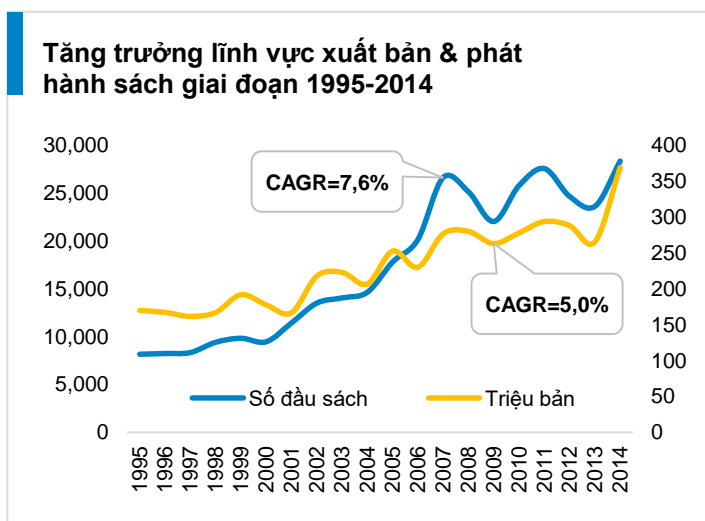
Chương trình thí điểm của Bộ giáo dục nếu được áp dụng sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp phát hành sách trong dài hạn. Năm học 2016-2017, Bộ Giáo dục - Đào tạo sẽ thực hiện thí điểm chương trình đào tạo mới ở cả 3 cấp trên quy mô 2% số trường cả nước, thời gian thí điểm dự kiến từ 2016-2019. Nếu việc thí điểm thành công, toàn bộ sách giáo khoa và các loại sách khác đi kèm sẽ được thay thế nhờ đó sẽ đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ sách mới, mang lại nhiều thuận lợi cho EID và các doanh nghiệp kinh doanh sách.

Tỷ lệ cổ tức ổn định và hấp dẫn. Hoạt động kinh doanh của EID có tính ổn định cao, đồng thời nhu cầu tái đầu tư không lớn. Tỷ lệ chi trả cổ tức của EID trong các năm gần đây tối thiểu đều ở mức 12%, tương đương với dividend yield ~ 8,7%. Ngành xuất bản và phát hành sách có tỷ lệ ROE tối thiểu 15% và EPS tối thiểu 2.000 đồng/CP nên việc chi trả cổ tức 12% trong các năm tới là hoàn toàn khả thi.

Khuyến nghị đầu tư. Với mức giá hiện tại, cổ phiếu EID hiện đang giao dịch với mức P/E forward 2016 là 5,22x, là mức hấp dẫn với một cổ phiếu trong ngành sách giáo dục. Lịch sử trả cổ tức của EID cũng luôn duy trì ổn định ở mức cao (từ năm 2009 đến nay mức tối thiểu là 12%). Do vậy, EID tương đối phù hợp với nhà đầu tư có xu hướng nắm giữ lâu dài, ưa thích sự an toàn và hưởng cổ tức. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu EID, mức giá kỳ vọng của chúng tôi cho cổ phiếu EID với mục tiêu đầu tư trung - dài hạn là **21.756 đồng/cổ phần**.

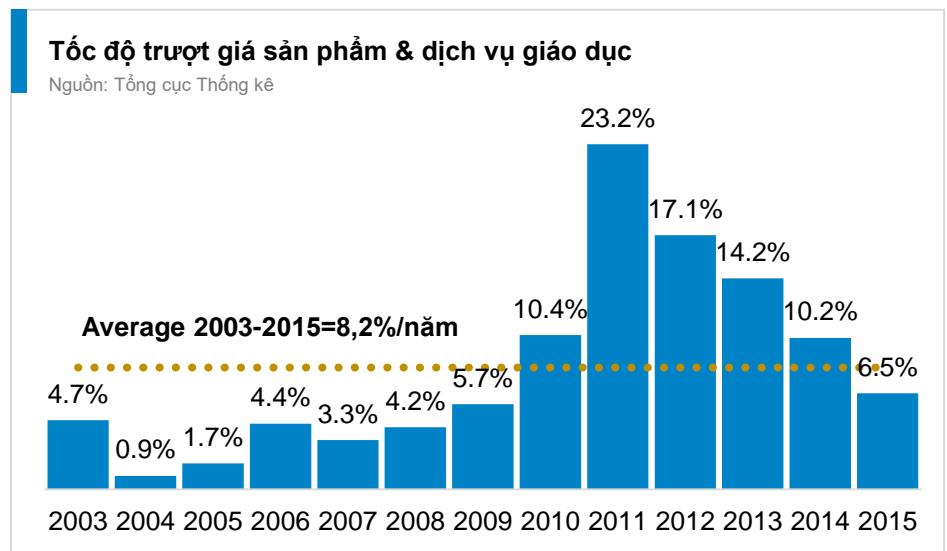
Lĩnh vực phát hành sách có tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 5,0%/năm về số lượng phát hành và 8,2%/năm về giá

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, lĩnh vực xuất bản & phát hành sách của Việt Nam giai đoạn 1995-2014 đạt mức tăng trưởng bình quân khoảng 7,6%/năm về số đầu sách và 5,0% về số lượng sách phát hành. Riêng đối với sản phẩm sách giáo dục, tốc độ tăng trưởng lần lượt đạt 4,4%/năm và 4,0%/năm.



