

Nguyễn Thị Ngọc Chuyên viên tư vấn đầu tư Email: Ngocnt@fpts.com.vn Tel: (+84.24) 37737070 – Ext: 5919	Giá hiện tại: 14.200	Khuyến nghị BÁN
	Giá mục tiêu: 10.828	
	Tăng/giảm: - 24%	


Thông tin giao dịch

Giá hiện tại	14.200
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	16.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	12.300
Số lượng CP niêm yết (cp)	15.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	15.000.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.600
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	23%
Vốn hóa (tỷ VND)	213
P/E trailing	6,3
EPS trailing	2.268

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển giáo dục Hà Nội
Địa chỉ	Tòa nhà HEID, ngõ 12 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội
Doanh thu chính	Sách bổ trợ, sách tham khảo
Chi phí chính	Giấy in
Rủi ro chính	Cạnh tranh tăng mạnh trong thời gian tới.

Cơ cấu cổ đông

Nhà xuất bản giáo dục Việt Nam	40,16%
CTCP Đầu tư tài chính giáo dục	7,82%
AFC VF Limited	5,02%
Piter Eric Denis	4,88%
Khác	42,12%

Thách thức lớn khi chương trình SGK mới áp dụng từ năm 2020

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu EID của Công ty Cổ phần Đầu tư và phát triển giáo dục Hà Nội, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của EID là **10.828 VND/cp**, thấp hơn 24% so với giá hiện tại.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2018 của EID đạt khoảng 614 tỷ đồng (+8%yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 36,7 tỷ đồng (+3,3%yoy) tương ứng với mức EPS là 2.206 đồng/cp.

Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu EID, quan điểm phân tích dựa trên những luận điểm sau:

➤ **Từ năm học 2020 – 2021, EID sẽ không còn độc quyền mảng sách bổ trợ tại miền Bắc.**

Việc đổi mới sách giáo khoa giáo dục phổ thông từ năm học 2020 – 2021 sẽ tác động tiêu cực đến mảng sách bổ trợ của EID. Mảng sách bổ trợ sẽ không còn độc quyền kinh doanh tại miền Bắc. Dự báo sản lượng và doanh thu mảng sách bổ trợ của doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm mạnh khi có các nhà xuất bản khác được vào làm mảng sản phẩm này.

➤ **Tính thanh khoản của cổ phiếu thấp.**

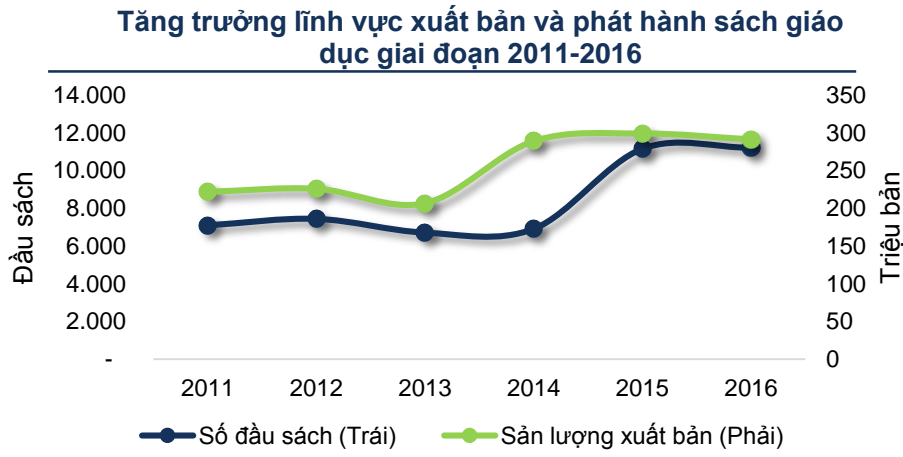
Giao dịch bình quân 30 phiên gần đây của EID là 1.600 cổ phiếu/phiên, việc mua bán cổ phiếu trên sàn với số lượng lớn là rất khó khăn.

➤ **Cổ phiếu đang được giao dịch cao hơn mức giá hợp lý của doanh nghiệp.**

Chúng tôi tiến hành định giá EID với mức giá hợp lý là 10.828 đồng/cp, thấp hơn giá trị đang giao dịch trên thị trường là 24%. ([chi tiết](#))

I. TỔNG QUAN VỀ LĨNH VỰC XUẤT BẢN PHÁT HÀNH SÁCH

Lĩnh vực xuất bản phát hành sách của Việt Nam giai đoạn 2011 – 2016 có mức tăng trưởng trung bình hàng năm về số lượng đầu sách là 9,5% và tăng trưởng về số lượng sách phát hành là 5,6%. Theo số liệu của Tổng cục thống kê về thị trường sách Việt Nam, lượng sách phát hành tăng từ 7.101 đầu sách với 221,9 triệu bản năm 2011 lên 11.213 đầu sách với 291,6 triệu bản.



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs Research

Lĩnh vực sách giáo dục: Sách giáo dục là sản phẩm cần thiết và không thể thay thế đối với tất cả học sinh, theo số liệu của Tổng cục thống kê hiện nay trên cả nước có 15,9 triệu học sinh phổ thông và nhu cầu sử dụng các sản phẩm giáo dục và sách giáo dục sẽ rất lớn.

Thời điểm hiện tại Nhà xuất bản Giáo dục (NXBGD) đang là chủ biên duy nhất cho các loại sách giáo khoa (SGK), sách bổ trợ trong chương trình phổ thông từ mẫu giáo đến lớp 12. Hệ thống phân phối sách của NXBGD được phân theo các vùng Bắc – Trung – Nam, các công ty sách giáo khoa và sách bổ trợ sẽ được NXBGD phân chia địa bàn hoạt động theo các vùng cụ thể như sau:

Sách giáo dục	Xuất bản	In	Phát hành
Sách giáo khoa	Nhà xuất bản Giáo dục	Nhà xuất bản Giáo dục	Ba công ty phụ trách ba miền: - 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.
Sách bổ trợ	Nhà xuất bản Giáo dục	Ba công ty phụ trách ba miền: - CTCP Đầu tư và phát triển giáo dục Hà Nội (EID) - CTCP Đầu tư và phát triển giáo dục Đà Nẵng (DAD) - CTCP Đầu tư và phát triển giáo dục Phương Nam (SED)	Ba công ty phụ trách ba miền: - CTCP Đầu tư và phát triển giáo dục Hà Nội (EID) - CTCP Đầu tư và phát triển giáo dục Đà Nẵng (DAD) - CTCP Đầu tư và phát triển giáo dục Phương Nam (SED)
Sách tham khảo	NXBGD và các nhà xuất bản khác	NXBGD và các nhà xuất bản khác	NXBGD và các nhà xuất bản khác

Nguồn: EID, FPTs Research

Xuất bản: là quá trình tổ chức, khai thác bản thảo, biên tập thành bản mẫu.

In: là quá trình sử dụng thiết bị in để tạo ra xuất bản phẩm từ bản mẫu.

Phát hành: là quá trình đưa xuất bản phẩm đến tay người sử dụng thông qua các phương thức mua, bán, phân phát, cho, tặng...

II. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử phát triển



- ❖ **Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển giáo dục Hà Nội** là công ty thành viên của Nhà xuất bản Giáo dục Việt Nam và được thành lập vào năm 2007 với số vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ đồng.
- ❖ **Năm 2009**, cổ phiếu của công ty được niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán Hà Nội với mã chứng khoán là EID.
- ❖ **Năm 2010**, công ty tăng vốn điều lệ lên 150 tỷ đồng.
- ❖ **Năm 2012**, hoàn thành tiếp nhận Công ty TNHH MTV Hồng Hà Thành Công về làm công ty con.
- ❖ **Năm 2013**, EID nâng tỷ lệ nắm giữ cổ phần tại công ty cổ phần Sách và Thiết bị trường học Hà Tây lên 40,42%.

Lĩnh vực kinh doanh chủ yếu của EID là xuất bản, phát hành sách trong đó hai mảng sách bổ trợ và sách tham khảo là hai mảng chính và doanh thu của hai mảng này chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu. Ngoài ra doanh nghiệp còn kinh doanh thiết bị giáo dục và sản phẩm giáo dục khác như các phần mềm giáo dục, văn phòng phẩm và kinh doanh cho thuê một phần tòa nhà trụ sở.

2. Cơ cấu tổ chức

Hiện nay, EID có hai công ty con và một công ty liên kết:

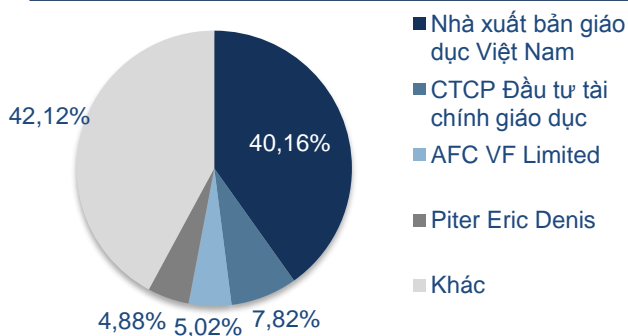
Công ty con	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn góp của EID
Công ty TNHH MTV Hồng Hà – Thành Công	110	100%
Công ty cổ phần sách dịch và từ điển giáo dục	3	100%
Công ty liên kết		
Công ty cổ phần Sách và Thiết bị trường học Hà Tây	20,5	40,24%

Nguồn: EID, FPTS Research

- ❖ Công ty TNHH MTV Hồng Hà – Thành Công có vốn điều lệ 110 tỷ đồng là công ty con của EID với tỷ lệ góp vốn là 100% (đồng thời là đơn vị sở hữu tòa nhà văn phòng HEID). Công ty TNHH MTV Hồng Hà – Thành Công hoạt động khai thác và cho thuê tòa nhà trụ sở của EID. Tòa nhà văn phòng HEID có nguyên giá là 87,2 tỷ đồng, có vị trí tại ngõ 12 Láng Hạ - phường Thành Công, khá trung tâm ở quận Ba Đình – Hà Nội. Tòa nhà cao 13 tầng và có 1 tầng hầm, nằm trong mặt bằng khu đất 1.000 m² và mặt bằng xây dựng tòa nhà là 420 m².
- ❖ Công ty cổ phần sách dịch và từ điển giáo dục có vốn điều lệ 3 tỷ đồng là công ty con của EID với tỷ lệ góp vốn là 100%. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là: dịch thuật, biên soạn các loại từ điển, sách tra cứu ...
- ❖ Công ty cổ phần Sách và Thiết bị trường học Hà Tây có vốn điều lệ 20,5 tỷ đồng là công ty liên kết của EID với tỷ lệ góp vốn là 40,24%. Công ty chuyên kinh doanh thiết bị giáo dục, đồ dùng học sinh phục vụ các trường học và các đơn vị giáo dục.
- ❖ Hiện nay, EID có 3 cửa hàng bán lẻ tại Hà Nội ở 187C Giảng Võ; 45 Phố Vọng và Times City để trưng bày sản phẩm cũng như bán sách và các thiết bị giáo dục.

3. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: EID, FPTs Research

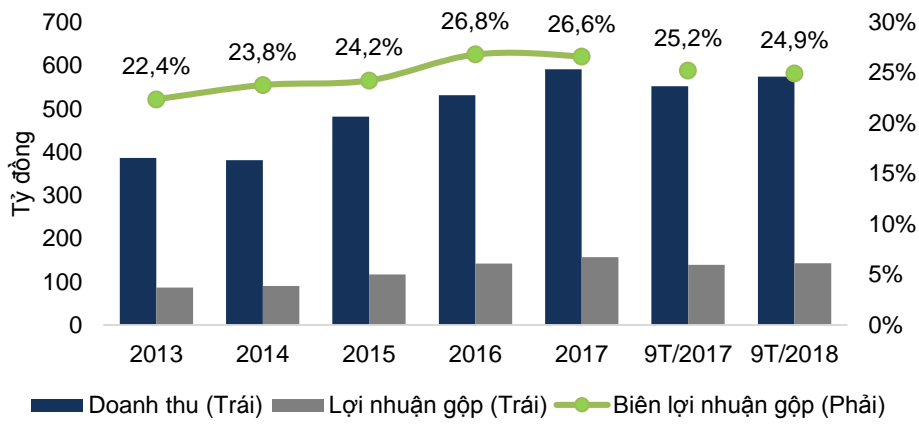
Nhà xuất bản giáo dục là cổ đông lớn nhất của EID với tỷ lệ sở hữu là 40,16%. Công ty vẫn mang nhiều đặc điểm của công ty nhà nước. Việc đặt kế hoạch kinh doanh của công ty khá sát với tình hình kinh doanh của doanh nghiệp do đó việc thực hiện kế hoạch đề ra là khả thi.

Ban lãnh đạo của công ty nắm giữ một số lượng rất ít cổ phiếu, chiếm 0,57% số lượng cổ phiếu của doanh nghiệp.

Theo tìm hiểu của chúng tôi thì trong thời gian tới cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp sẽ ít biến động và NXBGD chưa có kế hoạch thoái vốn trong các năm tiếp theo.

4. Tổng quan kết quả kinh doanh của EID qua các năm

Kết quả kinh doanh của EID



Nguồn: EID, FPTs Research

Kết quả hoạt động của EID tăng trưởng qua các năm với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu là 11% và lợi nhuận gộp là 16% trong giai đoạn 2013 – 2017. Trong 9 tháng đầu năm 2018, kết quả kinh doanh của EID khá tương đồng so với cùng kỳ do chương trình học hiện nay chưa có gì thay đổi.

5. Tình hình chi trả cổ tức ổn định.

EID thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều qua các năm, ở mức 1.200 đồng/cổ phiếu đến 1.500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi dự kiến doanh nghiệp vẫn tiếp tục trả cổ tức năm 2018, 2019 ở mức này. Với mức giá giao dịch của EID đang ở mức 14.200 đồng thì dividend yield tương đối ổn định ở mức 9%.

Năm	2013	2014	2015	2016	2017
Cổ tức (đồng/cp)	1.500	1.200	1.200	1.200	1.300

Nguồn: EID, FPTs Research

III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

1. Chuỗi giá trị của doanh nghiệp



Nguồn: EID, FPTs Research

Đầu vào của chuỗi giá trị là giấy in, mực in và bản mẫu.

