

## Công ty Cổ phần Clever Group

Kế hoạch niêm yết HOSE năm 2020 và những động lực tăng trưởng mới sau tái cấu trúc.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ:

- **Ngành Quảng cáo Digital đang được ước tính tăng trưởng 21.6% p.a.<sup>1</sup> tới năm 2026** (theo Mordor Intelligence) và Việt Nam là một trong số những thị trường tiềm năng nhất với số lượng người dùng smartphone và internet lớn.
- **Clever Group đang là một trong những doanh nghiệp đầu ngành Quảng cáo Digital**, với thị phần Đại lý Quảng cáo (cho Facebook và Google) là khoảng 35%.
- **Sau tái cấu trúc, Clever Group ước tính sẽ đạt mức tăng trưởng 43% p.a. trong giai đoạn 2021 – 2023** với đóng góp tăng trưởng từ các mảng hoạt động kinh doanh mới như Revu, ADOP, cMetric và CleverX.
- **Rủi ro thanh toán thấp nhờ số dư tiền mặt lớn.** Điều này giúp doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh khi tham gia phân khúc Khách hàng Lớn do các Đại lý Quảng cáo thường xuyên phải tạm ứng chi phí cho nhóm Khách hàng này.

### RỦI RO:

- **Áp lực cạnh tranh trong ngành gia tăng** do ngành Quảng cáo Digital đang có xu hướng phân mảnh, giá dịch vụ thấp đi và chi phí nhân sự cao hơn.
- **Giá trị hợp lý mỗi cổ phần của Clever Group có thể biến động mạnh** do phụ thuộc nhiều vào tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp.

Khuyến nghị: **MUA**

Mã chứng khoán: **ADG (UpCOM)**

Giá mục tiêu: **76,300 VNĐ**

Upside: +33.2%

Giá thị trường: 57,300 VNĐ

(tại ngày 04/11/2020)

### Biến động giá ADG và VNIndex:



### Thông tin giao dịch:

KLGD TB 10 phiên:	73,212
SLCP đang lưu hành:	18,000,333
Vốn hoá tại ngày 23/10/2020 (tỷ VNĐ):	1,040.42

### Chỉ số định giá

P/E	27.0
EV/EBITDA	19.5
EV/Sales	3.2

### Chỉ số sinh lời

ROE	25.4%
ROTA	24.6%

### Biên lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp	19.5%
Biên EBITDA	16.7%
Biên lợi nhuận ròng	11.7%

### Hệ số an toàn tài chính

Thanh toán hiện hành	3.05
Thanh toán nhanh	2.98
D/E	0.36

<sup>1</sup> p.a. (per annum): mỗi năm

## **I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

### **1. Thông tin chung**

- Tên công ty: Công ty Cổ phần Clever Group
- Tên tiếng Anh: Clever Group Corporation
- Mã chứng khoán: ADG (UpCOM)
- Logo:



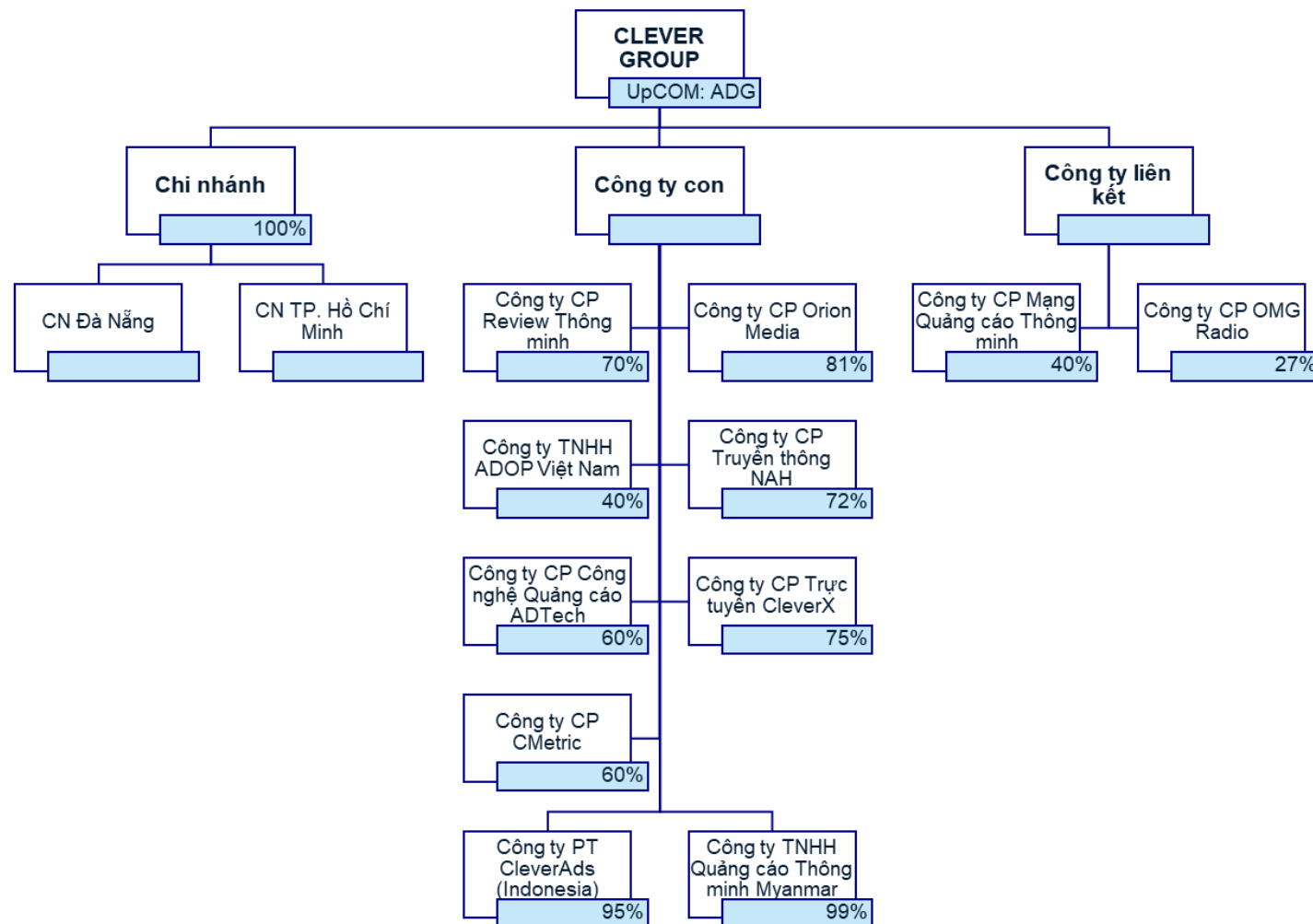
- Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số: 0102850165 do Sở Kế hoạch & Đầu tư TP. Hà Nội cấp lần đầu ngày 04/08/2008 và thay đổi lần thứ 18 ngày 18/08/2020
- Vốn điều lệ: 180,003,330,000 (*Một trăm tám mươi tỷ Ba triệu Ba trăm Ba mươi ngàn đồng*)
- Trụ sở chính: Tầng 3, Nhà G1, Toà nhà Five Star số 2 Kim Giang, quận Thanh Xuân, thành phố Hà Nội, Việt Nam
- Điện thoại: (84-24) 73046066
- Website: [clevergroup.vn](http://clevergroup.vn)

### **2. Lịch sử hình thành và phát triển**

- 2008: Công ty Cổ phần Quảng cáo Thông minh (CleverAds) được thành lập với vốn điều lệ ban đầu 400,000,000 VNĐ
- 2011: Công ty trở thành Đối tác Cao cấp Chính thức của Google (Google Premier SMB Partner) tại Việt Nam và nhận khoản đầu tư 1 triệu USD từ CyberAgent và bắt đầu tham gia thị trường Indonesia
- 2013: Công ty trở thành Đại lý Ủy quyền của Facebook (Facebook Authorized Reseller) đầu tiên tại Việt Nam và chính thức triển khai hoạt động tại thị trường Philippines.
- 2017: Công ty thực hiện tăng vốn điều lệ lên 35,300,000,000 VNĐ. Cùng năm, Yello Digital Marketing – Tập đoàn lớn nhất Hàn Quốc về Mobile Digital Marketing trở thành cổ đông chiến lược của Công ty.
- 2018: Công ty thực hiện tăng vốn điều lệ lên 50,000,000,000 VNĐ và mở rộng sang thị trường Myanmar.
- 2019: Công ty thực hiện tăng vốn điều lệ lên 74,000,000,000 VNĐ; đổi tên thành Công ty Cổ phần Clever Group và đăng ký giao dịch trên sàn UpCOM với mã chứng khoán ADG.
- Tháng 8/2020: Công ty thực hiện tăng vốn điều lệ lên 180,003,330,000 VNĐ và chuẩn bị niêm yết trên HOSE.

