

CTCP Tập đoàn Yeah1 (HSX: YEG)

Cần một triển vọng tăng trưởng rõ ràng hơn

Niềm yếm với mức thị giá “khủng”, lại hoạt động trong một lĩnh vực hết sức mới mẻ, cổ phiếu YEG đã thu hút sự chú ý của một bộ phận không nhỏ nhà đầu tư kể từ khi lên sàn. Dù vậy, không nhiều nhà đầu tư thực sự hiểu về mô hình hoạt động của YEG. Bản báo cáo nhanh của chúng tôi hy vọng có thể phần nào giải thích cách thức doanh nghiệp tạo ra doanh thu, tiềm năng cũng như những hạn chế của mô hình này.

Về mặt định giá, dù đã giảm 65% so với mức đỉnh, hiện P/E trượt của YEG là 23 lần, không hấp dẫn so với tăng trưởng dự phóng. Chúng tôi cũng cho rằng đầu tư vào cổ phiếu YEG chỉ dành cho những nhà đầu tư thực sự am hiểu ngành nghề này, khi mà tiềm năng tăng trưởng dài hạn của YEG là chưa rõ ràng. Tuy tiềm năng của thị trường truyền thông kỹ thuật số là rất lớn, chỉ những doanh nghiệp có mô hình kinh doanh theo chiều sâu mới có thể hưởng lợi một cách bền vững. Giá trị đóng góp hạn chế của YEG cho các chủ kênh/nhà xuất bản, sự ràng buộc lỏng lẻo trong quan hệ giữa bên trung gian với nền tảng và nhà sáng tạo nội dung là những rủi ro của mô hình chia sẻ doanh thu hiện tại.

Trường hợp YEG giữ được mảng MCN, giá cổ phiếu có thể sẽ diễn biến tích cực. Dù vậy, những hạn chế kể trên là không đổi. Cơ hội đầu tư sẽ chỉ rõ ràng hơn khi công ty cho thấy năng lực trong việc sản xuất và thương mại hóa các nội dung của riêng mình, bên cạnh phát triển các kênh phân phối trong và ngoài YouTube/Google. Cho đến lúc đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu YEG.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020F
Doanh thu thuần	840	1.676	1.990	2.263
% tăng trưởng	49,4%	99,5%	18,7%	13,7%
LNST	82	163*	180	234
% tăng trưởng	410%	98,2%	10,6%	29,7%
Tỷ suất LNST (%)	9,8%	9,7%	9,0%	10,3%
ROA (%)	12,5%	8,3%	8,5%	10,1%
ROE (%)	24,7%	10,5%	10,5%	12,2%
EPS (VND)	3.457	5.214	5.754	7.481
Giá trị sổ sách (VND)	13.983	49.800	54.787	61.501
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.200	0	0	0
P/E (x)	N/A	45	19,3	14,8
P/BV (x)	N/A	4,7	2,0	1,8

Nguồn: YEG, CTCK Rồng Việt

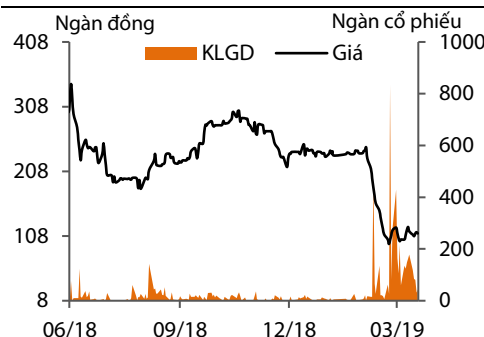
*LNST năm 2018 đã điều chỉnh trích lập dự phòng cho khoản đầu tư vào SPRINGme (11,3 tỷ đồng) và phí thẩm định đầu tư cho ScaleLab (6,9 tỷ đồng).

THEO DÕI

Giá thị trường (VND)	111.000
Giá mục tiêu (VND)	N/A

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Truyền thông
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.422
SLCPLH (triệu cp)	30,5
Beta	0,22
Free Float (%)	56
Giá cao nhất 52 tuần	343.000
Giá thấp nhất 52 tuần	95.700
KLGD bình quân 20 phiên	167.532



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
YEG	-53	N/A	N/A
VN Index	6	-14	63

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Ảnh Nhượng Tống (chủ tịch)	37,4
Hồ Ngọc Tân	12,8
Ancla Asset Limited	11,2
DFJ Vinacapital Venture	7,0
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	100%

Trần Thái Sơn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1527

son.tt@vdsc.com.vn

Nguyễn Đức Hiếu

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1514

hieu.nd@vdsc.com.vn

Giới thiệu doanh nghiệp

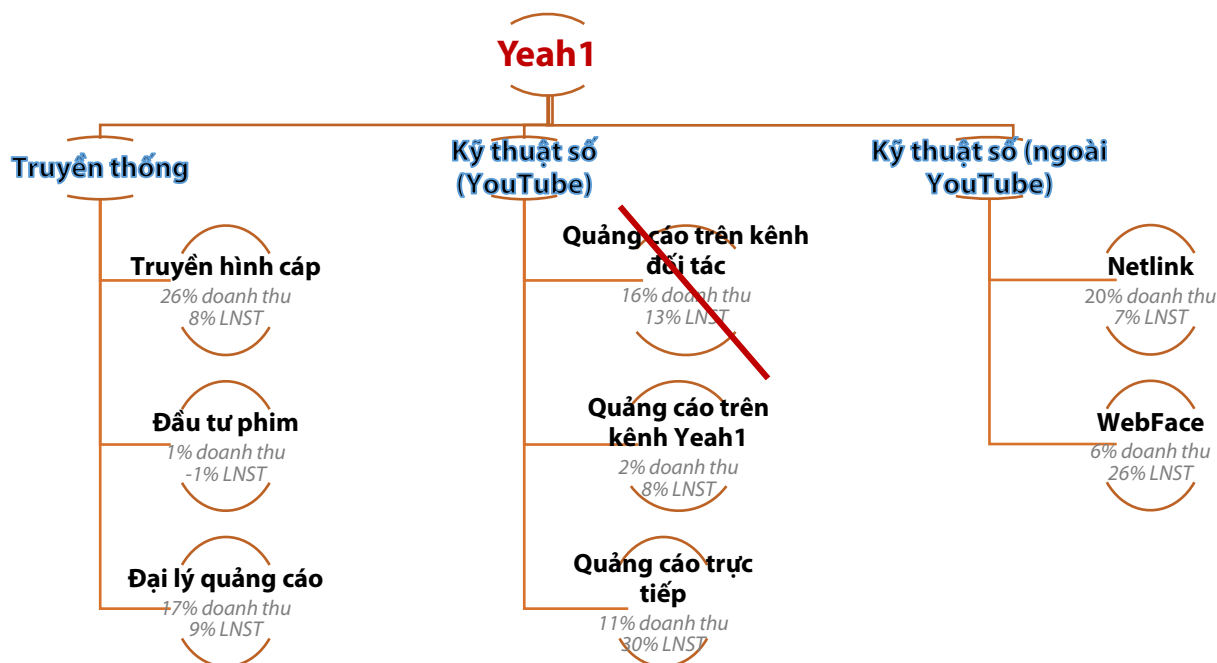
Yeah1 (YEG) là doanh nghiệp hoạt động trong ngành truyền thông, với doanh thu chủ yếu đến từ quảng cáo trên 2 nền tảng là truyền thống và kĩ thuật số:

Mảng truyền thống: đóng góp 44% doanh thu và 16% LNST năm 2018.