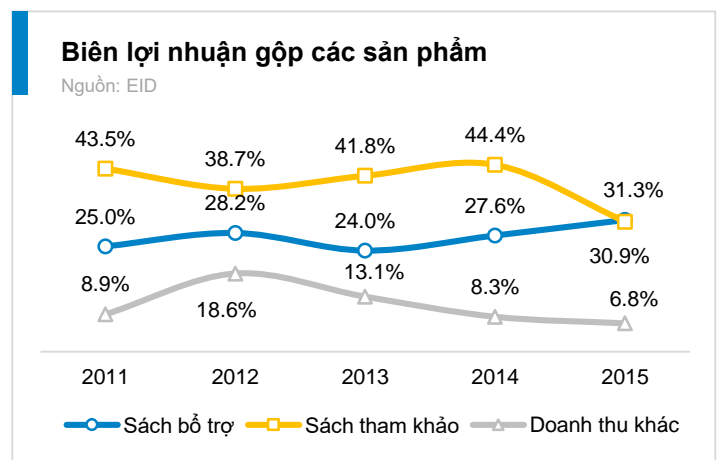
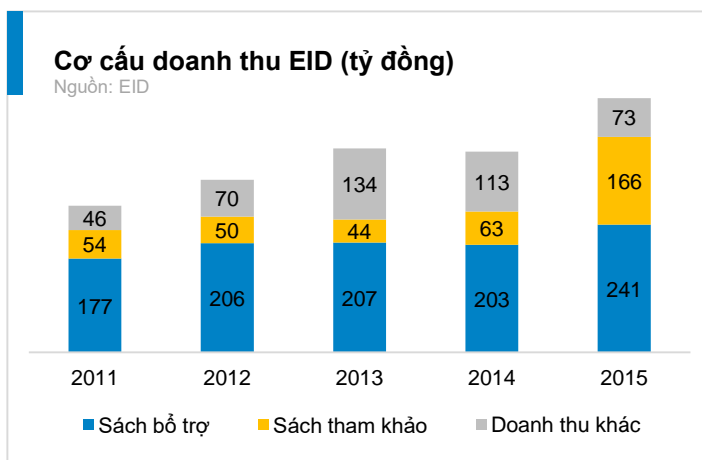
Nguồn: Tổng cục thống kê

Cũng theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tốc độ trượt giá đối với sản phẩm và dịch vụ giáo dục bình quân giai đoạn 2003-2015 khoảng 8,2%/năm, góp phần tạo nên tăng trưởng bình quân toàn ngành khoảng 12%/năm. Sách giáo dục là sản phẩm không thể thiếu trong quá trình học tập nên có nhiều cơ sở để ngành kinh doanh này tiếp tục duy trì mức tăng trưởng ổn định trong các năm tới.



Sách hỗ trợ và sách tham khảo là 2 dòng sản phẩm chính của EID

EID được thành lập năm 2007 và là công ty thành viên của Nhà xuất bản Giáo dục Việt Nam. 2 mảng hoạt động kinh doanh chính của EID là in và phát hành sách hỗ trợ, sách tham khảo theo chương trình sách giáo khoa hiện nay. Ngoài ra, EID còn in các loại lịch, kinh doanh các thiết bị giáo dục, thiết bị văn phòng và các sản phẩm giáo dục khác như các phần mềm giáo dục, sách điện tử... Phát hành sách là lĩnh vực có biên lợi nhuận khá hấp dẫn như sách tham khảo biên lợi nhuận gộp từ 30-40%, sách hỗ trợ dao động từ 25-30%.



Vị thế độc quyền sách hỗ trợ khu vực miền Bắc

Trong lĩnh vực sách giáo dục, Nhà xuất bản Giáo dục Việt Nam hiện là chủ biên cho các loại sách giáo khoa, sách hỗ trợ trong chương trình học phổ thông từ mẫu giáo đến lớp 12. Hệ thống phân phối sách của NXB Giáo Dục Việt Nam được phân theo các cấp và vùng trí địa lý như sau:

Cấp vùng: gồm 3 vùng Bắc, Trung, Nam, mỗi vùng phân chia thành các công ty sách giáo khoa và sách hỗ trợ riêng:

- Với loại hình sách giáo khoa, 3 công ty là CTCP sách và thiết bị giáo dục miền Bắc, CTCP sách và thiết bị giáo dục miền Trung, CTCP sách và thiết bị giáo dục miền Nam (SMN) phụ trách mảng sách giáo khoa cho 3 vùng tương ứng.
- Với loại hình sách hỗ trợ, 3 công ty là CTCP Đầu tư và Phát triển Giáo dục Hà Nội - EID, CTCP Đầu tư và Phát triển Giáo dục Đà Nẵng - DAD và CTCP Đầu tư và Phát triển Giáo dục Phương Nam - SED chịu trách nhiệm về mảng sách hỗ trợ cho NXB Giáo Dục Việt Nam ở mỗi vùng. EID chủ yếu khai thác thị trường miền Bắc với địa bàn hoạt động trải rộng trên 29 tỉnh thành.

Cấp tỉnh thành: là những công ty địa phương chịu trách nhiệm phân phối sách cũng như thiết bị trường học ở mỗi tỉnh thành cho NXB Giáo Dục Việt Nam. Mỗi

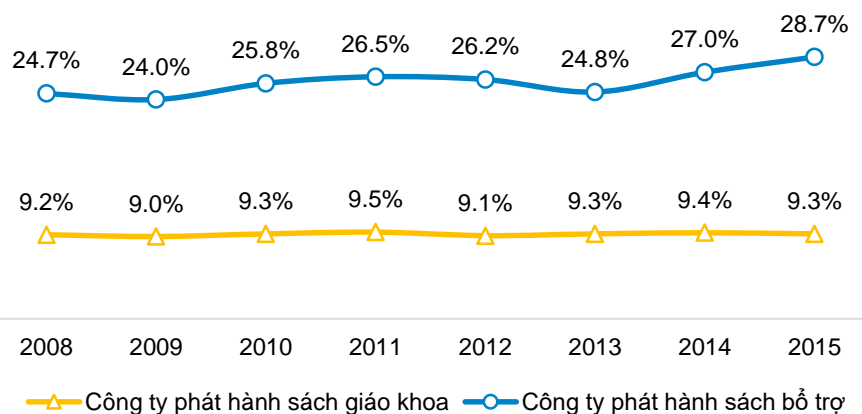
tỉnh thành thường có một công ty, ví dụ như CTCP Sách và Thiết bị trường học Đà Nẵng (BED), CTCP Sách và Thiết bị trường học TP Hồ Chí Minh (STC),...