3. Cơ cấu tổ chức

- Sơ đồ tổ chức:



Nguồn: Công ty Cổ phần Clever Group

- Hội đồng quản trị

Họ tên	Vị trí đương nhiệm	Thông tin cá nhân
<b>(Ông) Nguyễn Khánh Trình</b>	Chủ tịch HĐQT, Cổ đông sáng lập	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1981</li> <li>Trình độ: Thạc sĩ Khoa học máy tính</li> <li>Kinh nghiệm: 2006 – 2008: Giảng viên ĐH Bách Khoa 2008 – nay: Chủ tịch HĐQT Clever Group</li> </ul>
<b>(Bà) Đôn Nữ Đức Hiền</b>	Thành viên HĐQT, Phó Giám Đốc	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1987</li> <li>Trình độ: Thạc sĩ quản trị kinh doanh</li> <li>Làm việc tại Clever Group từ khi thành lập</li> </ul>
<b>(Bà) Lưu Hoàng Anh</b>	Thành viên HĐQT, Giám Đốc CN TP.HCM	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1986</li> <li>Trình độ: Cử nhân Marketing</li> <li>Làm việc tại Clever Group từ khi thành lập</li> </ul>
<b>(Ông) Dư Khắc Châu</b>	Thành viên HĐQT, Cổ đông sáng lập	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1981</li> <li>Trình độ: Thạc sĩ Công nghệ thông tin</li> </ul>
<b>(Ông) Lee Sang Seok</b>	Thành viên HĐQT, Thành viên Ban Kiểm soát nội bộ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1978</li> <li>CEO - Yello Digital Marketing Global Pte. Ltd. (YDM)</li> <li>Đại diện phần vốn góp của YDM tại Clever Group</li> </ul>
<b>(Ông) Phạm Thanh Hải</b>	Thành viên HĐQT độc lập, Trưởng ban kiểm toán nội bộ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1981</li> <li>Trình độ: Cử nhân Công nghệ Thông tin</li> <li>Kinh nghiệm: 2004 – nay: Giám đốc kỹ thuật - Công ty Eye Power Games Pte. Ltd. tại Singapore; 2018 – nay: Thành viên HĐQT độc lập kiêm Trưởng ban kiểm toán nội bộ – Công ty CP Clever Group</li> </ul>
<b>(Ông) Trần Văn Quân</b>	Thành viên HĐQT độc lập	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinh năm: 1989</li> <li>Thành viên HĐQT, Giám đốc Công ty cổ phần Sói Biển Trung Thực</li> </ul>

Nguồn: Công ty Cổ phần Clever Group

- Ban Giám đốc và thành viên Ban điều hành

Họ tên	Vị trí đương nhiệm	Thông tin cá nhân
<b>(Ông) Bạch Dương</b>	Giám Đốc	(Như trên)

<b>(Bà) Đôn Nữ Đức Hiền</b>	Thành viên HĐQT, Phó Giám Đốc	<i>(Như trên)</i>
<b>(Bà) Lưu Hoàng Anh</b>	Thành viên HĐQT, Giám Đốc CN TP.HCM	<i>(Như trên)</i>
<b>(Bà) Trần Thị Minh Tình</b>	Giám đốc CN Đà Nẵng	<ul style="list-style-type: none"><li>- Sinh năm: 1988</li><li>- Trình độ: Cử nhân Quản trị Kinh doanh – Marketing</li><li>- Làm việc tại Clever Group từ năm 2010</li></ul>
<b>(Bà) Nguyễn Thị Hồi</b>	Kế toán trưởng	<ul style="list-style-type: none"><li>- Sinh năm: 1982</li><li>- Trình độ: Thạc sỹ kế toán</li><li>- Làm việc tại Clever Group từ năm 2014</li></ul>

#### 4. Cơ cấu Cổ đông

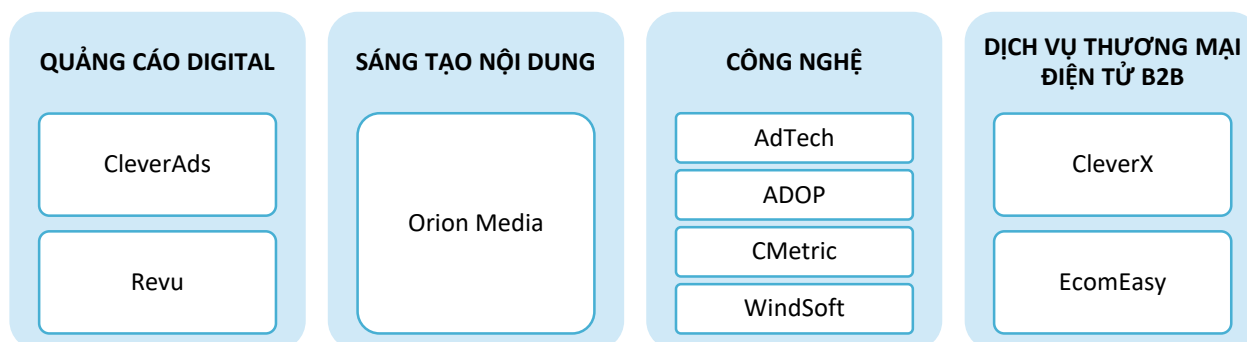
STT	Tên Cổ đông	Chức vụ nắm giữ tại tổ chức	Số lượng CP sở hữu	Tỷ lệ
1	Yello Digital Marketing Global Pte. Ltd. (YDM) Đại diện: (Ông) Lee Sang Seok (CEO YDM)	Cổ đông Chiến lược	7.239.952	40,22%
2	(Ông) Nguyễn Khánh Trình	Chủ tịch HĐQT Cổ đông sáng lập	4.788.571	26,60%
3	Cổ đông là người nội bộ	Thành viên HĐQT Thành viên Ban Giám đốc Thành viên Ban kiểm toán nội bộ	680.047	3,78%
4	Cổ đông khác		5.291.763	29,40%
<b>Tổng cộng</b>			<b>18.000.333</b>	<b>100,00%</b>

Nguồn: Công ty Cổ phần Clever Group

## II. MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG

### 1. Tổng quan Clever Group

Bảng 1. Hệ sinh thái Clever Group



### 2. CleverAds

CleverAds là mảng kinh doanh chính của Clever Group, hoạt động như một Đại lý Quảng cáo Digital được uỷ quyền của Google và Facebook tại Việt Nam. Hiện tại mảng kinh doanh này đang được vận hành trực tiếp bởi công ty mẹ Clever Group với Trụ sở tại Hà Nội, 2 văn phòng tại TP. Hồ Chí Minh và Đà Nẵng, 2 công ty con tại nước ngoài là PT CleverAds (Indonesia) và Quảng cáo Thông minh Myanmar (Myanmar).

### 3. Revu

Revu là đơn vị cung cấp dịch vụ Influencer Marketing của Clever Group, đóng vai trò nền tảng kết nối giữa Khách hàng có nhu cầu quảng cáo sản phẩm, dịch vụ và những cá nhân có tầm ảnh hưởng trên mạng xã hội (KOLs / Influencers). Theo đó, các cá nhân này sẽ đăng ảnh, bài viết có nội dung tích cực, nói về trải nghiệm cá nhân trong sử dụng sản phẩm, dịch vụ của Khách hàng lên trang cá nhân.