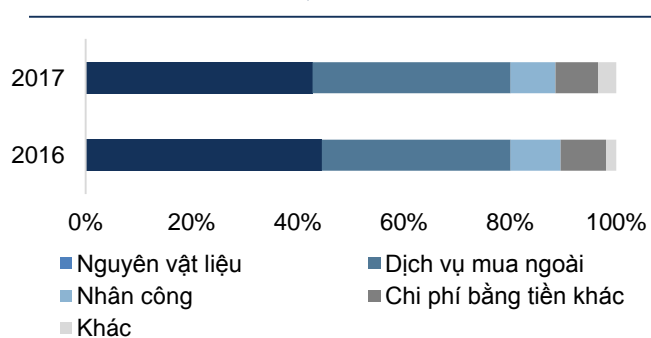
- Giấy in được doanh nghiệp mua về để cung cấp cho nhà in và thuê nhà in thực hiện in ấn sản phẩm.
- Bản mẫu sách bổ trợ của EID được NXBGD cung cấp, EID sẽ thuê in và trực tiếp phát hành toàn bộ sách bổ trợ từ lớp 1 đến lớp 12.
- Bản mẫu sách tham khảo: hàng năm công ty sẽ triển khai biên soạn sách và liên kết với các tác giả viết sách bên ngoài để biên soạn sách.

Đầu ra của chuỗi giá trị là sách bổ trợ và sách tham khảo, thông qua quá trình phân phối đến các công ty sách thiết bị trường học địa phương, các sở giáo dục, trường học và đại lý nhà sách để đến được với học sinh.

- Sách bổ trợ: là sách bắt buộc phải có trong chương trình học của học sinh cùng với sách giáo khoa, sách bổ trợ sẽ được kiểm duyệt bởi Bộ Giáo dục và Đào tạo.
- Sách tham khảo: là sách không bắt buộc phải có trong chương trình học của học sinh, sách tham khảo sẽ được học sinh, phụ huynh sử dụng thêm trong quá trình học tập. Sách tham khảo không cần kiểm duyệt bởi Bộ Giáo dục và Đào tạo.

2. Nguyên vật liệu đầu vào

Cơ cấu chi phí sản xuất của EID năm 2016, 2017



Nguồn: EID, FPTs Research

Hai chi phí chính trong cơ cấu chi phí sản xuất của EID là chi phí nguyên vật liệu và chi phí dịch vụ mua ngoài. Ngoài ra chi phí nhân công và chi phí khác chiếm một tỷ lệ tương đối nhỏ và ít biến động qua các năm.

- **Nguyên vật liệu là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất** với khoảng 43% tổng chi phí sản xuất năm 2017. Trong đó giấy in là nguyên vật liệu chính của EID.
- Hàng năm công ty phát hành sách với số lượng rất lớn do đó công ty cần một lượng lớn nguyên vật liệu phục vụ cho nhu cầu sản xuất. Vì thế giấy in sẽ được doanh nghiệp chủ động đặt mua và tìm kiếm nguồn cung cấp với chi phí tốt ở trong nước. Doanh nghiệp nhập giấy in dựa trên dự báo nhu cầu và dự trữ để phục vụ nhu cầu sản xuất của năm đó. Giấy in sẽ được cung ứng cho các nhà in để phục vụ việc in ấn của doanh nghiệp.
- Từ đầu năm 2017 đến nay giá giấy in tăng mạnh khoảng 25% tuy nhiên doanh nghiệp vẫn tăng được giá bán nên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp ít chịu ảnh hưởng của việc tăng chi phí nguyên vật liệu. Và dưới đây là bảng thể hiện diễn biến giá giấy in trong thời gian vừa qua:

USD/tấn, CIF tới các cảng chính Đông Nam Á	T9/2018	T8/2018	Q3/2017
Giấy in, viết không tráng từ bột hóa UWF (70g)	830 – 900	880 – 950	735 – 780
Giấy in, viết có tráng từ bột hóa CWF (100g)	760 – 850	760 – 850	685 – 730

Nguồn: EID, FPTTS Research

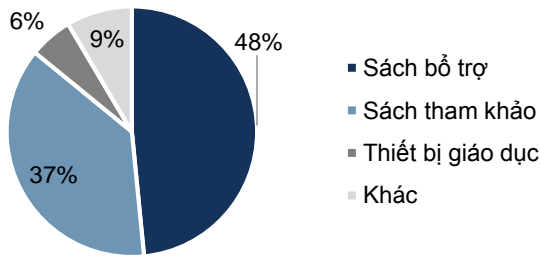
Giá giấy in tăng mạnh trong thời gian vừa qua là do ảnh hưởng từ thị trường giấy Trung Quốc. Chính phủ Trung Quốc áp dụng biện pháp cắt giảm lượng khí thải và đóng cửa các nhà máy nhỏ không đạt yêu cầu. Điều này làm cho nguồn cung giấy trên thị trường Trung Quốc giảm xuống, đồng thời việc hạn chế nhập khẩu giấy phế liệu làm cho giá bột giấy ở mức cao.

- **Chi phí dịch vụ mua ngoài lớn thứ 2 trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.**
- Chi phí dịch vụ mua ngoài là chi phí in ấn, chiếm khoảng 37% chi phí sản xuất kinh doanh của EID năm 2017.
- Hiện nay, hầu hết tất cả các công ty sách đều không sở hữu nhà in của riêng mình và thực hiện việc thuê in ấn do chi phí đầu tư vào máy móc in ấn lớn nhưng nhu cầu sử dụng chỉ mang tính chất thời vụ. Hiện nay trên thị trường có rất nhiều nhà in chuyên nghiệp để doanh nghiệp lựa chọn. Đối với EID, công ty thường chọn hình thức đấu thầu và hợp tác in ấn với hệ thống các nhà in của nhà xuất bản giáo dục trong nhiều năm.
- Đặc thù của ngành sách là nhu cầu in ấn sẽ theo thời vụ và không thực hiện quanh năm. Vì thế có những thời điểm nhu cầu in ấn của các nhà xuất bản tăng đột biến thì có thể sẽ dẫn đến chậm tiến độ in và nhà in không đáp ứng đúng thời gian giao hàng.

Chúng tôi đánh giá thuê ngoài in ấn là đặc điểm chung của doanh nghiệp làm sách, tuy nhiên do chi phí này chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí và biến động chi phí in ấn sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. **Do đó chúng tôi đánh giá việc thuê ngoài in ấn là có rủi ro khi không chủ động về giá nhưng rủi ro này không lớn.**

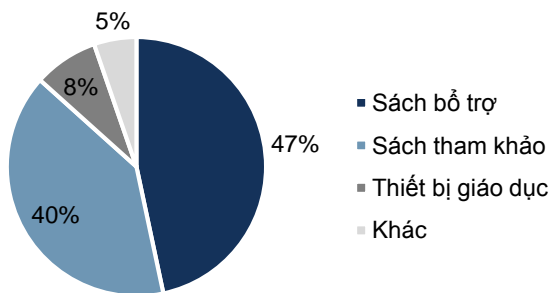
3. Sản xuất và kinh doanh

Cơ cấu doanh thu EID năm 2016



Nguồn: EID, FPT S Research

Cơ cấu doanh thu EID năm 2017



Nguồn: EID, FPT S Research

Sách bổ trợ và sách tham khảo là 2 mảng chính mang lại doanh thu lớn nhất cho doanh nghiệp.

- *Doanh thu từ mảng sách bổ trợ* chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng trung bình 7% trong 5 năm qua.