Do hầu hết các công ty phát hành sách giáo dục hiện nay đều là thành viên của NXB Giáo Dục Việt Nam. Do vậy, mức độ cạnh tranh trong ngành không cao, rào cản tham gia ngành là khá lớn, các doanh nghiệp trong ngành có thể duy trì thị phần và tăng trưởng ổn định.

Sách bổ trợ có biên lợi nhuận gộp cao gấp khoảng 3 lần sách giáo khoa

Sách giáo khoa là sản phẩm mang tính phổ cập và giá bán do NXB Giáo dục quy định, trong khi giá bán đối sách bổ trợ do công ty vùng quyết định. Do vậy, biên lợi nhuận gộp mảng sách bổ trợ thường dao động trong khoảng 25-30% so với sách giáo khoa khoảng 9%.

Biên LN gộp các công ty phát hành sách bổ trợ so với các công ty phát hành sách giáo khoa



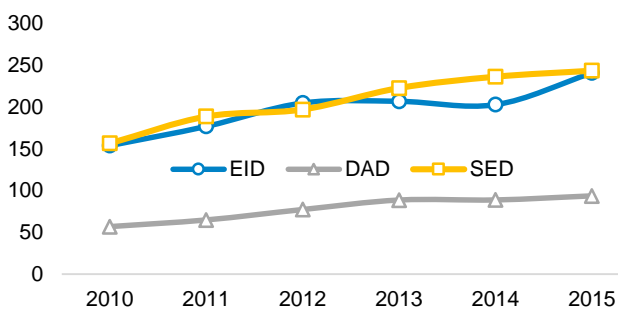
So sánh sách giáo khoa và sách bổ trợ

| Tiêu chí | Sách giáo khoa | Sách bổ trợ |
|----------------|--|--|
| Phân phối | Được phân phối bởi các công ty vùng và công ty ở tỉnh thành chuyên phân phối sách giáo khoa, mang tính ưu tiên chiến lược của nhà nước | Bao gồm các loại sách bài tập, sách bổ trợ khác, được phân phối bởi các công ty vùng |
| Giá bán | Do NXB Giáo Dục Việt Nam quy định | Do công ty vùng quyết định |
| Biên lợi nhuận | Biên lợi nhuận thấp (khoảng 9%) do mục tiêu phổ cập giáo dục nên phải cung cấp đầy đủ sách cho học sinh trên cả nước | Biên lợi nhuận cao, dao động trong khoảng 25-30% |

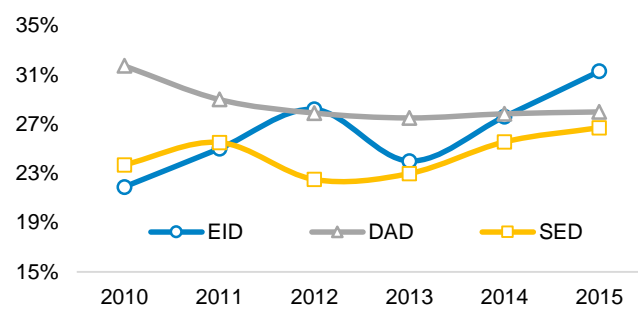
Trong mảng sách bổ trợ, biên lợi nhuận của EID cao nhất trong số 3 công ty của NXB Giáo dục

Doanh thu sách bổ trợ của EID hiện tương đương với SED, 2 công ty này mỗi công ty đang nắm giữ khoảng 40% thị phần sách bổ trợ cả nước. Mặc dù đều mang tính chất độc quyền theo vùng miền nhưng thị trường tiêu thụ của EID được đánh giá lớn hơn so với các công ty phân phối sách tại miền Trung và miền Nam do miền Bắc là khu vực đông dân cư với tỷ lệ nhập học cao nhất cả nước. Điều này tạo lợi thế về quy mô cho EID. Về hiệu quả, hiện biên lợi nhuận gộp của EID cao hơn DAD, SED và đang có xu hướng tăng.

Quy mô doanh thu sách bổ trợ của EID so với SED & DAD



Biên LN gộp sách bổ trợ của EID so với SED & DAD



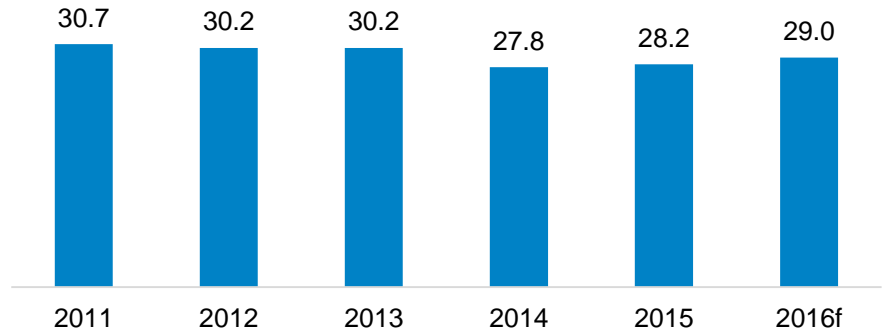
Chương trình thí điểm của Bộ giáo dục nếu được áp dụng sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp phát hành sách

Năm học 2016-2017, Bộ Giáo dục - Đào tạo sẽ thực hiện thí điểm chương trình đào tạo mới ở cả 3 cấp trên quy mô 2% số trường cả nước, thời gian thí điểm dự kiến từ 2016-2019. Nếu việc thí điểm thành công, toàn bộ sách giáo khoa và các loại sách khác đi kèm sẽ được thay thế nhờ đó sẽ đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ sách mới, mang lại nhiều lợi nhuận cho các doanh nghiệp kinh doanh sách.