Kinh doanh trên YouTube: đóng góp 30% doanh thu và 51% LNST năm 2018.

Kinh doanh trên các nền tảng ngoài YouTube: đóng góp 26% doanh thu và 33% LNST năm 2018.

Sự cố gần đây về việc YouTube chấm dứt Thỏa thuận lưu trữ nội dung (CHSA - Content Hosting Agreement) có thể khiến công ty trực tiếp mất đi nguồn thu từ quản lý quảng cáo cho đối tác, hoạt động đóng góp 16% doanh thu và 13% LNST năm 2018.

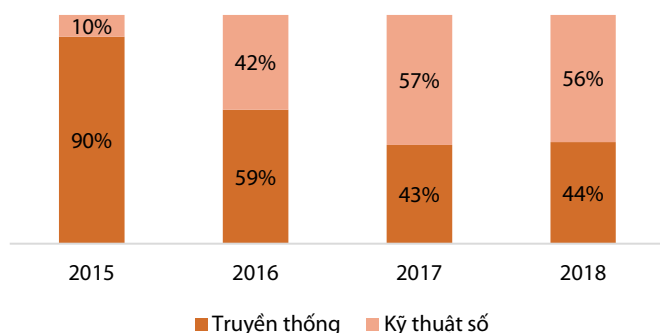


Nguồn: YEG

Mảng kinh doanh truyền thống – không phải thế mạnh

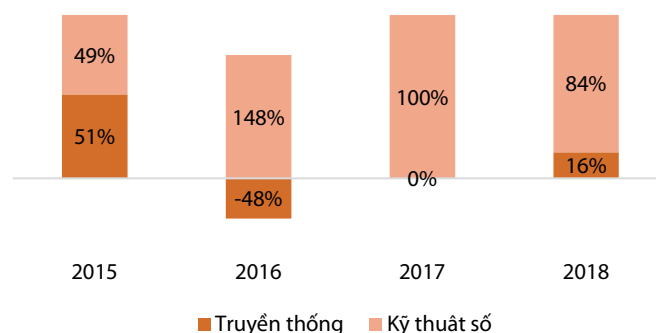
Tuy vẫn đóng góp lớn nhất vào doanh thu của YEG, lợi nhuận của mảng truyền thống có xu hướng không ổn định trong quá khứ (Hình 1 và 2).

Hình 1: Cơ cấu doanh thu YEG



Nguồn: YEG

Hình 2: Cơ cấu LNST YEG



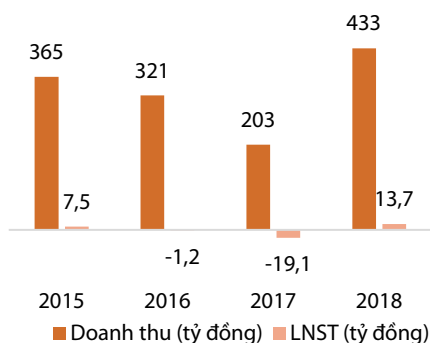
Nguồn: YEG

Các kênh truyền hình cáp thuộc sở hữu của Yeah1 Entertainment đóng góp nhiều nhất cho doanh thu mảng truyền thống của công ty, có nguồn thu chủ yếu đến từ quảng cáo. Chi phí cao đến từ sản xuất nội dung và thuê kênh truyền dẫn khiến hoạt động này có biên lợi nhuận rất thấp (3,2% trong năm 2018).

Hoạt động kinh doanh phim chiếu rạp thông qua công ty con Yeah1 CMG cũng không mấy triển vọng. Đóng góp không đáng kể vào KQKD của YEG, mức độ tham gia của Yeah1 CMG vào các bộ phim chủ yếu chỉ dừng lại ở quảng cáo và tiếp thị. Với tỷ lệ đóng góp hạn chế trong chuỗi giá trị cùng một thị trường phim nội địa không mấy khởi sắc, Yeah1 CMG đóng vai trò quảng bá hình ảnh Yeah1 hơn là một nhân tố đáng kể trong hoạt động của công ty.

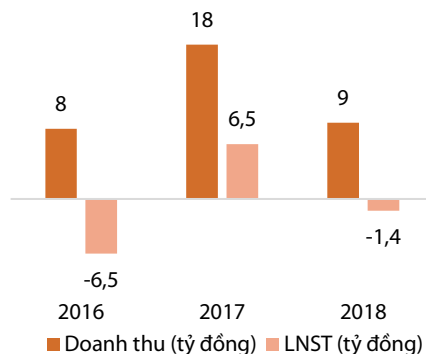
Hoạt động có lợi nhuận ổn định nhất trong mảng truyền thống là **mua bán quảng cáo thông qua TNT Media** - công ty con được YEG mua lại từ năm 2016 trong chiến lược mở rộng sang mảng quảng cáo truyền hình của công ty. TNT Media hoạt động như một kênh trung gian giữa nhãn hàng và các đài truyền hình, có chức năng mua/bán quảng cáo và bản quyền phim. Doanh thu tăng mạnh trong năm 2018 nhờ công ty giành được quyền phân phối quảng cáo cho 1 số kênh truyền hình trung ương. Tuy vậy, do chỉ là kênh trung gian, cùng với cạnh tranh trong ngành cao khiến biên lợi nhuận ngày càng mỏng (Hình 5).

Hình 3: Các kênh truyền hình cáp



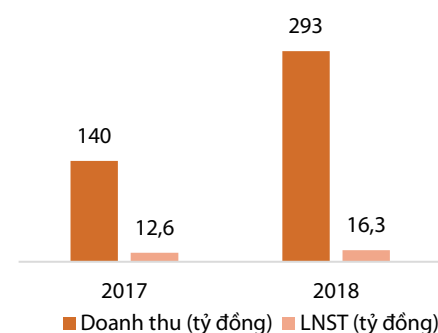
Nguồn: YEG

Hình 4: Kinh doanh phim chiếu rạp



Nguồn: YEG

Hình 5: Đại lý mua bán quảng cáo



Nguồn: YEG

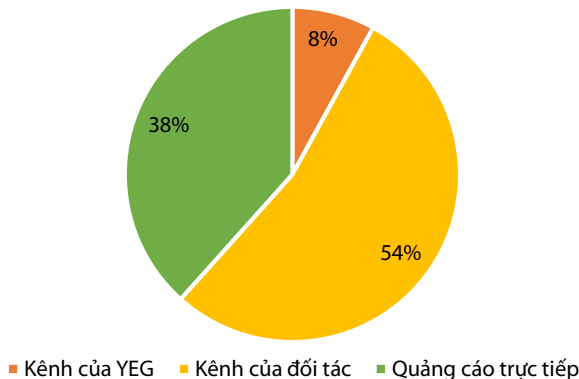
Nhìn chung, mảng truyền thống có mức độ cạnh tranh rất cao và biên lợi nhuận mỏng. Cùng với xu hướng người dùng dần chuyển từ kênh truyền hình sang kỹ thuật số (YouTube, Facebook, Instagram, Zalo...), chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng của YEG trong mảng này là không nhiều.