### 4. Orion Media

Orion Media hoạt động trong lĩnh vực Sáng tạo nội dung và quản lý một số KOLs / Influencers. Hiện Orion Media đang trực tiếp quản lý các kênh Youtube là Trắng TV, Loa Phưởng cùng nhiều fanpage Facebook, kênh Youtube khác (VD: Fanpage FB và kênh Youtube của nữ ca sĩ Ngô Lan Hương, ...)

### 5. AdTech

AdTech là một nền tảng hỗ trợ các Nhà Phát hành trò chơi điện tử và ứng dụng trong việc quản lý hoạt động cho thuê quảng cáo, hỗ trợ mua bán vị trí Quảng cáo theo thời gian thực (RTB) và tối ưu hoá doanh thu cho các Nhà Phát hành.

## 6. ADOP

ADOP là một nền tảng giao dịch quảng cáo cho phép Khách hàng có nhu cầu quảng cáo (Demand-side) và Nhà Phát hành có nhu cầu cho thuê quảng cáo (Supply-side) tìm tới nhanh chóng, thuận lợi, thông qua các giao dịch thuật toán được lập trình từ trước (Programmatic Advertising).

## 7. cMetric

cMetric hoạt động trong lĩnh vực Lắng nghe mạng xã hội (Social Listening) và Nghiên cứu dữ liệu mạng xã hội. cMetric tập trung vào khai thác Dịch vụ sử dụng nền tảng lắng nghe mạng xã hội SMCC (mô hình SaaS) và Nghiên cứu dữ liệu mạng xã hội cho doanh nghiệp (báo cáo nghiên cứu, kiểm tra sức khoẻ thương hiệu, phát hiện và cảnh báo khủng hoảng truyền thông, khai thác nguồn khách hàng tiềm năng, ...)

## 8. CleverX

CleverX cung cấp dịch vụ hỗ trợ các doanh nghiệp xuất khẩu hàng hoá, sản phẩm B2B qua sàn Thương mại điện tử Alibaba.com (Alibaba Reseller). CleverX cung cấp Dịch vụ sử dụng nền tảng giao dịch Alibaba (mô hình SaaS) cho các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam.

## 9. Các Công ty Đối tác trong Hệ sinh thái Clever Group

### WindSoft

WindSoft là một đối tác liên kết chiến lược trong Hệ sinh thái của Clever Group, được thành lập năm 2018, chuyên cung cấp các giải pháp phần mềm ứng dụng mobile giúp quản trị, chuyển đổi số doanh nghiệp và nâng cao trải nghiệm khách hàng. Các dịch vụ chính của WindSoft là: (i) thiết kế ứng dụng điện thoại; (ii) thiết kế website; (iii) giải pháp CRM, HRM; và (iv) tư vấn chuyển đổi số.

### EcomEasy

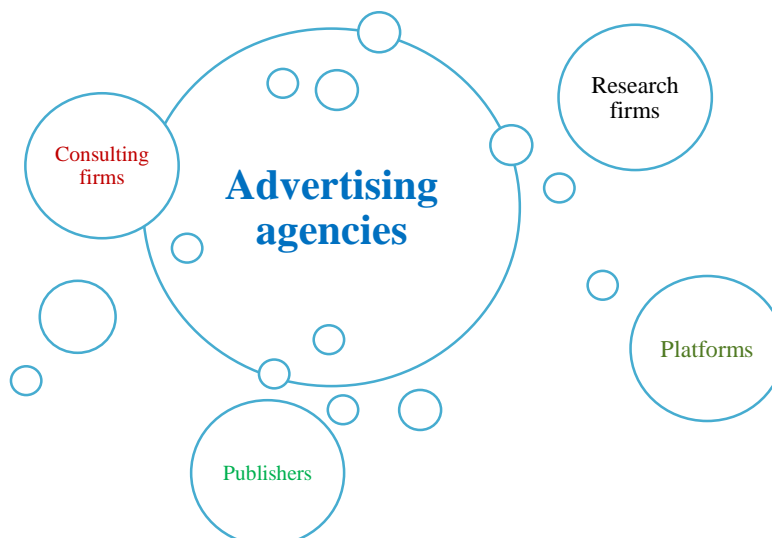
EcomEasy là một đối tác liên kết chiến lược trong Hệ sinh thái của Clever Group, cung cấp dịch vụ hỗ trợ các doanh nghiệp Thương mại điện tử, cụ thể là Tư vấn chiến lược bán hàng và truyền thông, Tư vấn và thiết kế gian hàng online và Kết nối mạng lưới đại lý bán hàng.

## III. SƠ LƯỢC NGÀNH QUẢNG CÁO DIGITAL

### 1. Tổng quan ngành

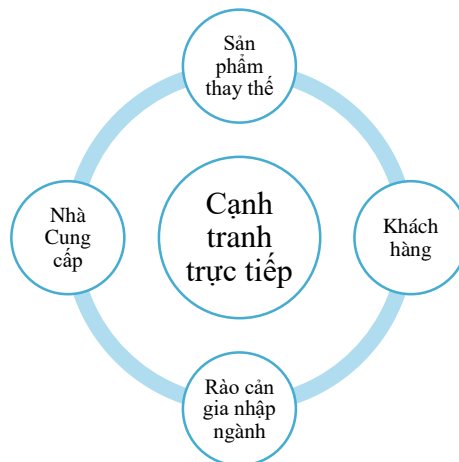
Ngành Quảng cáo – Truyền thông là một ngành nghề vốn đã xuất hiện từ lâu trong kinh doanh, nhưng chỉ khi có sự xuất hiện của các thiết bị nghe nhìn chuyên dụng (Radio, TV) và sau đó là mạng Internet thì hoạt động Quảng cáo – Truyền thông mới thực sự nở rộ. Đầu thế kỷ 21, những ứng dụng và sản phẩm Công nghệ tiếp tục làm thay đổi cơ cấu nền kinh tế thế giới và số hoá ngành Quảng cáo – Truyền thông, thúc đẩy sự tăng trưởng chung của ngành.

Về các doanh nghiệp trong ngành, có thể phân loại như sau:



- (i) **Đại lý Quảng cáo (Advertising agencies):** có số lượng lớn nhất và chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất trong ngành Quảng cáo; các đơn vị này phụ trách việc triển khai các kế hoạch và sản phẩm Quảng cáo – Truyền thông cho các Khách hàng (Advertisers). 5 doanh nghiệp có thị phần hàng đầu thế giới trong mảng kinh doanh này (còn được gọi là Big Five) là Dentsu, Interpublic, Omnicom, Publicis và WPP. Tại Việt Nam, các đơn vị này cũng đang là những Đại lý Quảng cáo lớn nhất khu vực nội địa với nhiều năm hoạt động và mạng lưới khách hàng phong phú.
- (ii) **Nhà Phát hành (Publishers):** nếu như các Nhà Phát hành (báo chí, ứng dụng, game hoặc các sản phẩm giải trí khác) truyền thống lựa chọn việc tìm kiếm doanh thu trên hoạt động của Người dùng (Users/Audiences) thì thời gian gần đây, các Nhà Phát hành mới thường lựa chọn miễn phí các nội dung với Người dùng và sẽ tìm kiếm doanh thu qua hoạt động Quảng cáo từ Khách hàng (Advertisers). Các Nhà Phát hành mới thường có xu hướng phối hợp với các Đại lý Quảng cáo hơn để có sự ổn định cũng như được bảo đảm về quyền và lợi ích hợp pháp.
- (iii) **Nền tảng Quảng cáo (Platforms):** sự ra đời của các công cụ tìm kiếm (Google, Bing), mạng xã hội (Facebook, Twitter, Instagram) hay các nền tảng dịch vụ giải trí khác (Youtube, TikTok đã giúp cho các kết nối giữa Khách hàng, Nhà Phát hành và Người dùng trở nên dễ dàng hơn. Chính mô hình kinh doanh đặc biệt này đã thay đổi hoàn toàn những quan điểm truyền thống về hoạt động Quảng cáo – Truyền thông vốn vô cùng tốn kém và chỉ có những doanh nghiệp lớn mới đủ khả năng thực hiện. Đặc biệt nhờ các nền tảng Quảng cáo này, những Nhà Phát hành Cá nhân đã có thể hoạt động độc lập (Freelancers) và tự tạo thu nhập cho chính mình thay vì phải làm việc cố định cho doanh nghiệp như trước.
- (iv) **Đơn vị Tư vấn (Consulting firms):** trên thực tế, biên lợi nhuận cho hoạt động Đại lý Quảng cáo không quá cao và áp lực công việc rất lớn do sự thay đổi nhanh chóng trong các quyết định từ Khách hàng, do đó nhiều doanh nghiệp đã hướng tới mở rộng thêm dịch vụ Tư vấn (chiến lược, thương hiệu, xử lý khủng hoảng) để tạo mức biên lợi nhuận lớn hơn và có thể chủ động hơn trong việc định hướng hoạt động Quảng cáo – Truyền thông của Khách hàng thay vì để Khách hàng tự quyết như trước kia.
- (v) **Đơn vị Nghiên cứu Thị trường (Research firms):** các công ty Nghiên cứu Thị trường đóng vai trò quan trọng trong hoạt động tìm kiếm ý tưởng. Một số doanh nghiệp tiêu biểu tại thị trường Việt Nam có Nielsen trong nghiên cứu định lượng hoặc BuzzMetrics trong phân tích dữ liệu mạng xã hội.