Giai đoạn từ 2011-2014, sản lượng sách bổ trợ của EID giảm nhẹ do trong thời gian này, chương trình học của bộ Giáo dục - Đào tạo không có nhiều thay đổi dẫn đến việc sách cũ được sử dụng lại làm giảm sản lượng tiêu thụ của EID. Từ năm 2014 đến nay, sản lượng tiêu thụ sách bổ trợ có dấu hiệu tăng trưởng trở lại và dự báo đạt mức tiêu thụ 29 triệu bản trong năm 2016, tương ứng với mức tăng 3% yoy do việc thí điểm chương trình mới của bộ GD-ĐT sẽ kéo theo nhu cầu sử dụng sách chương trình mới. Do mới chỉ áp dụng trên 2% số trường trên cả nước và chỉ áp dụng với các khối ở đầu cấp (Lớp 1, lớp 6 và lớp 10) nên mức tăng trưởng sản lượng từ sách chương trình mới sẽ chỉ giúp EID đạt mức tăng sản lượng 3% trong năm 2016, tuy nhiên sẽ tăng nhanh dần trong các năm tới.

Sản lượng sách hỗ trợ của EID giai đoạn 2011-2016F

Nguồn: EID - Đơn vị: Triệu bản

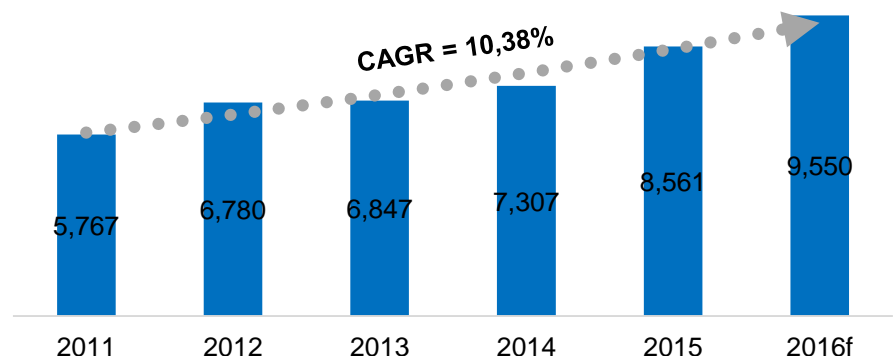


EID có khả năng áp giá bán lên sản phẩm để đảm bảo một mức lợi nhuận nhất định

Do được tự quyết định về giá bán sách của mình, giá bán sách hỗ trợ của EID luôn đạt mức tăng trưởng cao trong giai đoạn 2011-2015 (CAGR ~ 10,38%/năm). Bên cạnh đó, CPI của lĩnh vực giáo dục luôn ở mức cao qua các năm cũng là một yếu tố hỗ trợ cho việc tăng giá sách. Nhờ vậy, mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ trong giai đoạn này, doanh thu đến từ cung cấp sách hỗ trợ vẫn đạt mức tăng trưởng tốt.

Biến động giá bán sách hỗ trợ của EID 2011-2016

Nguồn: EID - Đơn vị: VNĐ/cuốn

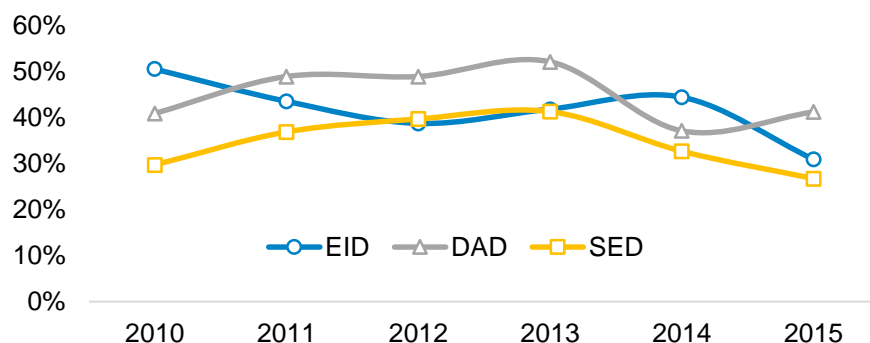


Mảng sách tham khảo mức độ cạnh tranh cao tuy nhiên EID vẫn có nhiều yếu tố hỗ trợ

Sách tham khảo là dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao nhất, lên tới 30-40%. Không chỉ EID mà các công ty khác trong ngành như SED và DAD đều có biên lợi nhuận sách tham khảo cao do lợi thế là thành viên của NXB Giáo dục dẫn đến chất lượng sách được đảm bảo, phụ huynh và học sinh tin dùng, mức giá bán cao đảm bảo biên lợi nhuận đồng thời vẫn cạnh tranh được với các NXB khác trên thị trường.

Biên LN gộp sách tham khảo EID so với DAD, SED

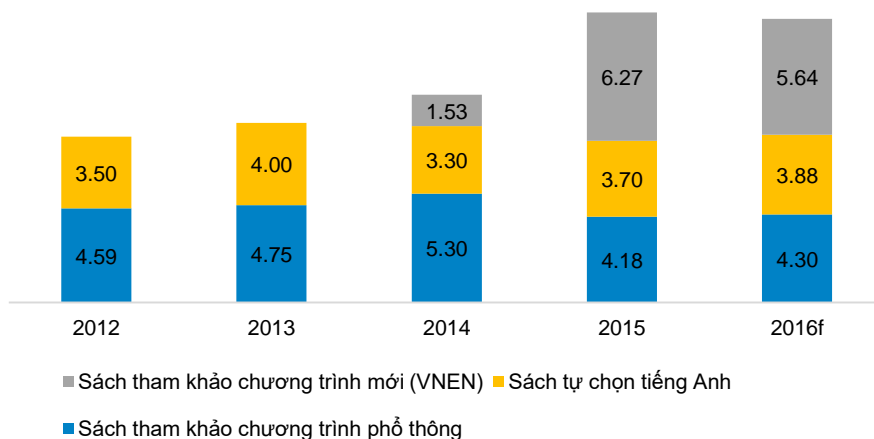
Nguồn: BVSC tổng hợp



Lợi thế của EID. Thị trường sách tham khảo rất cạnh tranh do sách có thể được biên soạn bởi các NXB khác ngoài NXB Giáo Dục. Để cạnh tranh trên thị trường này, ngoài dòng sản phẩm sách tham khảo sử dụng cho chương trình học phổ thông, EID còn tập trung vào một số dòng sản phẩm mà người tiêu dùng đặc biệt quan tâm hiện nay như sách tiếng Anh hoặc sách tham khảo dành cho chương trình mới (VNEN).