- *Doanh thu mảng sách tham khảo* có tỷ trọng lớn thứ 2 trong cơ cấu doanh thu, tăng trưởng nhanh trong những năm qua. Mảng sách tham khảo phụ thuộc rất nhiều vào chất lượng sách và việc nắm bắt nhu cầu của phụ huynh, học sinh.

- *Thiết bị giáo dục*: Mảng thiết bị giáo dục chiếm 8% trong cơ cấu doanh thu của EID. Đây là mặt hàng đặc thù, công ty nhập hàng dựa trên đơn đặt hàng của các đơn vị thuộc ngành giáo dục và các trường học.

- *Doanh nghiệp còn kinh doanh cho thuê văn phòng tòa nhà trụ sở và nhượng bán vật tư*. Tòa nhà văn phòng trụ sở của EID do công ty con là Công ty TNHH MTV Hồng Hà – Thành Công quản lý. Trong năm 2017, Công ty TNHH Hồng Hà – Thành Công đã khai thác và cho thuê 100% diện tích tòa nhà với doanh thu 13 tỷ đồng và lợi nhuận 3,8 tỷ đồng. Dự báo thời gian tới công ty vẫn tiếp tục khai thác tòa nhà để cho thuê và mang lại khoản lợi nhuận khoảng 3 – 4 tỷ đồng mỗi năm cho EID.

Để tìm hiểu rõ hơn về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của EID chúng tôi tiến hành nghiên cứu chi tiết hai mảng sản phẩm chính của công ty như sau:

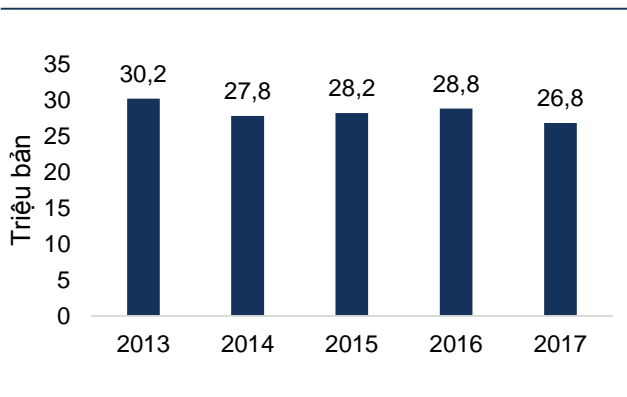
3.1. Sách bổ trợ

Mảng sách bổ trợ có tỷ suất lợi nhuận cao do vị thế độc quyền kinh doanh tại khu vực phía Bắc.

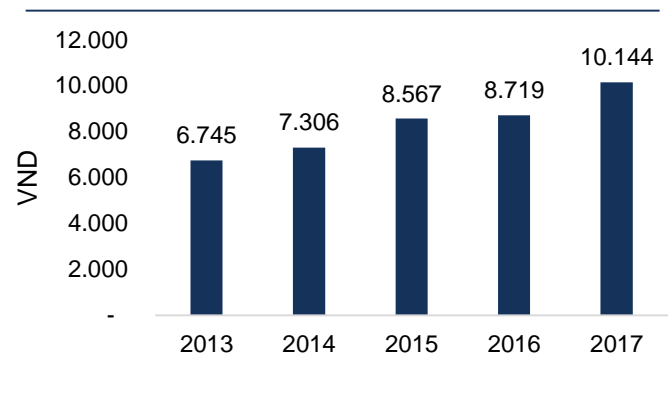
EID là công ty phụ trách mảng sách bổ trợ cho Nhà xuất bản giáo dục tại miền Bắc và độc quyền phân phối trên địa bàn 29 tỉnh khu vực phía Bắc. Hiện nay, các công ty phát hành sách đều là thành viên của NXBGD và được phân chia địa bàn hoạt động rõ ràng do đó sẽ không có cạnh tranh trong mảng sách bổ trợ. Chúng tôi đánh giá việc độc quyền ở mảng sách bổ trợ đã giúp cho EID có khả năng áp giá bán trên sản phẩm và duy trì biên lợi nhuận ở mức cao, **tuy nhiên sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong tương lai do thay đổi trong chương trình SGK phổ thông** ([chi tiết](#)).

Dưới đây là diễn biến của sản lượng, giá bán và biên lợi nhuận gộp sách bổ trợ của EID qua các năm:

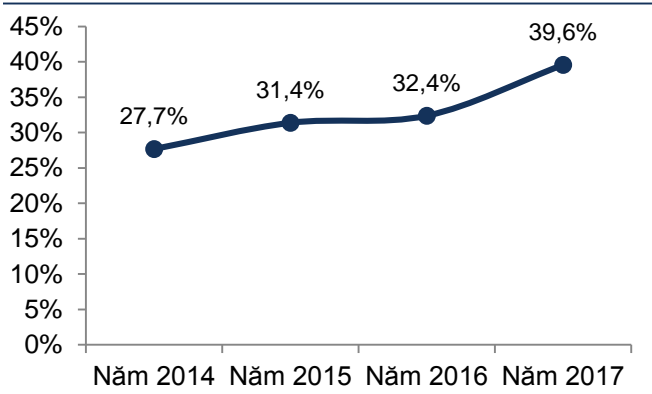
Sản lượng sách bổ trợ của EID giai đoạn 2013 - 2017



Giá bán bình quân sách bổ trợ của EID giai đoạn 2013 - 2017



Biên lợi nhuận gộp sách bổ trợ của EID



Nguồn: EID, FPTIS Research

Mặc dù sản lượng của EID có sụt giảm nhưng bù lại giá bán của EID lại tăng trưởng qua các năm. Do có lợi thế độc quyền ở phía Bắc nên EID có khả năng áp giá bán lên sản phẩm và giá sách bổ trợ đạt mức tăng trưởng CAGR là 10,7% giai đoạn 2013 – 2017. Vì thế mặc dù sản lượng có giảm nhẹ nhưng doanh thu mảng sách bổ trợ vẫn tăng trưởng tốt do tăng được giá bán trong thời gian vừa qua.

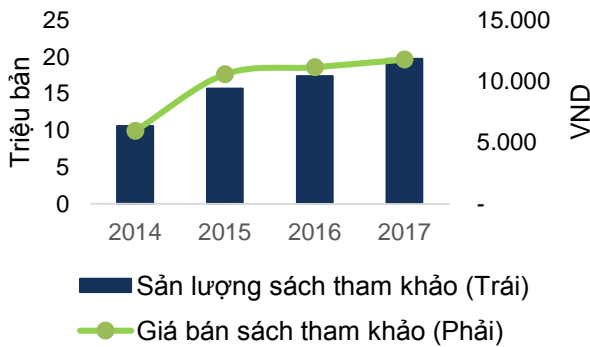
Sách bổ trợ là mảng có biên lợi nhuận gộp lớn của EID. Trong các năm gần đây biên lợi nhuận gộp của EID liên tục được cải thiện do tăng được giá bán và năm 2017 biên lợi nhuận gộp của EID rơi vào khoảng 40%.