## 2. Phân tích Ngành Quảng cáo (Digital) tại Việt Nam



Ngành Quảng cáo Digital được nhận định là một trong những ngành nghề có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới những năm qua và dự kiến sẽ vẫn tiếp tục chuỗi tăng trưởng ấn tượng của mình. Xu hướng sử dụng internet, smartphone và các trang mạng xã hội tiếp tục là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp trong ngành.

Tuy nhiên ngành Quảng cáo Digital có tính cạnh tranh khá cao khi số lượng doanh nghiệp số lượng lớn và đồng đều về năng lực; áp lực giá từ Nhà cung cấp ngày một tăng do số lượng Nhà cung cấp ít và tập trung vào các tập đoàn lớn như



Google, Facebook, ByteDance, ... cũng như các chính sách giá mới của những đơn vị này; áp lực giá từ Khách hàng cũng có xu hướng tăng nhẹ do các doanh nghiệp có xu hướng tập trung ngân sách Marketing vào đúng đối tượng mục tiêu thay vì dàn trải như trước; áp lực từ các loại hình thay thế tuy không đáng kể nhưng cũng ảnh hưởng không nhỏ do ngân sách Marketing sẽ phải cạnh tranh gay gắt với ngân sách chiết khấu đại lý mà các doanh nghiệp sản xuất lớn phải cân đối; và áp lực từ những đối thủ mới gia nhập là tương đối cao do đặc thù ngành nghề không yêu cầu về đầu tư tài sản cố định, có tốc độ quay vòng vốn nhanh và phụ thuộc nhiều vào năng lực của mỗi cá nhân trong doanh nghiệp.

### **Cạnh tranh trực tiếp**

Những doanh nghiệp lớn đang hoạt động trên thị trường Quảng cáo Digital tại Việt Nam gồm có:

- (i) *Nhóm Đại lý Quảng cáo là Đối tác uỷ quyền của Google và Facebook:* CleverAds, NOVAON, SEONGON, Geniee, Ureka Media, Repu Digital
- (ii) *Nhóm Đại lý Quảng cáo có nền tảng Quảng cáo riêng:* AdMicro, AdTima, eClick
- (iii) *Nhóm Đại lý Quảng cáo có hoạt động tư vấn, nghiên cứu:* Time Universal, Le Group

Hiện ở Việt Nam, nhóm Đại lý Quảng cáo có nền tảng nội dung là các trang báo điện tử đang dẫn đầu ngành với những thương hiệu lớn như AdMicro (VC Corp, sở hữu nhiều trang báo nổi tiếng như CafeF, Kenh14, ...), AdTima (VNG Corp, sở hữu Zing.vn và Zalo) hay eClick (FPT Online, sở hữu VNExpress, iOne, ...).

Xét về mức độ cạnh tranh trực tiếp về phân khúc khách hàng, dịch vụ cung cấp và có cùng cơ cấu doanh thu, chúng tôi đánh giá Novaon, SEONGON, Ureka Media và Repu Digital sẽ là những đối thủ chính của Clever Group (mảng kinh doanh CleverAds). Hiện tại Clever Group và NOVAON đang là 2 doanh nghiệp nổi lên nhờ việc mở rộng chuỗi dịch vụ cung cấp của mình trước sự cạnh tranh từ các đối thủ khác.

Bảng 2. So sánh các Đại lý Quảng cáo (Google và Facebook)

	<b>Clever Group</b>	<b>NOVAON</b>	<b>SEONGON</b>	<b>Ureka Media</b>	<b>Repu Digital</b>
<b>Năm thành lập</b>	2008	2006	2012	2010	2006
<b>Dịch vụ cung cấp (ngoại trừ Đại lý Quảng cáo cho Google và Facebook)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Thiết kế phần mềm di động, website và ứng dụng website</li> <li>+ Influencer Marketing</li> <li>+ Dịch vụ Programmatic Ads, DSP và SSP</li> <li>+ Giải pháp quản trị CRM, HRM (SaaS) và tư vấn chuyển đổi số</li> <li>+ Giải pháp E-com B2B (SaaS, PaaS)</li> <li>+ Social Listening</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Influencer Marketing</li> <li>+ Dịch vụ Programmatic Ads, DSP và SSP</li> <li>+ Giải pháp quản trị CRM, HRM (SaaS) và tư vấn chuyển đổi số</li> <li>+ Giải pháp E-com (SaaS, PaaS)</li> <li>+ Nền tảng Social Commerce giúp tự động hoá quy trình Marketing</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ SEO tổng thể (PPP)</li> <li>+ Thiết kế website</li> <li>+ Dịch vụ đào tạo (E-learning)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Dịch vụ Programmatic Ads, DSP và SSP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Thiết kế website</li> <li>+ Dịch vụ đào tạo (E-learning)</li> </ul>

Nguồn: SBSI tổng hợp

### **Khách hàng (Advertisers)**

Nhìn chung, phần lớn Khách hàng của các Đại lý Quảng cáo sẽ là nhóm doanh nghiệp đang có nhu cầu quảng cáo sản phẩm, dịch vụ tới các cá nhân có sử dụng và tiếp xúc các thiết bị công nghệ. Nổi bật trong này sẽ là:

- (i) *Nhóm Sản xuất FMCG*: P&G, Unilever, Cocal-Cola, Pepsi, Sabeco, Tân Hiệp Phát, ...
- (ii) *Nhóm Dịch vụ Tài chính (BFSI)*: Vietcombank, BIDV, Momo, AirPay, ...
- (iii) *Nhóm Bất động sản*: Vingroup, Novaland, Dat Xanh Group, ...
- (iv) *Nhóm Thương mại điện tử và Ứng dụng gọi xe*: Tiki, Shopee, Lazada, Grab, Go-Jek, ...
- (v) *Khác*: Honda, Thaco, VietJet, ...

### **Nhà Cung cấp (Nhà Phát hành và Nền tảng Quảng cáo)**

Mối quan hệ giữa bản thân doanh nghiệp trong ngành và các Publishers có sự liên kết chặt chẽ về lợi ích. Do vậy các Nhà Phát hành uy tín thường có xu hướng tự thành lập Đại lý Quảng cáo cho riêng mình để tối đa hoá lợi ích và ngược lại, các Đại lý Quảng cáo lớn cũng có xu hướng tự thành lập các team Publishers in-house để giảm thiểu sự phụ thuộc vào các Publishers. Điển hình trong số này là AdMicro (Đại lý Quảng cáo cho toàn bộ các kênh thông tin và sáng tạo nội dung của VC Corp) và Adtima (Đại lý Quảng cáo trên toàn bộ các platforms và ứng dụng của VNG Corporation).