Sản lượng tiêu thụ sách tham khảo của EID

Nguồn: EID - Đơn vị: Triệu bản



- Sản lượng sách tham khảo dành cho chương trình phổ thông có biến động gần như tương đương với sản lượng tiêu thụ sách bổ trợ của EID trong những năm vừa qua. Điều này là do 2 loại sách này đều bám sát chương trình giáo dục của Bộ Giáo dục, do đó chương trình học không thay đổi sẽ dẫn đến việc học sinh sử dụng sách cũ của người quen hoặc mua tại tiệm sách cũ để tiết kiệm chi phí, từ đó làm giảm sản lượng tiêu thụ sách mới. Ngoài ra, cạnh tranh từ các NXB khác và sách lậu cũng tác động đến sản lượng tiêu thụ dòng sách này của EID.
- Sách tự chọn tiếng Anh là một trong những loại sách được quan tâm nhất trên thị trường hiện nay. Nhu cầu tiếng Anh trong công việc và cuộc sống ngày càng khiến người dân đầu tư vào việc học tiếng Anh cho con

em mình, dẫn đến sự xuất hiện của rất nhiều tựa sách tham khảo tiếng Anh của nhiều NXB. Tuy nhiên, nhờ có yếu tố thành viên của NXB Giáo dục, EID được tham gia chương trình NNQG 2020 (Đề án dạy và học ngoại ngữ trong hệ thống giáo dục quốc dân, mục tiêu đến năm 2020 thanh thiếu niên tự tin sử dụng ngoại ngữ trong giao tiếp). Do đó, EID được quyền cung cấp sách tham khảo tiếng Anh cho chương trình này, tạo được uy tín cũng như thương hiệu trong lĩnh vực sách tiếng Anh đồng thời giúp sản lượng tiêu thụ sách tự chọn tiếng Anh hàng năm ổn định, bất chấp mức độ cạnh tranh trên thị trường là rất cao.

- Sản lượng sách tham khảo chương trình mới (VNEN) tăng mạnh trong năm 2015 (+310% yoy) do nhu cầu tìm hiểu về chương trình mới của giáo viên, phụ huynh cũng như học sinh tăng cao. Chương trình giáo dục mới không khó về kiến thức mà tập trung chủ yếu vào tính chủ động, sáng tạo của học sinh, điều này khác hoàn toàn so với chương trình giáo dục trước đây dẫn đến việc khó khăn trong tiếp cận chương trình học của giáo viên và phụ huynh, do vậy nhu cầu tìm đến sách tham khảo của những đối tượng này tăng cao. Nhờ lợi thế là công ty thành viên của NXB Giáo dục, sách tham khảo mà EID cung cấp là của NXB Giáo dục, vì vậy bám sát với chương trình học và giúp giáo viên cũng như phụ huynh có thể truyền tải được kiến thức đến với học sinh theo đúng chương trình. Trong thời gian đầu, do mới ra mắt nên nhiều NXB chưa có thời gian để nghiên cứu chương trình này, vì vậy sản phẩm còn ít và sách của EID gần như là duy nhất trên thị trường, tuy nhiên trong thời gian tới dòng sản phẩm này sẽ bị cạnh tranh bởi các NXB khác khi họ đã có đủ thời gian nghiên cứu và xuất bản những sản phẩm của mình.

Sách điện tử - Đối thủ tương lai nhưng chưa quá lo ngại

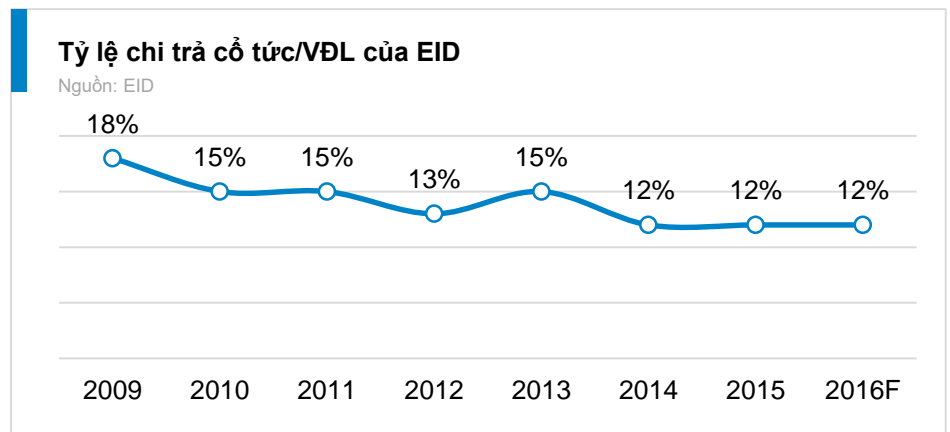
Internet và các thiết bị thông minh đang ngày càng thâm nhập sâu vào cuộc sống con người. Tại các nước luật bản quyền được kiểm soát chặt chẽ, sách điện tử chiếm tới một nửa doanh thu thị trường sách. Tuy nhiên đối với Việt Nam, con số này mới dừng ở mức 1% do chính bản thân sách điện tử cũng có sách lậu. Nếu sách giấy làm lậu vẫn cần chi phí cho máy móc, nhân công, nguyên vật liệu in thì chi phí đối với sách lậu điện tử gần như bằng không. Điều này khiến cho các nhà sách thờ ơ với sách điện tử.

Tương lai thì sách điện tử sẽ gây thiệt hại cho các nhà xuất bản, các đơn vị làm sách hướng tới đối tượng người đọc cao cấp như sách kinh tế, sách chuyên ngành, sách kinh doanh, ngoại ngữ,.. hơn là sách giáo dục. Sách điện tử giáo dục nếu có phát triển thì cũng chỉ là sản phẩm phụ thêm của sách giấy chứ khó có thể thay thế hoàn toàn bởi khía cạnh chi phí. Việc đầu tư các thiết bị đọc sách điện tử mang tính phổ cập cho toàn ngành giáo dục là việc không dễ thực hiện ngay.