Mảng kinh doanh YouTube (Yeah1 Network) – cần nhiều thời gian để tự chủ về nội dung

Đây là hoạt động kinh doanh dựa vào quảng cáo trên nền tảng YouTube ([xem chi tiết phụ lục 1](#)). Có 3 nguồn thu:

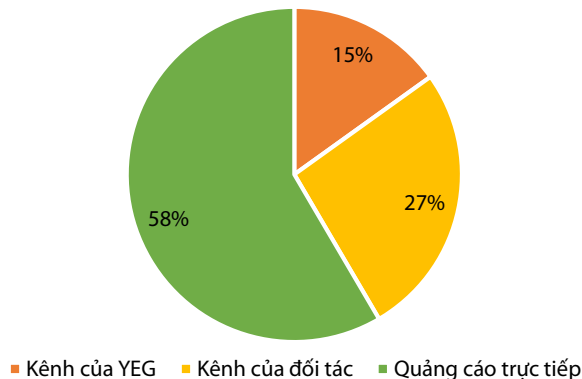
- Doanh thu từ phát các nội dung quảng cáo được nhận từ YouTube trên kênh của các đối tác.
- Doanh thu từ phát các nội dung quảng cáo được nhận từ YouTube trên kênh của YEG.
- Doanh thu quảng cáo trên kênh của YEG từ các hợp đồng trực tiếp với các nhãn hàng.

Hình 6: Cơ cấu doanh thu từ YouTube (2018)



Nguồn: YEG

Hình 7: Cơ cấu lợi nhuận từ YouTube (2018)

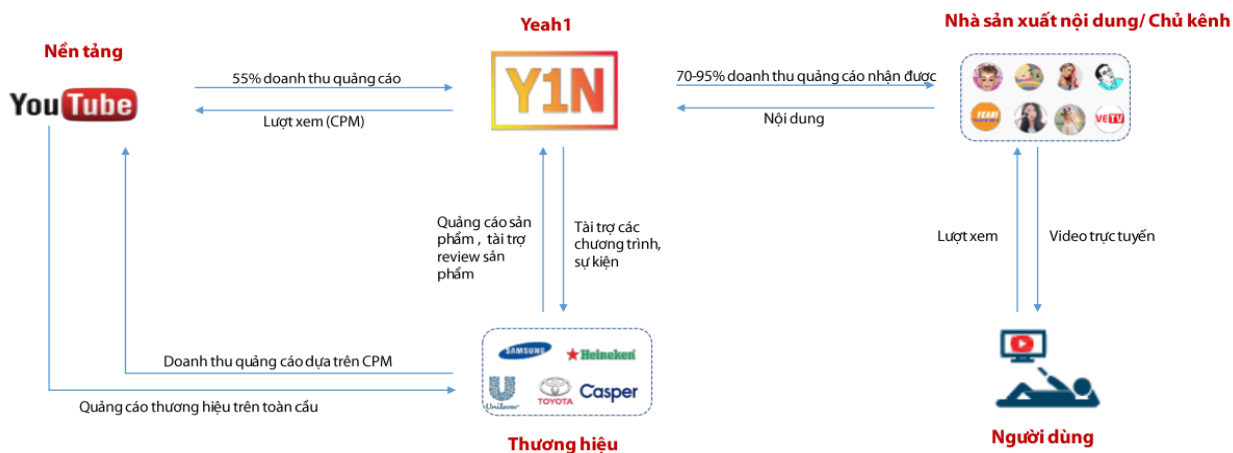


Nguồn: YEG

Năm 2018, khoảng 1.350 kênh của đối tác tạo ra 54% doanh thu và 27% LNST cho mảng YouTube. Trong khi đó, khoảng 75 kênh thuộc sở hữu của YEG (trong đó có 11 kênh nội địa), tạo ra chỉ 8% doanh thu nhưng tới 15% LNST mảng YouTube. Chênh lệch về hiệu quả trên đến từ việc YEG chỉ được chia sẻ một phần (từ 5-30%) trong tổng doanh thu quảng cáo nhận từ YouTube, phần còn lại thuộc về YouTube và các chủ sở hữu kênh (Hình 8). Trong khi đó, YEG hưởng 55% doanh thu quảng cáo trên các kênh của mình.

Ngoài mảng kinh doanh MCN – vốn nhận doanh thu trực tiếp từ YouTube, hoạt động Quảng cáo trực tiếp (doanh thu quảng cáo nhận từ các nhãn hàng) cũng là 1 phần quan trọng của mảng kinh doanh YouTube. Quảng cáo trực tiếp mang về 38% doanh thu và 58% LNST từ quảng cáo trên YouTube, mà phần lớn là trên các kênh thuộc sở hữu của YEG.

Hình 8: Mô hình kinh doanh trên YouTube



Nguồn: YEG

Trong trường hợp không còn giấy phép Mạng đa kênh từ YouTube, YEG sẽ:

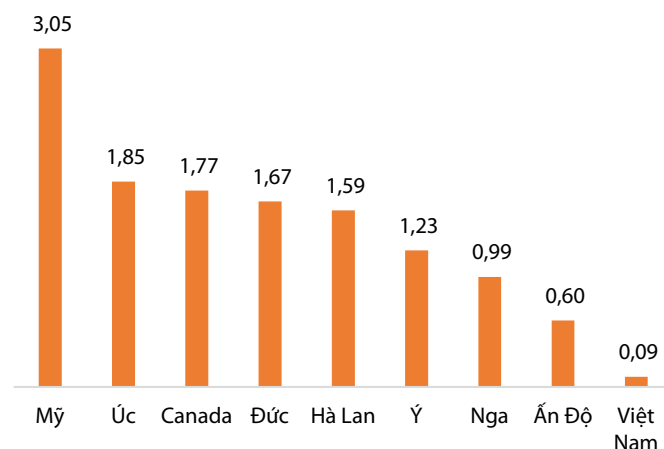
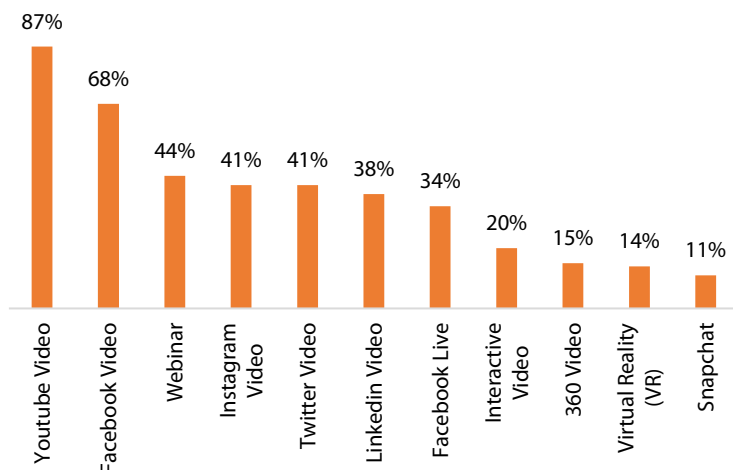
- (1) Mất đi phần chia sẻ doanh thu quảng cáo từ kênh YouTube của các đối tác.
- (2) Phải tìm hướng đi khác để phát triển mảng YouTube thay vì mở rộng MCN thông qua sáp nhập
- (3) Có thể ảnh hưởng gián tiếp đến doanh thu quảng cáo trực tiếp vì network bị thu nhỏ.