Ngoài ra, với xu thế sử dụng Influencer Marketing, các Nhà Phát hành là các cá nhân có lượt theo dõi và có tầm ảnh hưởng tới những chủ đề trên mạng xã hội cũng bắt đầu xuất hiện nhiều giúp làm gia tăng số lượng nội dung thu hút, đồng thời giảm áp lực lên các Đại lý Quảng cáo khi phải phụ thuộc quá nhiều vào một số ít các Nhà Phát hành lớn hoặc các Nền tảng Mạng Xã hội lớn. Ngoài ra chi phí cho hoạt động Influencer Marketing (đặc biệt cho các micro-influencers) tương đối thấp và nằm trong ngân sách Quảng cáo của các doanh nghiệp Nhỏ và Vừa (SMEs) nên doanh thu từ hoạt động Influencer Marketing cũng được dự báo sẽ tăng trưởng trong thời gian sắp tới.

Một số Nhà Phát hành và Nền tảng Quảng cáo Digital lớn tại Việt Nam:

- (i) Website / Báo điện tử: CafeF, Kenh14, VnExpress, Dantri, F319, Zing.vn
- (ii) Nền tảng Quảng cáo: Google, Facebook, Youtube, Instagram, TikTok
- (iii) Phần mềm / Ứng dụng (Mobile): Zalo, Messenger, Shopee

### **Sản phẩm thay thế**

Để đáp ứng nhu cầu thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm / tăng sự chú ý của khách hàng thì các doanh nghiệp hiện nay có 2 lựa chọn thay thế hoạt động Quảng cáo Digital:

- (i) *Quảng cáo Truyền thống*: quảng cáo sản phẩm, dịch vụ qua các ấn phẩm truyền thống hoặc các sự kiện giới thiệu sản phẩm, dịch vụ. Thực tế, dù Quảng cáo Digital vẫn chỉ chiếm hơn 20% thị phần chung của ngành Quảng cáo trong khi gần 80% còn lại vẫn nằm trong tay các hoạt động truyền thống. Tuy nhiên tác động lớn từ việc bùng nổ các doanh nghiệp Công nghệ và Thương mại điện tử cùng tác động của các đợt giãn cách xã hội trong giai đoạn Đại dịch Covid-19 vẫn chưa được kiểm soát sẽ khiến các hoạt động Quảng cáo Truyền thống bị hạn chế và ngân sách hoạt động dần chuyển dịch sang cho Quảng cáo Digital. Một số điểm nhấn trong hoạt động Quảng cáo Truyền thống có thể kể đến:
  - + Thiết bị điện tử ngoài trời (Outdoor): Chicilon Media, Goldsun Media
  - + Tổ chức sự kiện truyền thông (Event): Galaxy Media
  - + Quảng cáo kênh TV: VTV, HTV, VTC
- (ii) *Kênh phân phối / Đại lý bán lẻ*: đẩy mạnh chiết khấu hoặc ưu đãi hỗ trợ cho các Đại lý bán hàng cũng là một lựa chọn thay thế hoạt động Quảng cáo. Loại hình này thường được áp dụng bởi các doanh nghiệp nhỏ có sản phẩm chất lượng không cao hoặc các doanh nghiệp sản xuất lớn phụ thuộc đầu ra vào các Nhà Bán lẻ.

### **Rào cản gia nhập ngành**

Xét trên các mảng hoạt động kinh doanh của những doanh nghiệp trong ngành, sẽ có 4 điểm nhấn chính trong việc thành lập một Đại lý Quảng cáo Digital:

- (i) *Chứng nhận Đối tác từ những platforms quảng cáo lớn như Google và Facebook:* với các đối tác thường thì mức yêu cầu xét duyệt chứng nhận Google Partner khá thấp; với Google Premier Partner thì lại rất cao – thường chỉ 3-5% doanh nghiệp dẫn đầu trong nhóm sẽ được chứng nhận; ngoài ra để có chứng nhận thì bản thân doanh nghiệp phải có những cá nhân được Google chứng nhận đủ về năng lực và kiến thức cần thiết.
- (ii) *Kinh nghiệm quản lý mối quan hệ với Khách hàng (Advertisers):* kinh nghiệm thực tế từ nhiều chuyên gia trong ngành Quảng cáo cho thấy hoạt động Quản lý Quan hệ Khách hàng là điều tối quan trọng vì không chỉ ảnh hưởng tới doanh thu của doanh nghiệp mà còn quyết định việc duy trì trạng thái Chứng nhận Đối tác với Google và Facebook.
- (iii) *Kinh nghiệm quản lý mối quan hệ với Nhà Phát hành (Publishers):* các Nhà Phát hành thực tế không tác động trực tiếp vào hoạt động cung cấp dịch vụ được uỷ quyền từ Google và Facebook nhưng việc thiếu quan hệ quản lý với các Nhà Phát hành nhìn chung sẽ khiến doanh nghiệp bị ảnh hưởng do dịch vụ cung cấp kém đa dạng và từ đó khó có thể cạnh tranh trong ngành Quảng cáo vốn đang có chuyển dịch sang xu hướng quảng cáo qua các phần mềm, ứng dụng điện thoại cũng như các KOLs.
- (iv) *Yêu cầu về đầu tư tài sản cố định và vốn lưu động:* do tính chất hoạt động của ngành Quảng cáo nên phần lớn tài sản của doanh nghiệp là tài sản vô hình và không cần thiết phải bỏ ra vốn đầu tư ban đầu lớn.

Dựa trên số lượng các doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành hiện tại và những vấn đề nêu trên thì việc thành lập Đại lý Quảng cáo mới là không quá khó và dễ xảy ra tình trạng “Low-balling” (các doanh nghiệp nhỏ sẽ dùng chiến lược giá thấp để cạnh tranh thay vì nâng cao chất lượng dịch vụ), về lâu dài sẽ ảnh hưởng tới tăng trưởng toàn ngành.

Ngoài ra cần lưu ý thêm rằng, tài sản giá trị nhất của một doanh nghiệp trong ngành Quảng cáo (trừ nhóm doanh nghiệp làm Nền tảng như Google, Facebook hay Twitter) sẽ là lực lượng nhân sự hoạt động.

### 3. Nhu cầu Quảng cáo và Tiềm năng tăng trưởng ngành Quảng cáo Digital

Theo Báo cáo nghiên cứu từ Mordor Intelligence, thị trường Quảng cáo Digital đã đạt mức 304 tỷ USD vào năm 2019 và ước tính sẽ đạt 983 tỷ USD vào năm 2025, tương ứng mức tăng trưởng khoảng 21.6% p.a. Cũng theo báo cáo này thì động lực chính cho sự tăng trưởng ấn tượng này sẽ là:

- (i) Xu hướng chuyển dịch từ các sản phẩm Quảng cáo truyền thống (banner, standee, mascot, TV, ...) sang những sản phẩm digital (quảng cáo hiển thị, clip quảng cáo, ...).
- (ii) Thời lượng sử dụng các đồ dùng công nghệ gia tăng, smartphone giờ trở thành một đồ dùng thiết yếu trong đời sống.
- (iii) Sự tăng trưởng về ngân sách chi tiêu cho Marketing, Quảng cáo và Truyền thông của các doanh nghiệp ngoài ngành hàng Tiêu dùng Nhanh (FMCG).

Tại Việt Nam, những sự tăng trưởng này có thể cảm nhận rõ nét qua hoạt động mạnh mẽ của các doanh nghiệp trên các nền tảng Quảng cáo như Google Search, Youtube, Facebook hay TikTok. Bản thân những thương hiệu nội có sản phẩm chất lượng nhưng lép vế sức mạnh truyền thông so với các thương hiệu ngoại đang dần tìm lại vị thế của mình tại thị trường nội địa.

### 4. Vị thế thị trường và Lợi thế cạnh tranh của Clever Group

#### Vị thế thị trường

Trong Báo cáo Ngành năm 2019 của mình, Adsota ước tính rằng thị trường ngành Quảng cáo Digital tại Việt Nam đang có tổng giá trị khoảng 284 triệu USD (tương ứng khoảng 6,600 tỷ VNĐ). Theo đánh giá của SBSI, CleverAds hiện đang

là đơn vị đứng đầu trong nhóm Đại lý Quảng cáo (Google và Facebook) tại Việt Nam với thị phần ổn định khoảng 35% tại Việt Nam.