Trong trường hợp nhu cầu đối với sách giáo dục điện tử xảy ra trên diện rộng. Các doanh nghiệp vẫn có thể thích nghi và xây dựng những chương trình sách điện tử để thay thế cho mặt hàng sách truyền thống. Hiện tại, NXB Giáo dục đã cho ra mắt sản phẩm Classbook, một thiết bị điện tử tích hợp toàn bộ chương trình sách giáo khoa, sách bổ trợ cũng như tài liệu có ích khác. Ra mắt thị trường được 2 năm, tính đến nay Classbook đã có mặt tại 25 tỉnh thành trên cả nước với hơn 80.000 người sử dụng, tỷ lệ thâm nhập gần 0,1%.

Tỷ lệ cổ tức ổn định và hấp dẫn

Hoạt động kinh doanh của EID có tính ổn định cao, đồng thời nhu cầu tái đầu tư không lớn. Tỷ lệ chi trả cổ tức của EID trong các năm gần đây tối thiểu đều ở mức 12%, tương đương với dividend yield ~ 8,7%. Ngành xuất bản và phát hành sách có tỷ lệ ROE tối thiểu 15% và EPS tối thiểu 2.000 đồng/CP nên việc chi trả cổ tức 12% trong các năm tới là hoàn toàn khả thi.



Doanh thu từ bất động sản mang lại nguồn lợi nhuận ổn định hàng năm

EID đang nắm 100% vốn điều lệ của công ty TNHH MTV Hồng Hà Thành Công, đơn vị đang sở hữu tòa nhà văn phòng HEID ở Láng Hạ, Hà Nội với nguyên giá là 87,2 tỷ đồng, giá trị hao mòn lũy kế đến ngày 31/12/2015 là 13 tỷ. Trong năm 2015, công ty đã khai thác toàn bộ 12/12 sàn, đạt tỷ lệ 100%, đạt 10,5 tỷ doanh thu và 3,1 tỷ lợi nhuận. Việc khai thác tòa nhà được dự báo sẽ tiếp tục diễn biến thuận lợi trong các năm tới với khoản lợi nhuận hơn 3 tỷ cho EID mỗi năm.

Dự báo 2016

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của EID trong năm 2016 có thể đạt 494 tỷ đồng, tăng 4,2% yoy do tăng trưởng trái chiều từ các mặt hàng chủ lực của EID. Mặt hàng sách bổ trợ dự kiến tăng trưởng tốt, tuy nhiên mặt hàng sách tham khảo sẽ bị cạnh tranh mạnh dẫn đến doanh thu giảm. Các lĩnh vực khác dự kiến tăng trưởng nhẹ do không có nhiều biến động. Biên lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện do nguyên liệu đầu vào chủ yếu là giấy có xu hướng đi ngang và giảm. LNST mẹ ước đạt 39,4 tỷ đồng, tăng trưởng 23,6% so với cùng kỳ.

Dự báo kết quả kinh doanh 2016 của EID

| Chỉ tiêu | 2015 | 2016F | % Cơ sở dự báo |
|-----------|------|-------|----------------|
| Doanh thu | 474 | 494 | 4,2% |

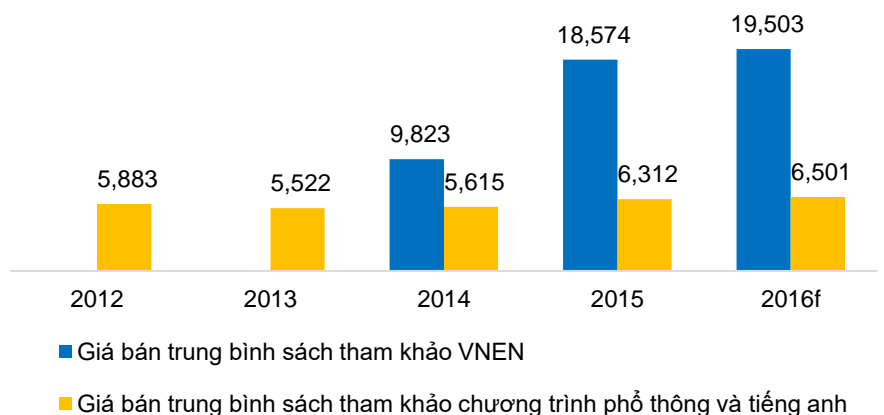
Chúng tôi dự báo doanh thu sách bổ trợ trong năm 2016 của EID sẽ đạt 261 tỷ đồng, tăng trưởng 8,3% so với cùng kỳ. Cơ sở của mức tăng trưởng này đến từ mức tăng sản lượng sách bổ trợ tiêu thụ trong năm 2016 là 3% và mức tăng giá bán sách trong năm 2016 là 5% tương đương với mức trượt giá sản phẩm giáo dục chúng tôi ước tính trong năm nay.

Doanh thu mặt hàng sách tham khảo trong năm 2016 ước đạt 163 tỷ, giảm 1,8% so với cùng kỳ, trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ của sách tham khảo dành cho chương trình phổ thông sẽ tăng trưởng khoảng 3%, tương đương với mức tăng trưởng của dòng sách bổ trợ, mức tiêu thụ đạt 4,3 triệu bản.
- Sản lượng tiêu thụ sách tự chọn tiếng Anh có thể tăng trưởng 5%, đạt mức tiêu thụ 3,88 triệu bản.
- Sản lượng sách tham khảo chương trình mới VNEN có thể giảm 10% trong năm nay do bắt đầu bị cạnh tranh mạnh, mức tiêu thụ đạt 5,64 triệu bản tuy nhiên chúng tôi đánh giá dư địa tăng trưởng vẫn còn nhiều do chương trình mới vẫn đang ở giai đoạn thử nghiệm, khi được phổ cập toàn quốc, sản lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh.
- Sách tham khảo VNEN có giá bán cao do đặc thù chương trình mới, nội dung cần trực quan và dễ hiểu dẫn đến chi phí cao. Chúng tôi ước tính giá bán trung bình sản phẩm sách tham khảo VNEN trong năm 2016 có thể đạt 19,503 VND/bản, tăng 5% so với cùng kỳ do sản phẩm này có thể bắt đầu bị cạnh tranh trong năm 2016 dẫn đến giá khó tăng mạnh như trong năm 2015. Những sản phẩm sách tham khảo còn lại (bao gồm sách tham khảo chương trình phổ thông và tiếng Anh) chúng tôi dự báo mức tăng giá khoảng 3% tương đương với mức độ lạm phát trong năm.