3.2. Sách tham khảo

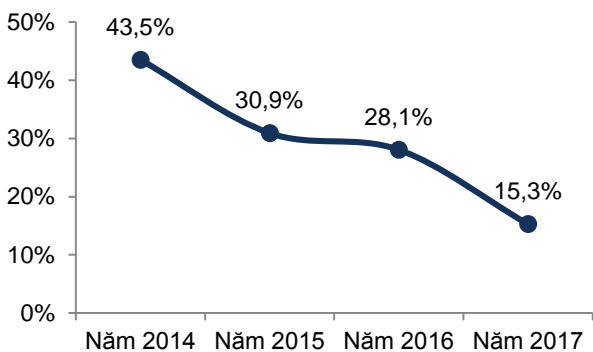
Biên lợi nhuận gộp mảng sách tham khảo sụt giảm trong những năm vừa qua.

Thị trường sách tham khảo là một thị trường rất cạnh tranh do rào cản gia nhập ngành thấp, sách có thể được biên soạn bởi các nhà xuất bản ngoài Nhà xuất bản giáo dục. Trong những năm gần đây số lượng NXB tham gia vào thị trường sách tham khảo tăng lên do đó đây cũng là mặt hàng khá cạnh tranh.

Sản phẩm sách tham khảo của EID được phân phối trên địa bàn cả nước thông qua hệ thống các công ty sách thiết bị trường học địa phương, các phòng giáo dục, các đại lý nhà sách trên địa bàn cả nước.

Sản lượng và giá bán bình quân sách tham khảo qua các năm


Nguồn: EID, FPTTS Research

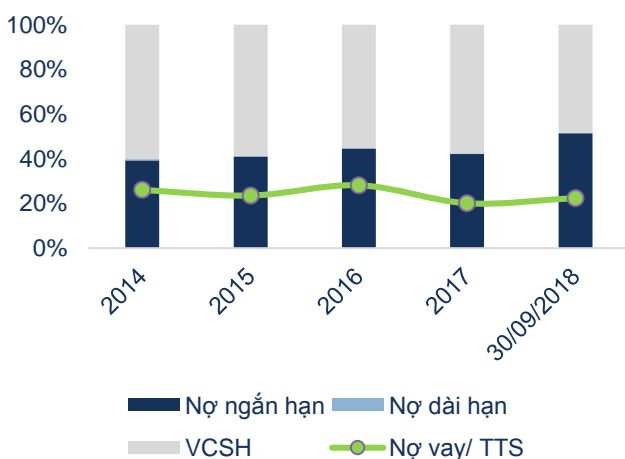
Biên lợi nhuận gộp sách tham khảo của EID


Nguồn: EID, FPTTS Research

Sản lượng sách tham khảo tăng nhanh trong những năm qua. Từ 11 triệu bản năm 2014 lên 20 triệu bản năm 2017, sản lượng đứng thứ 2 sau sách bổ trợ. Nguyên nhân chính là do doanh nghiệp tăng được sản lượng của dòng sản phẩm mới sách VNEN. Sách VNEN là sách phục vụ cho chương trình trường học mới. Tại Việt Nam chương trình này bắt đầu triển khai vào năm học 2011 – 2012. Sản phẩm sách VNEN của EID bắt đầu có sản lượng năm 2014 là 1,53 triệu bản và tăng dần lên trong các năm qua lên 6,5 triệu bản năm 2017. Giá bán của sách tham khảo cũng tăng trong các năm qua, đến năm 2017 giá bán trung bình là 11.787 đồng/ cuốn.

Biên lợi nhuận mảng sách tham khảo của EID giảm mạnh còn 15,3% năm 2017. Nguyên nhân chính là do giá vốn hàng bán mặt hàng sách tham khảo của EID tăng mạnh trong năm 2017. Mảng sách tham khảo của EID có hai dòng sản phẩm chính là sách tiếng Anh mới và sách VNEN. Các dòng sản phẩm này có chi phí tập huấn bồi dưỡng giáo viên, hợp tác giả, trại sách lớn và chi phí biên soạn cũng như thẩm định các sản phẩm này cao. Trong năm 2017 sách VNEN bị tạm dừng triển khai ở 1 số địa phương nên doanh nghiệp phải tăng cường chi phí tiếp thị để giữ thị trường.

4. Tình hình tài chính lành mạnh

Cơ cấu nguồn vốn


Nguồn: EID, FPTTS Research

Cơ cấu nguồn vốn an toàn, nợ vay ít

Tỷ lệ nợ vay/ Tổng tài sản tại 30/09/2018 là 22% và chủ yếu là vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn lưu động, doanh nghiệp không có vay nợ dài hạn. Rủi ro về khả năng thanh toán ngắn hạn cũng như lãi vay là rất thấp với tỷ lệ thanh toán hiện hành là 1,37 tại 30/09/2018.

IV. ẢNH HƯỞNG CỦA ĐỔI MỚI CHƯƠNG TRÌNH SGK GIÁO DỤC PHỔ THÔNG ĐẾN EID

1. Thông tin tổng quan về đổi mới chương trình SGK giáo dục phổ thông

Lĩnh vực sách giáo dục thời gian tới sẽ có nhiều thay đổi mạnh khi đổi mới chương trình, sách giáo khoa giáo dục phổ thông được triển khai từ năm 2020, nội dung và lộ trình đổi mới cụ thể như sau:

Năm học 2020 – 2021 sẽ triển khai đổi mới chương trình, sách giáo khoa giáo dục phổ thông theo hình thức tuần tự đối với cấp học tiểu học, trung học cơ sở và trung học phổ thông.

Chương trình đổi mới sách giáo khoa giáo dục phổ thông có nội dung như sau:

- Thực hiện xã hội hóa sách giáo khoa, có một số sách giáo khoa cho mỗi môn học.
- Các cơ sở giáo dục phổ thông lựa chọn sách giáo khoa để sử dụng dựa trên ý kiến của giáo viên, học sinh, và cha mẹ học sinh theo hướng dẫn của Bộ Giáo dục và Đào tạo.

Lộ trình đổi mới sách giáo khoa:

Đầu năm 2018, Bộ Giáo dục và Đào tạo đã quyết định sẽ áp dụng chương trình sách giáo khoa mới với lộ trình cụ thể:

- **Năm học 2020 – 2021:** đổi mới sách lớp 1.
- **Năm học 2021 – 2022:** đổi mới sách lớp 2; 6.
- **Năm học 2022 – 2023:** đổi mới sách lớp 3; 7; 10.
- **Năm học 2023 – 2024:** đổi mới sách lớp 4; 8; 11.
- **Năm học 2024 – 2025:** đổi mới sách lớp 5; 9; 12.

Đến thời điểm hiện tại, Bộ Thông tin và Truyền thông đã cấp phép bổ sung thêm chức năng xuất bản sách giáo khoa cho 4 NXB, nâng tổng số NXB có chức năng này lên 5 NXB, gồm có:

- NXB Giáo dục
- NXB Đại học Quốc gia Hà Nội
- NXB Đại học Sư phạm Hà Nội
- NXB Đại học Sư phạm Thành phố Hồ Chí Minh
- NXB Đại học Huế

Có thể số NXB được cấp phép chức năng xuất bản sách giáo khoa trong những năm tới tiếp tục tăng lên.