Hậu MCN, YEG cần tiến tới tự chủ về nội dung (content). Hiện tại, nội dung YEG tự sản xuất chưa nhiều, và mới chỉ phục vụ người xem Việt Nam. Để có người xem từ các nước có CPM cao hơn, YEG cần các nội dung mang tính toàn cầu và phi ngôn ngữ, ví dụ: phim giải trí cho trẻ em, dạy nấu ăn, clip hài, review

game... Theo đó, YEG đang hợp tác với chủ sở hữu của Something Big (Pháp) để sản xuất các nội dung hoạt hình cho trẻ em. Công ty cũng hợp tác với Viacom (Mỹ) để phân phối độc quyền các nội dung hoạt hình thương hiệu Nickelodeon trên YouTube và Facebook của YEG tại thị trường Việt Nam và Thái Lan.

Hình 9: YouTube và Facebook vẫn là 2 nền tảng thu hút nhiều ngân sách quảng cáo qua video nhất (% nội dung quảng cáo được phân bổ vào mỗi nền tảng)

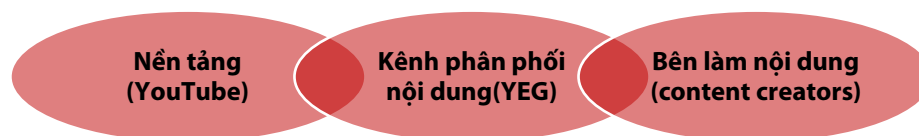
Hình 10: Thống kê CPM theo quốc gia



Nguồn: Wyzowl, The State of Video Marketing 2018 (Khảo sát trên 570 nhà quảng cáo)

Nguồn: YEG *CPM: tiền trả trên 1.000 lượt xem

Xa hơn, chúng tôi cho rằng YEG sẽ theo xu hướng chung trên thế giới; đó là M&A giữa Kênh phân phối nội dung và Bên làm nội dung. Sau M&A, đó sẽ là mô hình kinh doanh nội dung kỹ thuật số, với đa dạng các hoạt động từ sản xuất nội dung, phát triển tài năng và quảng cáo. Sở hữu nội dung của riêng mình và tận dụng mạng lưới đa nền tảng để đưa tới người dùng, đây là mô hình bền vững hơn là một MCN đơn thuần với nguồn thu phụ thuộc lớn vào các chính sách của YouTube.

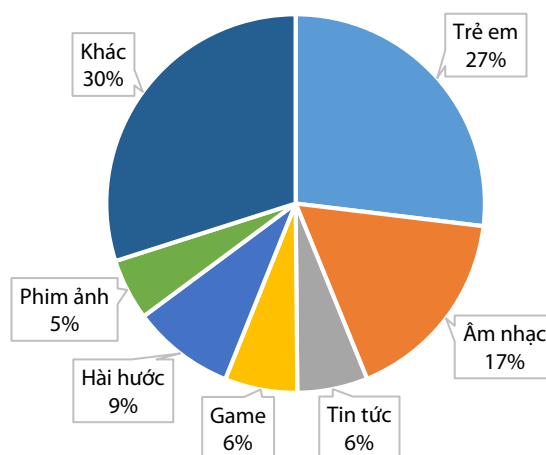


Các MCN trên thế giới đang phát triển mô hình “all in one” – Chủ động từ sản xuất nội dung/kênh trình chiếu/nền tảng

Trước mắt, YEG sẽ cung cấp nội dung YEG sở hữu/mua bản quyền cho các kênh YouTube có nhu cầu, đổi lại 50%-60% doanh thu quảng cáo từ đối tác – tỷ lệ cao hơn nhiều so với từ 5%-30% doanh thu theo mô hình MCN. Dù vậy, các nội dung YEG tự sản xuất hiện không quá nổi bật. Đối với các nội dung YEG mua bản quyền, chúng tôi nhận thấy đây đều là các thể loại đang thịnh hành và có nhu cầu lớn như âm nhạc, nội dung trẻ em (Hình 11). Tuy nhiên, trong bối cảnh số lượng nội dung trên thị trường là rất lớn, rất khó để đánh giá khả năng cạnh tranh của các nội dung này. Do đó, việc thương mại hóa các nội dung của YEG đạt hiệu quả đến đâu vẫn là một dấu hỏi.

Bên cạnh đó, việc YEG đầu tư sản xuất nội dung sẽ cần nhiều nguồn lực và thời gian để phát triển đội ngũ. Tóm lại, tiềm năng mảng YouTube đối với YEG vẫn còn, nhưng câu chuyện tăng trưởng hiện không thật sự rõ ràng.

Hình 11: Lượt xem YouTube theo thể loại nội dung (thống kê top 100 kênh lớn nhất Việt Nam) - YEG
tập trung mua/hợp tác sản xuất các nội dung phổ biến hiện nay như nội dung trẻ em, âm nhạc, phim ảnh.

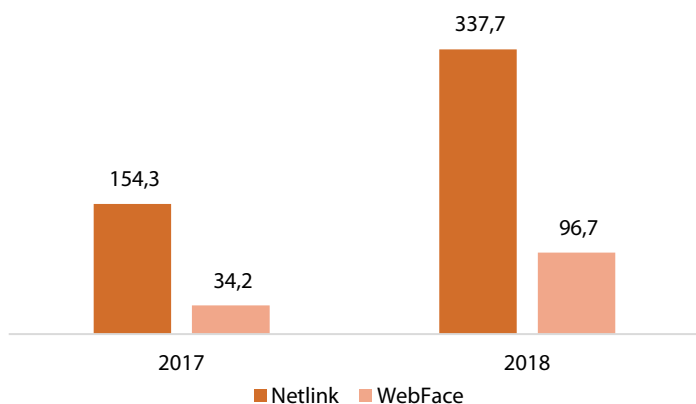


Nguồn: Socialblade, CTCK Rồng Việt

Mảng kinh doanh kỹ thuật số ngoài YouTube – chưa thể trở thành mũi nhọn tăng trưởng

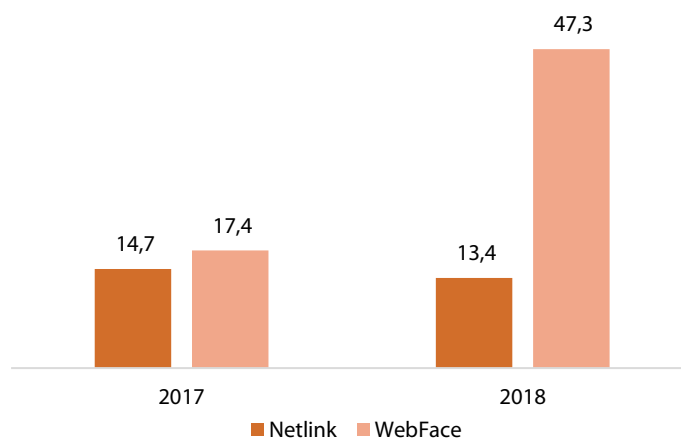
Mảng này bao gồm hoạt động kinh doanh quảng cáo trên các nền tảng kỹ thuật số ngoài YouTube là Google và Facebook. Đóng góp 26% doanh thu và 33% LNST cho công ty năm 2018.