Giá bán trung bình sách tham khảo của EID

Nguồn: BVSC ước tính - Đơn vị: VND/bản

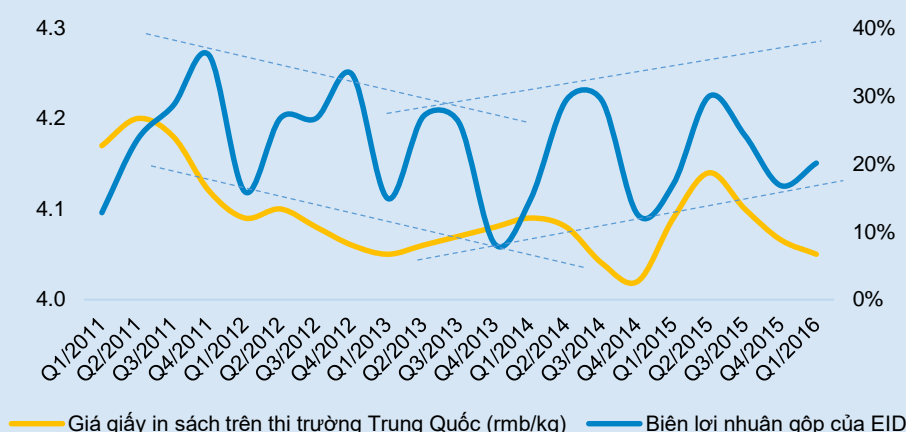


Doanh thu khác bao gồm bất động sản, lịch block, thiết bị văn phòng... dự kiến đạt 70 tỷ đồng, tăng trưởng 4% yoy.

Giá vốn 357 353 -1,1% Nguyên liệu chiếm 49% chi phí sản xuất của EID, chủ yếu là giấy nhập khẩu từ Trung Quốc do có chất lượng cao và giá thành thấp hơn trong nước, ngoài ra còn mực (nhập khẩu từ châu Âu), do đó biến động của giá giấy có ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận gộp của EID. Sau giai đoạn tăng mạnh từ 2009-2010, giá giấy có xu hướng đi ngang và giảm do nguồn cung tăng mạnh. So với thời điểm này năm ngoái, giá giấy trên thị trường Trung Quốc giảm 9,8%. Với việc giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục có xu hướng giảm, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của EID sẽ khả quan trong năm 2016.

Biến động giá giấy so với biên lợi nhuận gộp của EID

Nguồn: EID, Bloomberg, BVSC tổng hợp



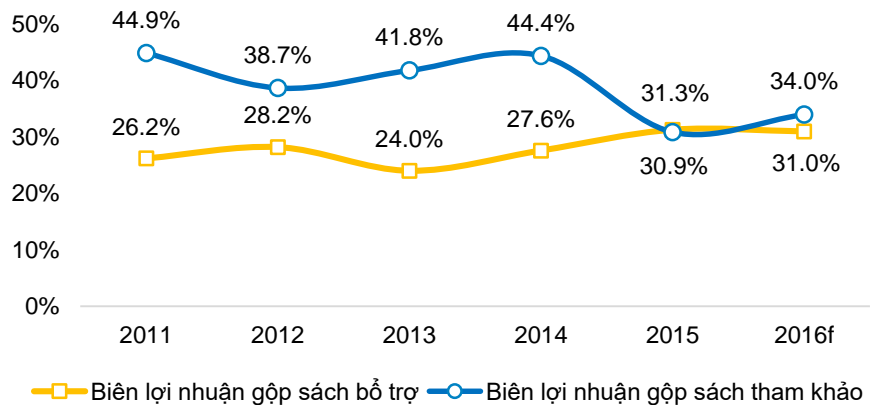
Tác động thực tế của diễn biến giá giấy đến biên lợi nhuận gộp của EID đã được chứng minh trong thời gian qua. Cũng cần lưu ý thêm 1 yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của EID là yếu tố mùa vụ. Các mặt hàng sách giáo dục được tiêu thụ mạnh vào quý 2 và quý 3 hàng năm và đây cũng là thời điểm ghi nhận phần lớn doanh thu lợi nhuận của EID, biên lợi nhuận gộp trong 2 quý này cũng thường xuyên đạt mức cao nhất trong năm. Quý 1 và quý 4 là mùa thấp điểm, mặt hàng sách với biên lợi nhuận cao được tiêu thụ ít thay vào đó là những mặt hàng khác như lịch block, thiết bị giáo dục khác nên biên lợi nhuận gộp thường giảm mạnh trong 2 quý này. Tuy nhiên, trong Quý 1/2016, mặc dù là mùa thấp điểm tuy nhiên biên lợi nhuận của EID đạt mức cao so với cùng kỳ các năm trước (biên lợi nhuận gộp Q1/2016 đạt 21,1% so với Q1/2015 và Q1/2014 lần lượt là 17,02% và 14,76%).