Tóm lại, chương trình mới sẽ có những thay đổi so với chương trình hiện tại như sau:

Thời gian	Trước năm 2020	Từ năm 2020
Sách giáo khoa	Duy nhất NXBGD được xuất bản	Có nhiều NXB
Sách bổ trợ	3 công ty EID, DAD, SED phụ trách 3 miền	Có nhiều NXB

Nguồn: EID, FPTS Research

Như vậy, khi chương trình mới được áp dụng từ năm 2020 sẽ làm mất độc quyền hiện nay của Nhà xuất bản giáo dục (NXBGD) đối với sách giáo khoa và mất độc quyền đối với EID, DAD, SED ở mảng sách bổ trợ. Thay vì chỉ có 1 đơn vị là NXBGD làm sách giáo khoa như hiện nay thì sẽ có nhiều nhà xuất bản (NXB) khác cùng tham gia làm bộ sách giáo khoa mới, nếu được Hội đồng Quốc gia thẩm định đánh giá Đạt và Bộ Giáo dục Đào tạo ký quyết định thông qua thì sẽ được xuất bản và đưa vào giảng dạy. Điều này sẽ làm gia tăng cạnh tranh trong ngành khi có nhiều đơn vị khác cùng tham gia vào thị trường sách giáo khoa và sách bổ trợ.

Tựu chung lại, việc đổi mới chương trình sách giáo khoa từ năm 2020 sẽ tác động đến EID:

- (1) *Mất độc quyền đối với mảng sách bổ trợ tại khu vực miền Bắc.*
- (2) *Có thể tham gia làm sách giáo khoa.*

2. Tác động của chương trình đổi mới SGK đến EID từ năm 2020.

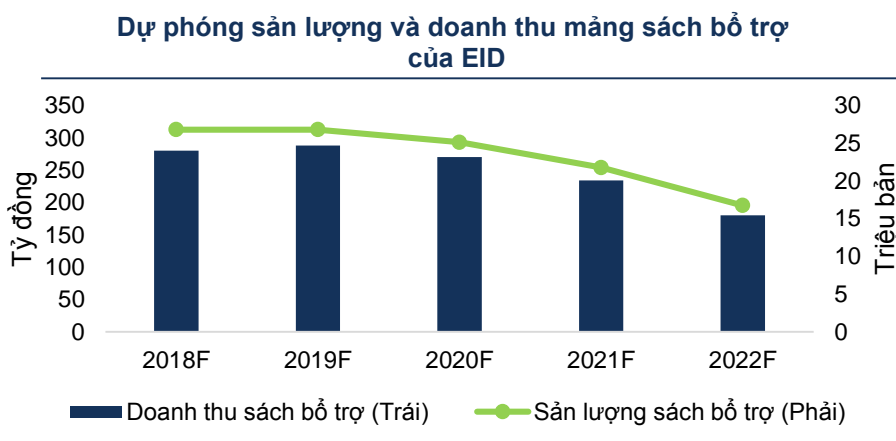
2.1. EID sẽ mất đi vị thế độc quyền ở mảng sách bổ trợ

Sách bổ trợ là mặt hàng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ những thay đổi của mặt hàng sách giáo khoa. Dự báo từ năm học 2020 – 2021 khi thực hiện “Đổi mới chương trình, sách giáo khoa giáo dục phổ thông” thì EID sẽ không còn độc quyền kinh doanh sách bổ trợ tại miền Bắc.

Thay vì chỉ có 3 công ty phụ trách mảng sách bổ trợ tại 3 miền Bắc – Trung – Nam tương ứng là EID, DAD và SED thì sắp tới mức độ cạnh tranh trong ngành sẽ tăng lên khi có một số nhà xuất bản khác cũng tham gia vào mảng sách giáo khoa và sách bổ trợ. Sách bổ trợ mất đi vị thế độc quyền sẽ khiến EID mất đi nhiều lợi thế như thời gian vừa qua và gặp phải nhiều thách thức hơn trong thời gian tới.

Sản lượng và giá bán mảng sách bổ trợ của EID sẽ bị thay đổi như sau:

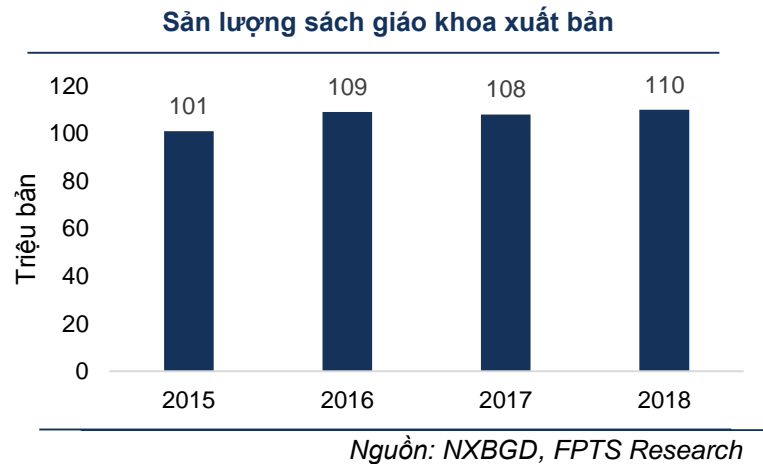
- **Về sản lượng:** Từ năm 2020 mảng sách bổ trợ hứa hẹn sẽ có một số NXB mới tham gia, cạnh tranh sẽ bắt đầu và thị trường sách bổ trợ sẽ được phân chia lại. Chúng tôi dự báo thị phần sách bổ trợ của EID tại miền Bắc sẽ bị sụt giảm bắt đầu từ năm 2020. Khi bắt đầu thay đổi chương trình học lớp 1 vào năm 2020, thị phần sách bổ trợ của EID sẽ còn khoảng 94% tại miền Bắc tương ứng với sản lượng sách bổ trợ của EID sẽ giảm khoảng 6%. Thị phần và sản lượng tiếp tục giảm mạnh hơn trong các năm tiếp theo khi đổi mới chương trình học ở nhiều lớp học hơn. Đến năm 2022 chúng tôi dự phóng thị phần tại miền Bắc chỉ còn 63% và sản lượng sách bổ trợ do EID xuất bản là 17 triệu bản. Việc đổi mới chương trình làm mất đi vị thế độc quyền sách bổ trợ của EID tại miền Bắc sẽ làm cho sản lượng xuất bản của EID sụt giảm mạnh trong những năm tiếp theo.
- **Về giá bán:** Chúng tôi cho rằng khi EID không còn độc quyền ở mảng sách bổ trợ thì khả năng áp giá bán của EID lên sản phẩm cũng không còn. Đồng nghĩa với đó là doanh nghiệp sẽ khó khăn hơn trong việc tăng giá bán như thời gian vừa qua, và giá bán có thể giảm đi nếu áp lực cạnh tranh ngày càng lớn.



Nguồn: FPTS Research

2.2. EID có thể tham gia vào mảng sách giáo khoa

Quy mô thị trường sách giáo khoa: Thị trường sách giáo khoa có quy mô khá lớn, với sản lượng xuất bản hàng năm khoảng 100 – 110 triệu bản và hiện tại chỉ do duy nhất NXBGD được xuất bản.



Sách giáo khoa là sản phẩm mang tính phổ cập và được quy định giá bởi Bộ tài chính. Theo Luật Giá năm 2012, sách giáo khoa là mặt hàng thuộc diện phải kê khai giá, và khi muốn điều chỉnh giá mặt hàng này thì phải thông qua Bộ Tài chính phê duyệt. Trong nhiều năm liền mặc dù giá nguyên vật liệu tăng nhưng giá bán sách giáo khoa không thay đổi do không được Bộ Tài chính phê duyệt tăng giá. Do đó biên lợi nhuận của mảng sách giáo khoa ở mức thấp và không hấp dẫn như biên lợi nhuận mảng sách tham khảo và sách bổ trợ.