Hình 12: Doanh thu mảng ngoài YouTube (tỷ đồng)



Nguồn: YEG

Hình 13: LNST mảng ngoài YouTube (tỷ đồng)

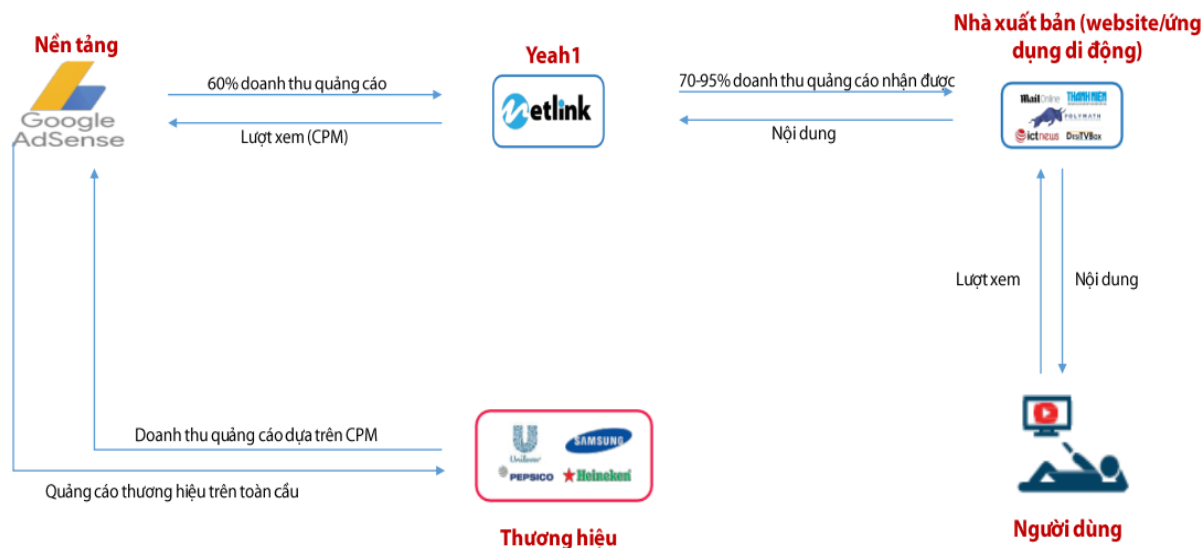


Nguồn: YEG

Netlink: Là một trong 35 nhà quản lý xuất bản đại diện cho Google (GCPP) trên toàn thế giới. Công ty hiện quản lý 1.300 đối tác là các nhà xuất bản (Publisher - website, ứng dụng di động) với 80% doanh thu đến từ thị trường nước ngoài.

Netlink thay nhà xuất bản quản lý các đơn vị quảng cáo là các banner được Google chèn vào, qua đó hưởng phần chia sẻ từ 5-30% doanh thu quảng cáo mà nhà xuất bản nhận được từ Google. Chức năng cơ bản của Netlink là giúp các nhà xuất bản tối đa hóa doanh thu quảng cáo bằng việc tư vấn vị trí đặt quảng cáo, hỗ trợ kỹ thuật, cảnh báo vi phạm nội dung. Xem chi tiết phụ lục 2.

Hình 14: Mô hình kinh doanh trên Google AdSense của Netlink



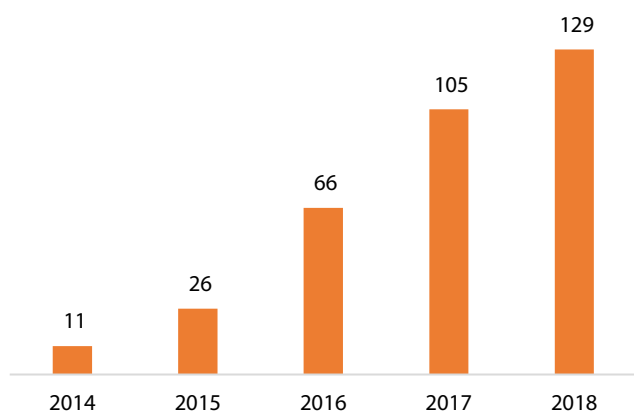
Nguồn: YEG

Tuy vậy, về mặt kỹ thuật, các nhà xuất bản đều có thể tự thực hiện các dịch vụ mà GCPP cung cấp, qua các công cụ sẵn có của Google. Dù thực tế vẫn có những nhà xuất bản lớn cần một GCPP để quản lý tối ưu, giá trị gia tăng mà GCPP đem đến là không nhiều.

Do dịch vụ không có nhiều khác biệt và cạnh tranh chủ yếu qua tỷ lệ chia sẻ doanh thu cùng thời gian thanh toán cho nhà xuất bản, tỷ lệ doanh thu giữ lại (tức lợi nhuận) của các GCPP là rất thấp. Tham khảo từ Geniee, 1 GCPP cùng hoạt động trong khu vực và có cơ sở tại Việt Nam, công ty này có doanh thu tăng trưởng liên tục trong các năm qua nhưng tỷ suất lợi nhuận rất mỏng và không ổn định (Hình 15 và 16).

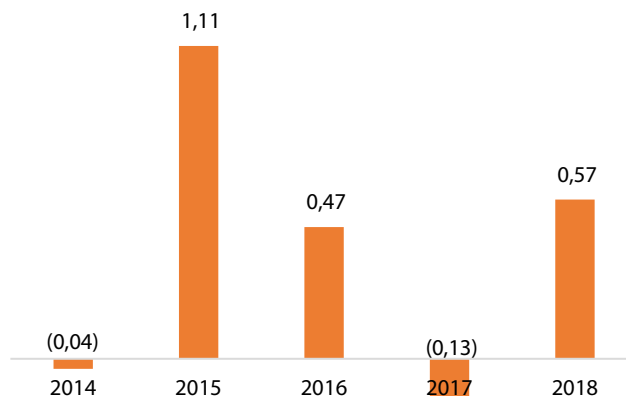
Để tiến ra thị trường nước ngoài, Netlink đang chấp nhận tỷ lệ chia sẻ doanh thu thấp để có thể thu hút các đối tác xuất bản. Do đó, tuy tạo ra 20% doanh thu nhưng Netlink chỉ đóng góp 7% lợi nhuận cho YEG trong năm 2018, một mức sinh lợi kém hấp dẫn.