Phần lớn thị phần ngành Quảng cáo Digital hiện tại vẫn đang nằm trong tay những Đại lý Quảng cáo lớn có sẵn những đơn vị sản xuất nội dung uy tín và có lượng traffic lớn như eClick / FPT Online (VNExpress, iOne), AdTima (Zing.vn, Zalo) hay AdMicro (CafeF, Kenh14).

Tại các mảng hoạt động kinh doanh khác, Clever Group cũng gặp sự cạnh tranh từ một số đơn vị kinh doanh có kinh nghiệm trong ngành. Nhưng với nguồn lực tài chính vững mạnh cùng kinh nghiệm hoạt động lâu năm trong ngành, Clever Group sẽ vẫn có nhiều thuận lợi, cơ hội trong việc phát triển kinh doanh tại những mảng hoạt động mới này.

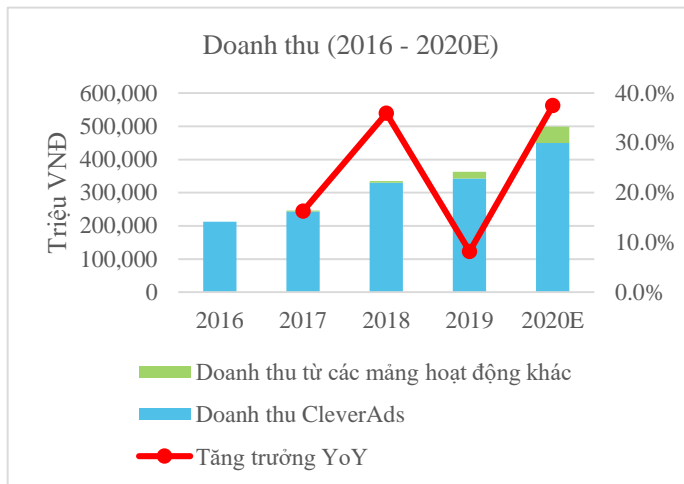
### **Lợi thế cạnh tranh**

Dựa trên những tìm hiểu của chúng tôi, Clever Group đã tích lũy được cho mình nhiều lợi thế cạnh tranh để phát triển không ngừng suốt 12 năm qua và duy trì vị thế số 1 của mình trong nhóm Đại lý Quảng cáo (Google và Facebook) hiện nay. Trong số đó phải kể đến:

- (i) **Tiềm lực tài chính:** hiện tại thì Google và Facebook đã có những chính sách thắt chặt trong quản lý hoạt động thanh toán của các Đại lý Quảng cáo và theo đó các doanh nghiệp này cần phải có sự đầu tư vốn lưu động cho hoạt động Quảng cáo. Nhờ nguồn lực tài chính lớn (hơn 150 tỷ VNĐ tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính), Clever Group có rất ít các rủi ro thanh khoản và tài chính, đồng thời tạo lợi thế khi cạnh tranh tại phân khúc Khách hàng Lớn do nhóm Khách hàng này thường yêu cầu các Đại lý thực hiện ứng trước các khoản chi phí quảng cáo phát sinh trước và hoàn thành thanh toán cuối kỳ.
- (ii) **Chất lượng dịch vụ:** trong khi nhiều doanh nghiệp nhỏ cạnh tranh bằng giá (NOVAON trong một số thời điểm đã hạ mức biên gộp của mình về 0%) thì Clever Group vẫn duy trì cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ. Cụ thể, Ban Lãnh đạo doanh nghiệp giữ vững quan điểm sẽ duy trì mức biên gộp của CleverAds tối thiểu 20% và sẽ không giảm giá dịch vụ để duy trì khách hàng. Ngoài ra, doanh nghiệp đã thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp, M&A nhiều công ty nhỏ với các sản phẩm, dịch vụ mới để hoàn thiện hệ sinh thái Clever Group, mang đến một giải pháp toàn diện cho các Khách hàng của mình. Chiến lược này đã bước đầu thành công khi các mảng kinh doanh ngoài CleverAds đã bắt đầu có tăng trưởng doanh thu và có lợi nhuận.
- (iii) **Kinh nghiệm:** như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng tài sản giá trị nhất của bất kỳ Đại lý Quảng cáo nào luôn là con người. Không chỉ đóng vai trò trong việc nhận được chứng nhận Partner của Google hay Facebook mà nó còn phản ánh những gì doanh nghiệp có thể mang lại cho Khách hàng. Với 12 năm kinh nghiệm hoạt động, Clever Group hiện đang là một trong những Đại lý Quảng cáo lâu đời nhất và giàu kinh nghiệm nhất trên thị trường. Ban Lãnh đạo doanh nghiệp hiện tại cũng đã gắn bó với doanh nghiệp từ những ngày đầu thành lập nhưng đều còn rất trẻ (năm sinh từ 1981 – 1989). Chúng tôi đánh giá rằng điều này là một đảm bảo về khả năng hoạt động và tăng trưởng trong những năm tiếp theo của doanh nghiệp, đặc biệt là trong ngành Quảng cáo.
- (iv) **Chuẩn hoá quy trình hoạt động:** Clever Group trong vài năm trở lại đây đã thực hiện chiến lược chuẩn hoá quy trình hoạt động rất tốt và mang lại kết quả rất tích cực cho doanh nghiệp. Cụ thể, nhiều phần công việc từ tiếp xúc khách hàng cho tới triển khai chiến dịch đều diễn ra tương đối nhanh và tạo sự tin tưởng từ phía khách hàng. Điều này ngoài việc đẩy nhanh tiến độ công việc còn giúp Clever Group giảm bớt sự lệ thuộc vào một số cá nhân chủ chốt, giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro hoạt động.

## IV. HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

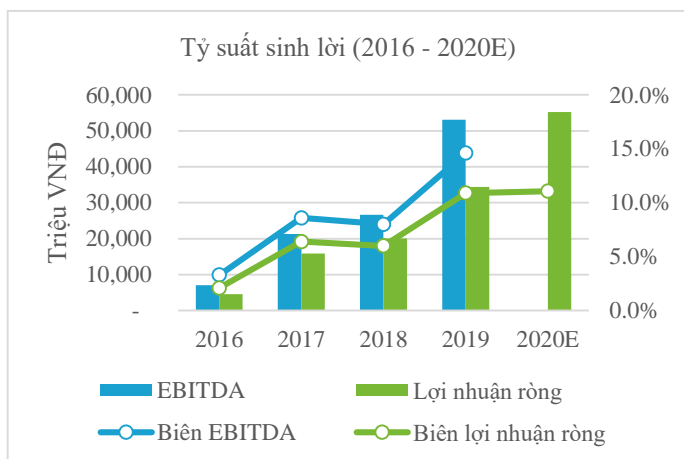
### 1. Kết quả kinh doanh



Doanh thu của Clever Group ghi nhận tăng trưởng CAGR<sup>2</sup> 19.7% p.a. trong giai đoạn 2016 – 2019. Doanh thu đề ra trong ĐHCĐ năm 2020 của Clever Group là 498.6 tỷ VND, tương ứng mức tăng trưởng 37.5% YoY. Chúng tôi đánh giá rằng, dưới tác động của Covid-19 lên các khách hàng của Clever Group, doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc đạt mục tiêu doanh thu đề ra trong năm nay. Tuy nhiên, với tốc độ tăng trưởng ghi nhận sự phục hồi trong quý III và dự kiến trong quý IV, Clever Group vẫn có thể đạt mức doanh thu vượt kỳ vọng của cổ đông.

Về cơ cấu doanh thu thì đến năm 2019, mảng kinh doanh dịch vụ Quảng cáo của Google và Facebook (CleverAds) vẫn chiếm khoảng 94.4% doanh thu của Clever Group. Tuy nhiên tính tới Quý 2 năm 2020, chỉ còn khoảng 92.8% tổng doanh thu tới từ CleverAds. Dự kiến tới năm 2023, CleverAds sẽ chỉ còn chiếm khoảng 50.0% Tổng Doanh thu của Clever Group. Phần doanh thu còn lại ước tính sẽ là sự đóng góp của các mảng kinh doanh mới được triển khai nhưng rất giàu tiềm năng như Clever Review (REVU), ADOP, AdTech, CMetric hay CleverX.