Từ năm học 2020 – 2021 sẽ triển khai đưa sách giáo khoa mới vào dạy học và những nhà xuất bản nào được Hội đồng Quốc gia thẩm định sách giáo khoa đánh giá Đạt và Bộ trưởng Bộ Giáo dục Đào tạo ký ban hành thì sẽ được xuất bản sách. Đến thời điểm hiện tại Bộ Thông tin và Truyền thông đã cấp phép cho 5 NXB chức năng xuất bản sách giáo khoa.

Tuy nhiên chúng tôi đánh giá thời gian đầu không phải NXB nào được cấp phép cũng có khả năng làm bộ sách riêng. Việc thực hiện một bộ sách mới đòi hỏi nhà xuất bản phải có :

- Tập hợp được đội ngũ chuyên gia, nhà giáo, người có kinh nghiệm làm sách và hiểu biết về giáo dục.
- Có nguồn kinh phí đầu tư thuê tác giả làm bộ sách giáo khoa.
- Có hệ thống phân phối, phát hành đến các trường học, địa phương, nhà sách...

Ngoài ra nếu Bộ Tài chính vẫn tiếp tục khống chế giá đối với sách giáo khoa như hiện tại thì dẫn đến đầu tư vào mảng sách giáo khoa có thể không hiệu quả do giá bán thấp.

EID có thể tham gia mảng sách giáo khoa từ năm 2020

EID đang triển khai thực hiện bộ sách giáo khoa mới, chúng tôi đánh giá bộ sách giáo khoa của công ty có khả năng được thông qua và đưa vào giảng dạy từ năm 2020 bởi các yếu tố sau:

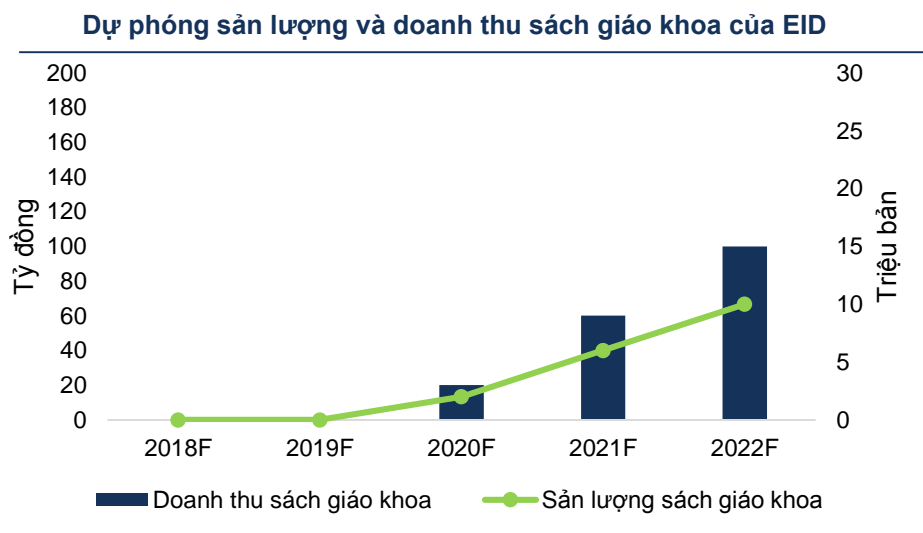
- EID là thành viên của NXBGD.
- Biên tập: EID có sự chuẩn bị kỹ lưỡng, tập hợp đội ngũ tác giả có chất lượng và kinh nghiệm lâu năm trong ngành giáo dục.

- Ban lãnh đạo là những người đã có kinh nghiệm lâu năm trong ngành, am hiểu về giáo dục. Tổng giám đốc Vũ Bá Khánh có 50 năm kinh nghiệm trong ngành và phó tổng giám đốc Phan Doãn Thoại có 45 năm kinh nghiệm trong ngành cũng như từng kinh qua nhiều vị trí quan trọng trong NXBGD.
- Có kinh nghiệm làm sách và xây dựng được mối quan hệ trong việc phân phối sản phẩm.

Chúng tôi dự phóng từ năm 2020 sẽ bắt đầu thay sách giáo khoa lớp 1 và EID sẽ xuất bản khoảng 2 triệu bản. Năm 2021 thay sách trên các lớp 1, lớp 2 và lớp 6 dự kiến sản lượng EID xuất bản trong năm này tăng lên 6 triệu bản và tăng lên 10 triệu bản trong năm tiếp theo khi đổi mới sách giáo khoa ở nhiều lớp học hơn.

Vi vậy mảng sách giáo khoa sẽ bắt đầu có doanh thu vào năm 2020, doanh thu mảng sách giáo khoa sẽ tăng dần qua các năm tiếp theo khi triển khai lần lượt đối với các lớp học. Mảng sách giáo khoa là mảng quan trọng để doanh nghiệp tiếp cận thị trường cũng như hỗ trợ các mảng kinh doanh khác như sách bổ trợ và sách tham khảo.

Dưới đây là biểu đồ thể hiện sản lượng sách giáo khoa của EID trong các năm tới:



Nguồn: FPTs Research

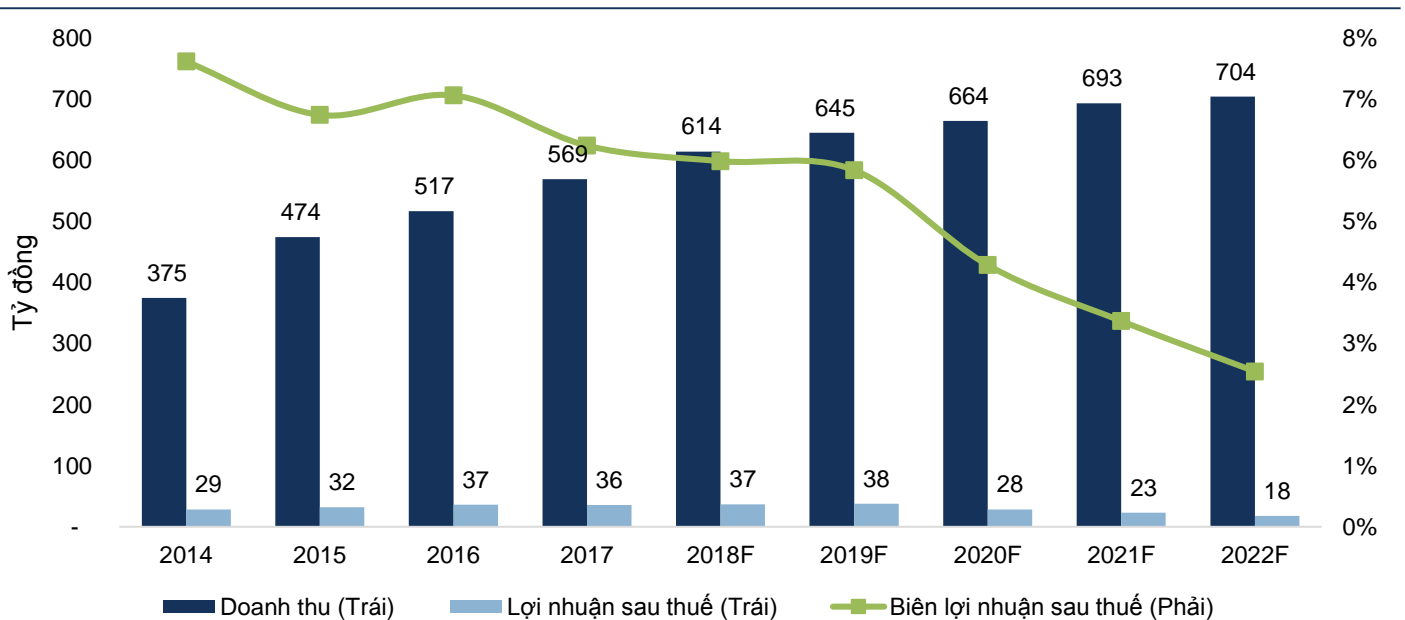
V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2018 – 2022