Hình 15: Doanh thu Geniee (triệu USD)



Nguồn: Geniee

Hình 16: LNST của Geniee (triệu USD)



Nguồn: Geniee



WebFace: Đóng góp chỉ 6% doanh thu nhưng tới 26% lợi nhuận cho công ty. Khác với Netlink, WebFace kiếm tiền từ các website/Facebook fanpage của chính YEG hoặc YEG được ủy quyền quản lý toàn bộ nội dung.

Chức năng chính của Facebook trong mô hình này là tăng lượt truy cập vào các website. Cụ thể, người xem Facebook qua các nội dung và đường link trên fanpage sẽ được dẫn tới các website của YEG và đối tác, nơi công ty có thể tạo ra doanh thu quảng cáo. Ngoài ra, lượt xem trên Facebook cũng có thể tạo ra doanh thu quảng cáo từ công cụ Ad Breaks tuy nhiên đây là tính năng mới và còn chưa phổ biến.

Ngoài doanh thu quảng cáo từ Google và các nền tảng tương tự khác, các website/fanpage của YEG còn có nguồn thu từ quảng cáo trực tiếp cho khách hàng qua chèn banner, đăng bài và video quảng cáo trên website/Facebook.

*Về **Facebook**, tuy là nền tảng thu hút nhiều ngân sách quảng cáo trực tuyến thứ 2 thế giới, các công cụ kiếm tiền mà nền tảng này cung cấp cho người dùng còn hạn chế. Trong nỗ lực giành thị phần quảng cáo với YouTube, Facebook đang từng bước phát triển mô hình chia sẻ doanh thu quảng cáo với các nhà sáng tạo nội dung trên nền tảng của mình. **Ad Breaks** là chứng năng mới được Facebook áp dụng tại Việt Nam từ đầu năm 2019, cho phép người sáng tạo nội dung kiếm tiền thông qua phát các đoạn quảng cáo ngắn trong các video của mình (tương tự như AdSense của YouTube).*

Đây là mảng có biên lợi nhuận tốt nhất của YEG:

- So với Netlink, thay vì chỉ nhận phần doanh thu chia sẻ, YEG được nhận nguồn thu quảng cáo lớn hơn vì trực tiếp sở hữu/quản lý kênh.
- So với YouTube, chi phí nội dung cho WebFace là thấp hơn. Nội dung tự sản xuất, và mua quyền khai thác nguồn nội dung rất lớn và đa dạng từ Trung Quốc – thị trường hạn chế Google/Facebook.

Trong các năm tới, song song với phát triển nguồn nội dung hiện tại, YEG sẽ đẩy mạnh mua các nội dung cao cấp hơn, ví dụ như hợp đồng với Universal Music Group trong năm 2018. Qua việc bổ sung kho nội dung chất lượng, YEG có thể tăng lượt truy cập/tương tác để tăng doanh thu từ quảng cáo của các kênh sở hữu hiện tại.

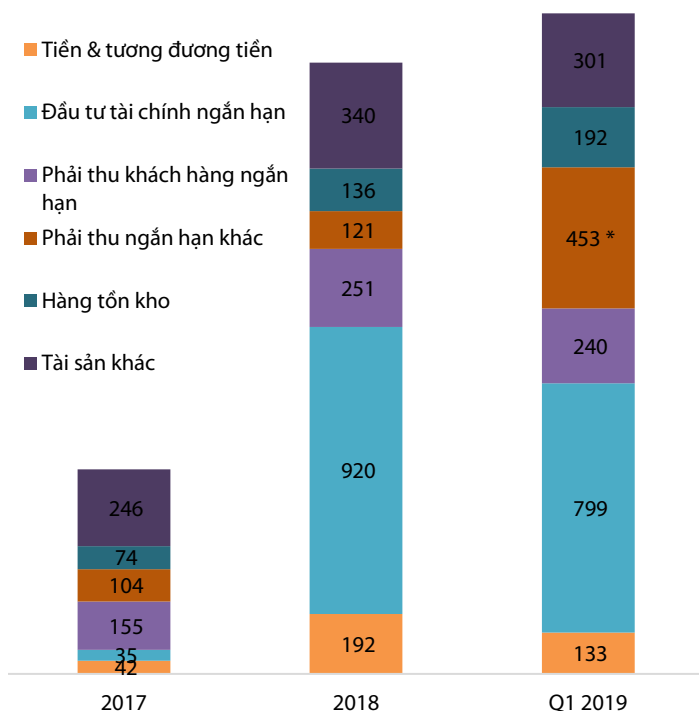
Dù vậy, các kênh tự sở hữu hiện tại chỉ có thể đạt đến 1 quy mô nhất định. Tăng trưởng của mảng này vẫn phụ thuộc lớn vào việc mở rộng lượng Facebook fanpage/website YEG sở hữu. Hiện công ty quản lý 69 Facebook fanpage (63 triệu người theo dõi), và trên 60 website (450 triệu lượt xem mỗi tháng). Con số này không nhiều. Không dễ để tạo lập được một kênh chất lượng, có lượt tương tác cao. Việc thành lập các trang mới còn gặp phải cạnh tranh lớn từ các đối thủ trong nước và quốc tế.

Chúng tôi cho rằng cần theo dõi diễn tiến của việc mở rộng này trước khi có thể kết luận liệu đây có thể là mũi nhọn tăng trưởng dài hạn cho YEG.

Tình hình tài chính

Ngày 21/8/2018, YEG phát hành riêng lẻ và thu về 1.173 tỷ đồng (trong khi vốn chủ trước đó là 333 tỷ). Đến ngày 15/3/2019 công ty mới sử dụng 368 tỷ đồng, phần lớn số tiền đã được dùng để mua ScaleLab (278 tỷ đồng). Thời điểm 31/3/2019, công ty có 932 tỷ đồng dưới dạng tài sản có thanh khoản cao: tiền mặt (133 tỷ), tiền gửi ngân hàng thời hạn dưới 1 năm (579 tỷ) và trái phiếu doanh nghiệp thời hạn 1 năm (220 tỷ). Do phát hành thêm, ROE của YEG cũng giảm mạnh từ 25% (2017) xuống 10,5% (2018). Tim phương án sử dụng hiệu quả lượng tiền mặt lớn hiện có và cải thiện tỷ suất sinh lợi cho cổ đông đang là bài toán cấp thiết của YEG.