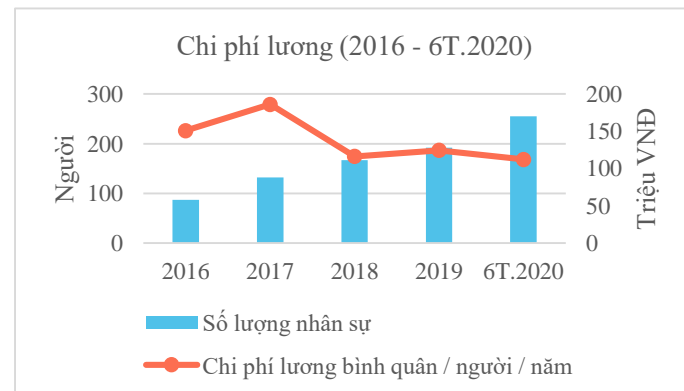
Về cơ cấu doanh thu thì đến năm 2019, mảng kinh doanh dịch vụ Quảng cáo của Google và Facebook



Về lợi nhuận, Clever Group cũng đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh về lợi nhuận khi EBITDA và Lợi nhuận ròng tăng từ ngưỡng 7.0 và 4.6 tỷ VND vào năm 2016 lên mức 53.1 và 39.4 tỷ VND năm 2019, gấp đôi sau mỗi năm hoạt động. Theo ĐHCĐ thường niên năm 2020, Clever Group đặt kế hoạch 55.2 tỷ VND lợi nhuận ròng.

Đạt 14.6% năm 2019, biên lợi nhuận sau thuế cũng tăng từ mức 2.1% năm 2016 lên 10.9% năm 2019. Với đặc thù doanh nghiệp có doanh thu không quá phụ thuộc vào tài sản cố định thì việc mức biên lợi nhuận thay đổi lớn thể hiện việc quản lý chi phí hợp lý của doanh nghiệp.

Dựa vào các chỉ số tài chính năm của Clever Group, Chúng tôi nhận định doanh nghiệp đang trong quá trình tối ưu chi phí khi mức biên lợi nhuận EBITDA và sau thuế đều tăng trưởng đáng kể. Biên lợi nhuận EBITDA của doanh nghiệp từ mức 3.3% năm 2016 đã

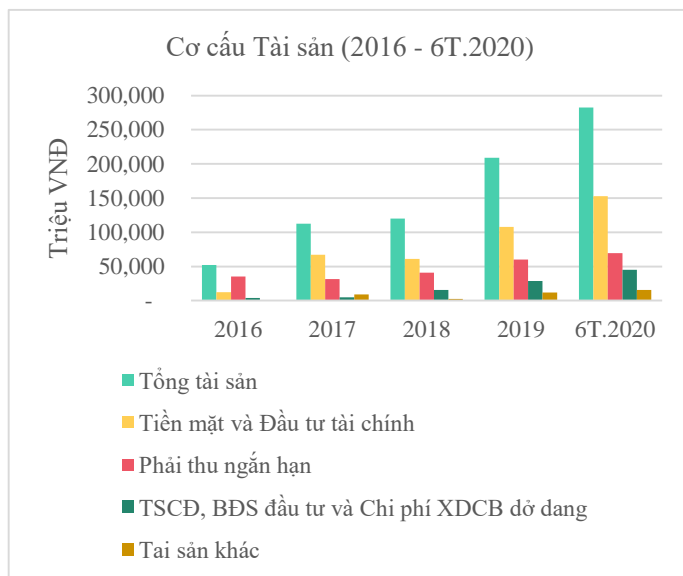


Năm 2018, số lượng nhân viên của Clever Group được ghi nhận đã tăng 27% nhưng chi phí lương trung bình tương ứng của doanh nghiệp đã giảm 37% so với năm 2017. Theo nhận định của chúng tôi, Clever Group đang thực hiện chiến lược tối ưu hoá chi phí lương bằng việc tập trung đầu tư vào nhóm nhân sự trẻ với sức sáng tạo cao với mức chi phí hợp lý trong việc thay thế và mở rộng quy mô nhân sự. Điều này có thể xem là một chiến lược hợp lý khi Clever Group đã có sự chuẩn hoá trong quy trình

<sup>2</sup> CAGR (Compound Annual Growth Rate): tốc độ tăng trưởng bình quân năm

làm việc, giảm mức ảnh hưởng của kinh nghiệm và uy tín cá nhân tác động lên hoạt động kinh doanh và tiềm năng phát triển của doanh nghiệp. Đây là một lợi thế lớn của Clever Group trong việc xây dựng thương hiệu khi ngành Quảng cáo ở Việt Nam vẫn đang hoạt động dựa trên uy tín và kinh nghiệm cá nhân của những người đứng đầu thay vì chất lượng dịch vụ được chuẩn hoá của các doanh nghiệp đầu ngành.

## 2. Tài sản

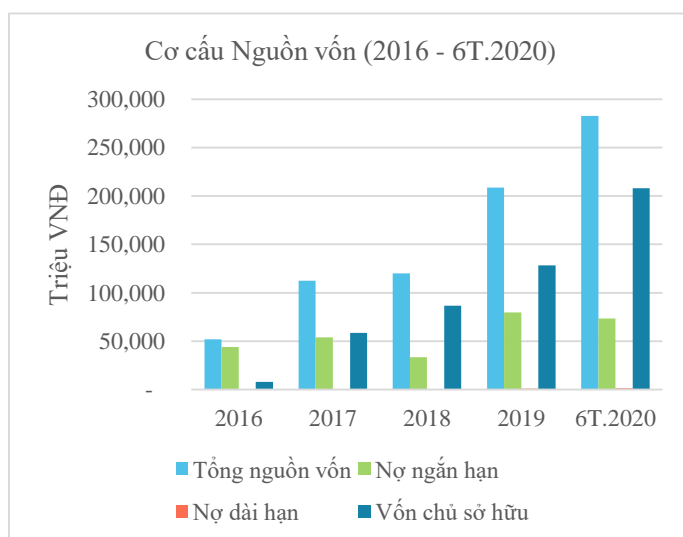


Do hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp phần lớn không có sự bắt buộc trong Đầu tư Tài sản cố định nên phần lớn tài sản của Clever Group là các tài sản đầu tư tài chính (các năm gần đây thường chiếm đến 50% tổng tài sản của doanh nghiệp). Các tài sản này có ít tác động tới hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp và việc tích trữ các tài sản tài chính này phù hợp với ước tính của chúng tôi về việc đầu tư mở rộng các mảng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai, sau khi đại dịch Covid-19 được kiểm soát và nền kinh tế bắt đầu phục hồi.

Các Tài sản cố định, BĐS đầu tư và Chi phí XDCB dở dang hiện tại chủ yếu liên quan tới hoạt động quản lý doanh nghiệp và không có nhiều tác động trực tiếp lên doanh thu. Tuy nhiên việc mở rộng hệ sinh

thái của Clever Group chủ yếu tập trung vào các nền tảng Công nghệ (thường yêu cầu khá lớn về hệ thống trang thiết bị vận hành) nên trong tương lai, doanh nghiệp sẽ đầu tư nhiều hơn các tài sản cố định để triển khai các mảng hoạt động mới.

## 3. Nguồn vốn



Nguồn lực tài chính vững mạnh như đã đề cập ở trên chính là lợi thế cạnh tranh của Clever Group so với các đối thủ khác trong ngành.

Phần lớn các khoản nợ của Clever Group hiện tại là dư nợ hoạt động phải trả (với dư nợ với các Nhà cung cấp và trả trước của Khách hàng) và không bị tính lãi.

Theo BCTC 6T.2020 được cung cấp, hiện Clever Group đang ghi nhận khoảng 30.6 tỷ số dư Vay và Nợ thuê tài chính ngắn hạn, được vay từ các tổ chức tín dụng với mức lãi suất rất thấp (dưới 4%, thậm chí được miễn lãi trong 60 ngày) với mục đích để trả trước cho các Nhà cung cấp dịch vụ (Google, Facebook).