Với những phân tích trên, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của EID giai đoạn 2018 – 2022 như sau:

Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm kỳ vọng đạt 4,3% trong giai đoạn 2017 – 2022. Tỷ lệ này thấp hơn tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2013 – 2017 là 10,8%. Nguyên nhân tỷ lệ tăng trưởng doanh thu chậm lại là do chúng tôi dự báo thời gian tới mức độ cạnh tranh sẽ tăng lên khi đổi mới chương trình, sách giáo khoa giáo dục phổ thông. Mặc dù doanh thu tăng nhưng lợi nhuận sau thuế của EID được dự báo có xu hướng ổn định giai đoạn 2018 – 2019 và sau đó giảm trong giai đoạn 2020 – 2022.

- **Giai đoạn 2018 – 2019:** Bộ giáo dục và đào tạo vẫn áp dụng chương trình học như hiện tại và không có sự thay đổi nào trong chương trình học và sách giáo dục. Do đó, chúng tôi đánh giá 2 năm này hoạt động kinh doanh của EID sẽ không có nhiều biến động. Doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng nhẹ trong giai đoạn này.
- **Giai đoạn 2020 – 2022:** Giai đoạn có sự đổi mới trong chương trình học phổ thông, cạnh tranh tăng lên khi chương trình SGK mới được áp dụng. Từ năm 2020 sẽ có một số nhà xuất bản tham gia vào thị trường sách giáo khoa và sách tham khảo khiến áp lực cạnh tranh trong ngành tăng lên. Các mảng kinh doanh của EID sẽ có nhiều thay đổi và tác động lớn đến kết quả kinh doanh trong giai đoạn này. Mảng sách bổ trợ bị mất độc quyền, sản lượng giảm; mảng sách giáo khoa bắt đầu có doanh thu. **Chúng tôi dự phóng lợi nhuận bị sụt giảm mạnh trong giai đoạn này.**

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của EID



Nguồn: EID, FPT S Research

VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ EID

Chúng tôi định giá EID sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu EID theo phương pháp này là **10.828 VND/CP**, thấp hơn 24% so với mức giá hiện tại. Giá cổ phiếu trong thời gian ngắn hạn chúng tôi đánh giá sẽ khó giảm về mức giá định giá do một vài năm tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chưa có nhiều biến động. Nhưng với những diễn biến khó lường từ năm 2020 khi mà chương trình sách giáo khoa mới đi vào áp dụng sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu do triển vọng của EID bị kém đi từ năm 2020.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		100%
1	Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	11.094	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	10.561	50%
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)			10.828

Các giả định theo chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	9,57%	Phần bù rủi ro	10,41%
Chi phí sử dụng nợ	5,55%	Hệ số Beta	0,35
Chi phí sử dụng VCSH	10,89%	Tăng trưởng dài hạn	0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	6,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	215.351
(+) Tiền và tương đương tiền (triệu VNĐ)	490
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	57.422
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	158.420
Số lượng cổ phiếu (triệu)	15
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	10.561
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	166.407
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	11.094

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	569	614	645	664
- Giá vốn hàng bán	411	462	491	518
Lợi nhuận gộp	157	152	154	146
- Chi phí bán hàng	61	63	66	69
- Chi phí quản lí DN	37	40	42	43
Lợi nhuận thuần HĐKD	44	47	46	35
- (Lỗ)/lãi HĐTC	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	-0,2	0,9	-0,5	-0,5
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	52	51	51	39
- Chi phí lãi vay	8	5	4	3
Lợi nhuận trước thuế	44	46	47	36
- Thuế TNDN	9	9	9	7
LNST	35	36,7	37,7	28,5
EPS (đ)	2.368	2.452	2.512	1.898

Chỉ số khả năng sinh lợi	2017	2018F	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,6%	24,7%	23,9%	22,1%
Tỷ suất LNST	6,2%	6,0%	5,8%	4,3%
ROE DuPont	14,4%	14,0%	13,5%	9,8%
ROA DuPont	8,3%	8,4%	8,4%	6,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	9,2%	8,3%	7,9%	5,8%
LNST/LNTT	80%	80%	80%	80%
LNTT / EBIT	85%	90,5%	92,6%	91,8%
Vòng quay tổng tài sản	1,34	1,42	1,45	1,46
Đòn bẩy tài chính	1,74	1,68	1,61	1,60

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018F	2019F	2020F
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,87	2,04	2,10
CS thanh toán nhanh	0,79	0,88	0,94	0,96
CS thanh toán tiền mặt	0,23	0,27	0,27	0,27
Nợ / Tài sản	42,4%	40,3%	37,8%	37,4%
Nợ / Vốn CSH	73,7%	67,6%	60,8%	59,8%
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	73,1%	66,4%	59,7%	58,7%
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,6%	1,2%	1,1%	1,1%
Khả năng TT lãi vay	6,7	10,5	13,6	12,1

CĐKT	2017	2018F	2019F	2020F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	41	47	46	47
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	89	94	100	105
+ Hàng tồn kho	164	173	184	194
+ Tài sản ngắn hạn khác	12	12	12	12
Tổng tài sản ngắn hạn	307	326	341	358
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	11	13	13	13
+ Khấu hao lũy kế	-5	-5,4	-5,4	-5,4
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	6,4	7,7	7,5	7,5
+ Đầu tư tài chính dài hạn	1	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	3	3	3	3
+ Xây dựng cơ bản dở dang	6	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	121	113	109	106
Tổng tài sản	428	450	463	472

Nợ & Vốn chủ sở hữu	2017	2018F	2019F	2020F
+ Phải trả người bán	35	47	50	53
+ Vay và nợ ngắn hạn	86	66	56	56
+ Quỹ khen thưởng	6	6	6	6
Nợ ngắn hạn	180	167	170	173
+ Vay và nợ dài hạn	0	1,6	1,6	1,6
Nợ dài hạn	1,6	3,2	3,2	3,2
Tổng nợ	182	170	173	176
+ Thặng dư	2	2	2	2
+ Vốn điều lệ	150	150	150	150
+ LN chưa phân phối	41	44	62	71
Vốn chủ sở hữu	246	261	280	289
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	428	439	450	462

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018F	2019F	2020F
Số ngày phải thu	37	31	31	33
Số ngày tồn kho	145	145	145	145
Số ngày phải trả	24	24	24	24
Thời gian luân chuyển tiền	159	152	152	155
COGS / Hàng tồn kho	2,5	2,7	2,7	2,7

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 85 cổ phiếu EID và chuyên viên tư vấn không nắm giữ cổ phiếu EID nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square,
136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ
Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6290 8686
Fax:(84.8) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax:(84.511) 355 3888