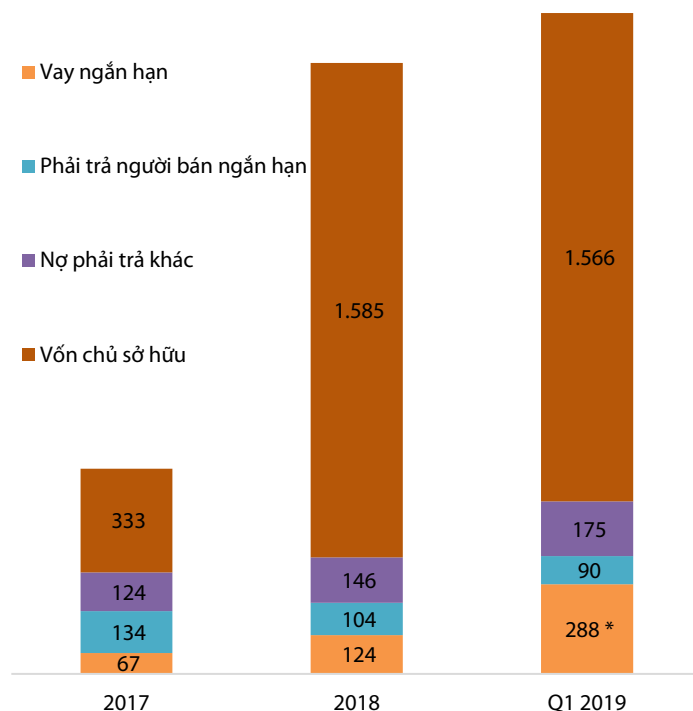
Hình 17: Cơ cấu tài sản (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC YEG

*YEG bán lại ScaleLab cho chủ cũ và ghi nhận 278 tỷ đồng khoản phải thu ngắn hạn

Hình 18: Cơ cấu nguồn vốn (tỷ đồng)



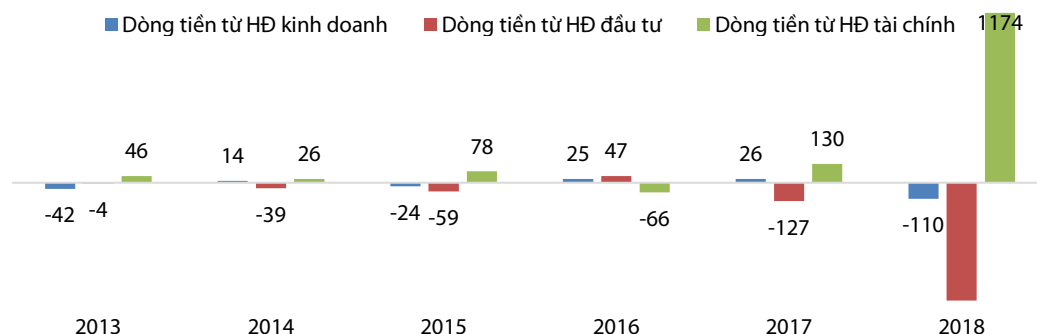
Nguồn: BCTC YEG

*YEG vay 10 triệu USD từ ngân hàng Shinhan Singapore với thời hạn 9 tháng để tài trợ thương vụ mua ScaleLab

Ngoài tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, khoản phải thu khách hàng chiếm một phần lớn trong cơ cấu tài sản của YEG do đặc thù ngành quảng cáo, thu công nợ từ khách hàng thường mất tới 3 tháng do việc đo rating, lượt xem, đánh giá hiệu quả của chiến dịch quảng cáo mất nhiều thời gian. Trong khi đó, YEG đang áp dụng chính sách thanh toán tiền nhanh cho đối tác để tăng sức cạnh tranh. Nhu cầu lớn về vốn lưu động khiến dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh âm mạnh trong năm 2018 (Hình 19). Thiếu vốn lưu động là vấn đề cố hữu trong mô hình trung gian (MCN và GCPP), YEG đang tài trợ nhu cầu này bằng vay nợ và vốn thu từ phát hành thêm.

Hàng tồn kho của YEG là chương trình truyền hình, phim đang sản xuất, bản quyền phim và chương trình kỹ thuật số đang đợi phát sóng. Số ngày tồn kho trung bình năm 2018 là 51 ngày, tăng nhẹ từ 46 ngày trong năm 2017.

Hình 19: Dòng tiền của YEG qua các năm



Nguồn: BCTC YEG

Quan điểm và khuyến nghị

Về mặt định giá, dù đã giảm 65% so với mức đỉnh, hiện P/E trượt của YEG là 23 lần, không hấp dẫn so với tăng trưởng dự phóng (Bảng 1 và 2). Chúng tôi cũng cho rằng đầu tư vào cổ phiếu YEG chỉ dành cho những nhà đầu tư thực sự am hiểu ngành nghề này, khi mà tiềm năng tăng trưởng dài hạn của YEG là chưa rõ ràng. Tuy tiềm năng của thị trường truyền thông kỹ thuật số là rất lớn, chỉ những doanh nghiệp có mô hình kinh doanh theo chiều sâu mới có thể hưởng lợi một cách bền vững. Giá trị đóng góp hạn chế của YEG cho các chủ kênh/nhà xuất bản, sự ràng buộc lỏng lẻo trong quan hệ giữa bên trung gian với nền tảng và nhà sáng tạo nội dung là những rủi ro của mô hình chia sẻ doanh thu hiện tại.

Trường hợp YEG giữ được mảng MCN, giá cổ phiếu có thể sẽ diễn biến tích cực. Dù vậy, những hạn chế kể trên là không đổi. Cơ hội đầu tư sẽ chỉ rõ ràng hơn khi công ty cho thấy năng lực trong việc sản xuất và thương mại hóa các nội dung của riêng mình, bên cạnh phát triển các kênh phân phối trong và ngoài YouTube/Google. Cho đến lúc đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu YEG.

Bảng 1: Dự phóng doanh thu (tỷ đồng)

	2017	2018	2019F	2020F
Tổng cộng	840	1.677	1.990	2.263
Tăng trưởng (%)		100%	19%	14%
Truyền thống	361	731	916	956
Truyền hình cáp	203	429	526	526
Sản xuất phim chiếu rạp	18	9	10	11
Đại lý quảng cáo	140	293	381	419
Kỹ thuật số - YouTube	290	511	422	409
YouTube MCN	239	309	133	63
Kênh của Yeah1	6	40	52	63
Kênh của đối tác	233	269	81	-
Quảng cáo trực tiếp và hđkd khác	51	201	289	347
Kỹ thuật số - ngoài YouTube	188	434	652	898
Netlink	154	337	507	709
WebFace	34	96	145	189

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Dự phóng LNST (tỷ đồng)

	2017	2018	2019F	2020F
Tổng cộng	82	163*	180**	234**
Tăng trưởng (%)		99%	11%	30%
Truyền thống	(0)	30	34	37
Truyền hình cáp	(19)	15	16	16
Sản xuất phim chiếu rạp	6	(2)	(1)	-
Đại lý quảng cáo	12	16	19	21
Kỹ thuật số - YouTube	50	90	100	112
YouTube MCN	39	38	25	22
Kênh của Yeah1	3	14	18	22
Kênh của đối tác	35	6*	7	-
Quảng cáo trực tiếp và hđkd khác	11	52	75	90
Kỹ thuật số - ngoài YouTube	32	60	86	113
Netlink	14	13	15	21
WebFace	17	47	71	92

Nguồn: CTCK Rồng Việt

* LNST từ kênh YouTube của đối tác đã điều chỉnh trích lập dự phòng cho khoản đầu tư vào SPRINGme (11,3 tỷ đồng) và phí thẩm định đầu tư cho ScaleLab (6,9 tỷ đồng).