## V. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### 1. Cơ sở tăng trưởng

Doanh thu của Clever Group được kỳ vọng sẽ tăng trưởng khoảng **43% p.a.** trong giai đoạn 2021 – 2023 dựa trên những cơ sở sau:

- (i) Thị trường Quảng cáo Digital ngày càng mở rộng: theo báo cáo Ngành năm 2019 của Mordor Intelligence, thị trường Quảng cáo Digital có thể đạt mức tăng trưởng trung bình toàn ngành ở ngưỡng 21.6% p.a. tới năm 2026. Tại Việt Nam với dự địa tăng trưởng lớn hoàn toàn có thể kỳ vọng mức trên trung bình toàn ngành.
- (ii) Sau khi hoàn tất việc tái cấu trúc, các mảng hoạt động kinh doanh mới sẽ đóng vai trò làm động lực tăng trưởng chính cho Clever Group. Cụ thể:
- + Xu hướng Quảng cáo qua Người ảnh hưởng (Influencer Marketing) trong những năm tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho Revu và Orion Media.
  - + Với sự chi phối của mạng xã hội lên đời sống thì ứng dụng của Học máy (Machine Learning) trong việc nghiên cứu hoạt động mạng Xã hội đang được nhiều doanh nghiệp quan tâm với mục tiêu tăng giá trị thương hiệu và tìm kiếm nguồn khách hàng tiềm năng. **cMetric** cũng đã ghi nhận nhiều thành tích trong năm 2020, đặc biệt là việc hợp tác với các cơ quan nhà nước trong hoạt động tìm kiếm những người tiếp xúc gần với nguồn lây nhiễm Covid-19 trong những giai đoạn cao điểm dịch tại Việt Nam.
  - + Với yêu cầu cấp thiết phải tối ưu hoá chi phí quảng cáo từ các Nhà Quảng cáo và Nhà Phát hành, **ADOP** và **AdTech** sẽ có những cơ hội phát triển rất lớn tại một thị trường quảng cáo còn tương đối rộng mở như Việt Nam.
  - + **CleverX** (trong vai trò là Đại lý Ủy quyền của Sàn thương mại điện tử Alibaba.com) đang có nhiều cơ hội phát triển khi được hưởng lợi từ xu hướng xuất khẩu hàng hoá qua kênh thương mại điện tử toàn cầu.
- (iii) Đại dịch Covid-19 đã thúc đẩy nhanh quá trình chuyển đổi số doanh nghiệp, do đó chúng tôi kỳ vọng Clever Group cũng như toàn ngành Quảng cáo Digital sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2021 - 2023.

## 2. Kế hoạch chuyển sang niêm yết trên HOSE năm 2020

Theo cập nhật của chúng tôi, vào ngày 20/10/2020, Công ty Cổ phần Clever Group đã nộp hồ sơ đăng ký niêm yết trên HOSE. Dự kiến cuối tháng 11 và đầu tháng 12, Clever Group sẽ chính thức huỷ đăng ký giao dịch trên UpCOM và chuyển sang niêm yết trên HOSE. Theo công bố của doanh nghiệp, việc niêm yết trên HOSE sẽ nhằm mục đích giúp Clever Group gia tăng chất lượng quản trị doanh nghiệp, minh bạch hoạt động kinh doanh, nâng giá trị thương hiệu Clever Group và tạo cơ hội cho các nhà đầu tư giao dịch trên thị trường chứng khoán. Nhìn chung, việc chuyển sang niêm yết trên HOSE có thể coi là một tín hiệu tốt cho các cổ đông của Clever Group.

## 3. Dự phóng Kết quả kinh doanh

Dựa trên những cơ sở tăng trưởng ở trên cùng việc phỏng vấn Ban Lãnh đạo doanh nghiệp về những triển vọng của doanh nghiệp trong tương lai, chúng tôi ước tính doanh nghiệp có thể đạt tăng trưởng mạnh trong 3 năm 2021 - 2023 với mức tăng 43% p.a. về Doanh thu. Đồng thời Clever Group có thể duy trì mức tăng trưởng cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong những năm tiếp theo do ngành nghề kinh doanh được dự báo tiếp tục gặp nhiều thuận lợi về cơ cấu dân số và chính sách hỗ trợ.

DVT: triệu VNĐ	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Doanh thu</b>	<b>362,640</b>	<b>380,515</b>	<b>506,672</b>	<b>747,729</b>	<b>1,101,027</b>
%YoY		4.9%	33.2%	47.6%	47.2%
<b>EBITDA</b>	<b>53,085</b>	<b>57,280</b>	<b>71,317</b>	<b>106,203</b>	<b>167,382</b>
%YoY		7.9%	24.5%	48.9%	57.6%
<i>Biên EBITDA</i>	14.6%	15.1%	14.1%	14.2%	15.2%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>39,419</b>	<b>42,763</b>	<b>53,758</b>	<b>81,274</b>	<b>129,544</b>
%YoY		8.5%	27.3%	51.2%	59.4%
<i>Biên LNST</i>	10.9%	11.2%	10.6%	10.9%	11.8%

Nguồn: SBSI đánh giá

## 4. Rủi ro hoạt động



Với một doanh nghiệp tăng trưởng như Clever Group, rủi ro hoạt động lớn nhất là Tốc độ tăng trưởng về Doanh thu và Lợi nhuận không đạt kỳ vọng của các cổ đông. Do vậy, việc dự phóng Kết quả kinh doanh thực tế của Clever Group cần tính đến trường hợp Kết quả hoạt động kinh doanh không thuận lợi và không thể phục hồi tăng trưởng trong những năm sau.

## **VI. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU**

### **1. Cơ sở**

Giá trị hợp lý cổ phiếu Công ty Cổ phần Clever Group (ADG) có thể được xác định theo 2 phương pháp sau:

- Chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF)
- Chỉ số P/E-to-Growth (PEG ratio)

Ngoài ra do tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có thể dao động trong biên độ lớn nên cần xét ít nhất 2 trường hợp để có thể đưa ra ý kiến về giá trị của cổ phiếu:

Trường hợp 1 (Base case): Doanh thu Clever Group tăng trưởng **43% p.a.** giai đoạn 2021 – 2023

Trường hợp 2 (Worst case): Doanh thu Clever Group tăng trưởng **21% p.a.** giai đoạn 2021 – 2023

### **2. Định giá**

<i>Đơn vị tính: VNĐ / cổ phiếu</i>	<b>FCFF</b>	<b>PEG ratio</b>
Trường hợp 1: Doanh thu tăng trưởng <b>43% p.a.</b>	87,756	99,163
Trường hợp 2: Doanh thu tăng trưởng <b>21% p.a.</b>	64,532	53,861
<b>Bình quân các kết quả định giá</b>	<b>76,328</b>	

Dựa trên các tính toán về trường hợp như trên của cổ phiếu, chúng tôi đề xuất giá mục tiêu **76,300 VNĐ / cổ phiếu** cho mỗi cổ phần phổ thông của Công ty Cổ phần Clever Group (UpCOM: ADG).

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, nhận định và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến của cá nhân người viết, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SBSI không đảm bảo sự trung thực, hợp lý và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các ý kiến, nhận định trong báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của người viết, là hợp lý tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các quan điểm và nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua, bán bất cứ một cổ phiếu nào. SBSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SBSI nghiêm cấm việc sử dụng, in ấn hoặc sao chép toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vào mục đích thương mại hoặc bất kỳ hoạt động nào có thể tạo ra lợi nhuận mà trong đó SBSI không là bên hưởng lợi mà không có sự chấp thuận của SBSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN STANLEY BROTHERS (SBSI)

A: Tầng 9 – TNR Tower, số 54A Nguyễn Chí Thanh, quận Đống Đa, thành phố Hà Nội

T: +84 243 377 6699

W: [sbsi.vn](http://sbsi.vn)

E: [info@sbsi.vn](mailto:info@sbsi.vn)