Lợi nhuận gộp 116 141 21,5% Biên lợi nhuận gộp của mảng sách hỗ trợ là lĩnh vực chính của EID liên tục tăng trưởng, thậm chí vượt cả biên lợi nhuận gộp của sản phẩm sách tham khảo trong năm 2015. Ngoài yếu tố chi phí đầu vào giảm, do có vị thế độc quyền nên EID bảo đảm được giá bán đầu ra luôn ở mức tốt dẫn đến mức biên lợi nhuận gộp cao của sách hỗ trợ. Chúng tôi cho rằng mảng sách hỗ trợ EID sẽ duy trì được mức biên lợi nhuận gộp 31% trong năm 2016. Đối với mảng sách tham

khảo, do lượng sách tham khảo chương trình mới (VNEN) được tiêu thụ đột biến trong năm 2015 làm giảm biên lợi nhuận gộp chung của mảng sách tham khảo. Trong năm 2016, lượng sách tham khảo VNEN có thể giảm và làm tăng biên lợi nhuận gộp của mảng sách tham khảo, ước đạt 34%.

Biên lợi nhuận gộp các sản phẩm sách của EID

Nguồn: EID, BVSC ước tính



| | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu tài chính | 1,9 | 2 | 5% |
| Chi phí tài chính | 5,8 | 7 | 20,6% |
| Chi phí BH | 47,6 | 57,2 | 21,2% |
| Chi phí QLDN | 23,2 | 27,5 | 17,3% |
| LN trước thuế | 41,5 | 51,3 | 23,6% |
| LNST cty mẹ | 31,9 | 39,4 | 23,6% |
| EPS (đồng/CP) | 2.139 | 2.644 | 23,6% |

Định giá cổ phiếu

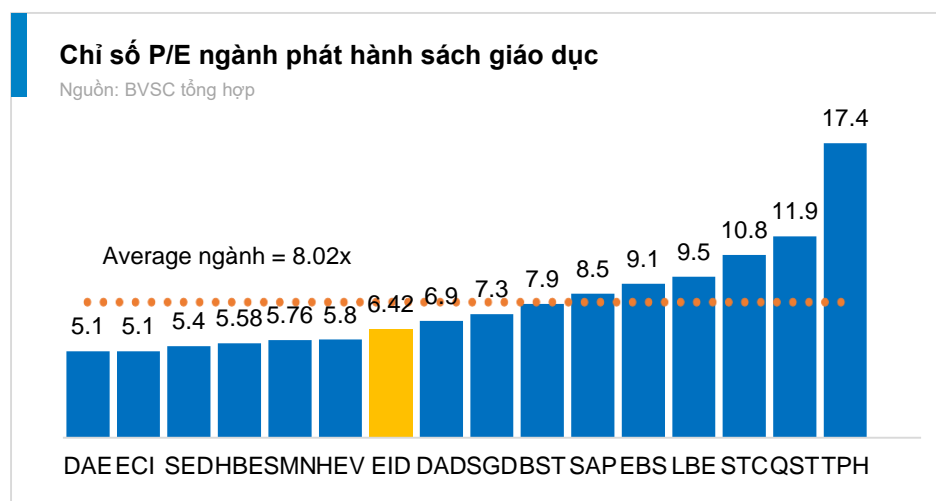
Phương pháp chiết khấu dòng tiền. Dựa trên phương pháp FCFE, FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý cổ phiếu EID ở mức 24.110 đồng/cổ phần.

| Kết quả định giá | | | |
|-----------------------------|--------|----------|---------------------|
| Mô hình định giá | Giá | Tỷ trọng | Bình quân gia quyền |
| FCFE (g = 5%, COE = 15,1%) | 24.365 | 50% | 12.183 |
| FCFF (g = 5%, WACC = 12,9%) | 23.855 | 50% | 11.928 |
| Giá bình quân | | | 24.110 |

Phương pháp so sánh. Khi so sánh EID với các công ty phát hành sách của NXB Giáo dục, EID là doanh nghiệp có quy mô lớn hơn hẳn, đồng thời phân khúc sản phẩm chính của EID là sách hỗ trợ cũng có biên lợi nhuận tốt hơn

nhieu so với sách giáo khoa. Đây là cơ sở để chúng tôi cho rằng P/E và P/B của EID tối thiểu phải bằng giá trị bình quân ngành. Mặc dù đối với các công ty phát hành sách thuộc NXB Giáo dục, P/E và P/B thị trường chưa hẳn đã phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức P/E và P/B bình quân ngành là 8,02x và 1,2x cũng là mức có thể chấp nhận được đối với ngành nghề kinh doanh có tính ổn định này.

| Kết quả định giá | | | |
|-----------------------------------|------------|-----------------|----------------------------|
| Mô hình định giá | Giá | Tỷ trọng | Bình quân gia quyền |
| P/E (EPS 2016 = 2.644 đồng/CP) | 21.204 | 50% | 10.062 |
| P/B (Book value = 14.666 đồng/CP) | 17.600 | 50% | 8.800 |
| Giá bình quân | | | 19.402 |



Kết quả cuối cùng theo các phương pháp FEFE, FCFF, P/E, P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu EID vào khoảng **21.756 đồng/cổ phần**. Tại mức giá kỳ vọng này, P/E forward 2016 của EID vào khoảng 8,22x, là mức hợp lý.

Khuyến nghị đầu tư

Với mức giá hiện tại, cổ phiếu EID hiện đang giao dịch với mức P/E forward 2016 là 5,22x, là mức hấp dẫn với một cổ phiếu trong ngành sách giáo dục. Lịch sử trả cổ tức của EID cũng luôn duy trì ổn định ở mức cao (từ năm 2009 đến nay mức tối thiểu là 12%). Do vậy, EID tương đối phù hợp với nhà đầu tư có xu hướng nắm giữ lâu dài, ưa thích sự an toàn và hưởng cổ tức. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu EID, mức giá kỳ vọng của chúng tôi cho cổ phiếu EID với mục tiêu đầu tư trung - dài hạn là **21.756 đồng/cổ phần**.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Tiến Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimai@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Định Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Ngô Kim Thanh

Hạ tầng nước

ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Institutional sales: (84 4) 3 928 8080 ext 603
- Research: (84 4) 3 928 8080 ext 512

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Institutional sales: (84 8) 3 914 6888 ext 703
- Research: (84 8) 3 914 6888 ext 714