**Trong Q1/2019 phát sinh 12 tỷ đồng chi phí one off liên quan tới chi phí thuê văn phòng mới và các chi phí liên quan dời văn phòng, tổ chức sự kiện, chi phí truyền thông liên quan đến sự cố MCN từ YouTube. Ngoài ra, YEG có mua bản quyền nội dung từ Nickelodeon và LadBible trong thời gian 3 năm (2019-2021) với giá trị hợp đồng là 28 tỷ đồng/năm, khoản chi phí này được trừ vào LNST của YEG trong cùng giai đoạn.

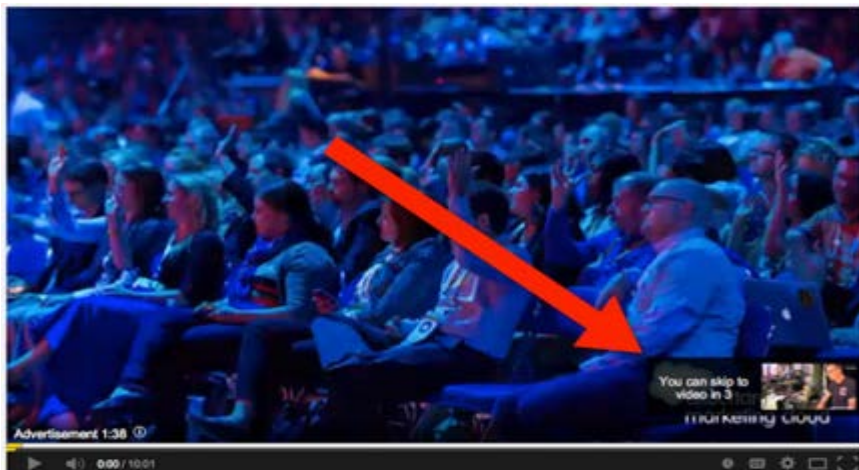
Phụ lục 1: Mô hình kiếm tiền từ quảng cáo trên YouTube

Các kênh YouTube sẽ được cho phép kiếm tiền bằng quảng cáo khi đạt yêu cầu về số giờ xem (4.000 giờ trong vòng 12 tháng trước) và số người theo dõi (1.000 người). Các đoạn quảng cáo (video/banner) sẽ được YouTube tự động chèn vào trước/giữa hoặc sau video. Một vài định dạng quảng cáo phổ biến:



Pre-roll ads: người xem buộc phải xem hết quảng cáo trước khi xem video. Độ dài quảng cáo tối đa là 30 giây.

Cơ chế thanh toán Pay-per-click: YouTube và chủ kênh sẽ nhận được tiền khi người xem click vào quảng cáo và được dẫn sang website của người quảng cáo.



In-Stream ads: người xem có thể lựa chọn bỏ qua quảng cáo sau 5 giây, do đó độ dài quảng cáo là không giới hạn.

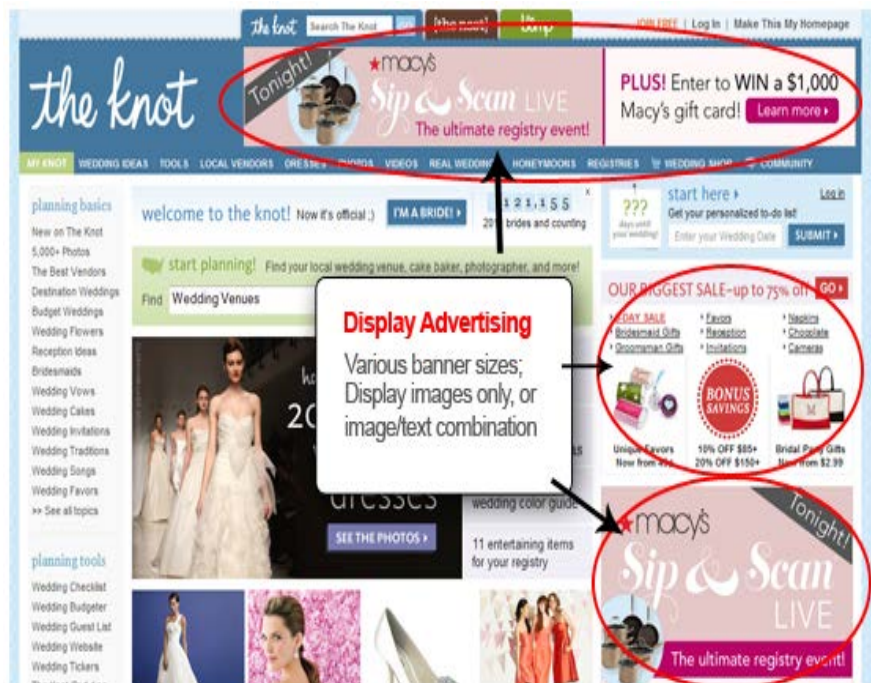
Cơ chế thanh toán Pay-per-view: YouTube và chủ kênh sẽ nhận được tiền khi người xem theo dõi đoạn quảng cáo đến giây thứ 30 (hoặc toàn bộ nếu quảng cáo ngắn hơn 30 giây).



In-video Overlay ads: quảng cáo dưới dạng banner được chèn vào trong video. Người xem có thể lựa chọn tắt banner hoặc click vào và được dẫn đến website của người quảng cáo.

Cơ chế thanh toán: Linh hoạt giữa Pay-per-click hoặc Pay-per-view.

Phụ lục 2: Mô hình kiếm tiền từ quảng cáo trên website (Netlink/Webface)



Quảng cáo dưới dạng các banner được chèn vào những không gian dành cho quảng cáo (ad inventory) trên các website.

Nguồn quảng cáo có thể là các ad network như Google AdSense, Amazon Associates, PopCash... hoặc trực tiếp từ người quảng cáo (nếu website đủ lớn và uy tín).

Cơ chế thanh toán: Pay-per-impression. Chủ website sẽ nhận tiền khi quảng cáo được hiển thị đến người xem, sau khi trừ phần chia sẻ doanh thu cho ad network và đối tác quản lý xuất bản (nếu có).

BÁO CÁO CẬP NHẬT NHANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Deputy Manager
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)
• Ngân hàng
• Thị trường

Nguyễn Đức Hiếu
Senior Analyst
hieu.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)
• Thị trường
• Dược phẩm
• Dịch vụ hàng không

Lại Đức Dương
Senior Analyst
duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)
• Bất động sản
• Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)
• Dầu khí
• Phân bón

Nguyễn Hà Trinh
Senior Analyst
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)
• Công nghệ
• Thép

Phan Nguyễn Thanh Sơn
Senior Analyst
son.pnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1519)
• Tiện ích công cộng
• Cao su tự nhiên

Vũ Anh Tú
Analyst
tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn
Analyst
son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1527)
• Thị trường
• Bán lẻ
• Công nghệ

Đỗ Thanh Tùng
Analyst
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Cảng biển
• Dịch vụ hàng không

Phạm Anh Thư
Analyst
thu.pa@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1520)
• Bất động sản khu công nghiệp
• Hạ tầng & BOT

Đặng Thị Phương Thảo
Analyst
thao.dtp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1529)
• Thực phẩm & Đồ uống
• Dệt may

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Bảo hiểm
• Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst
anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Ngân hàng

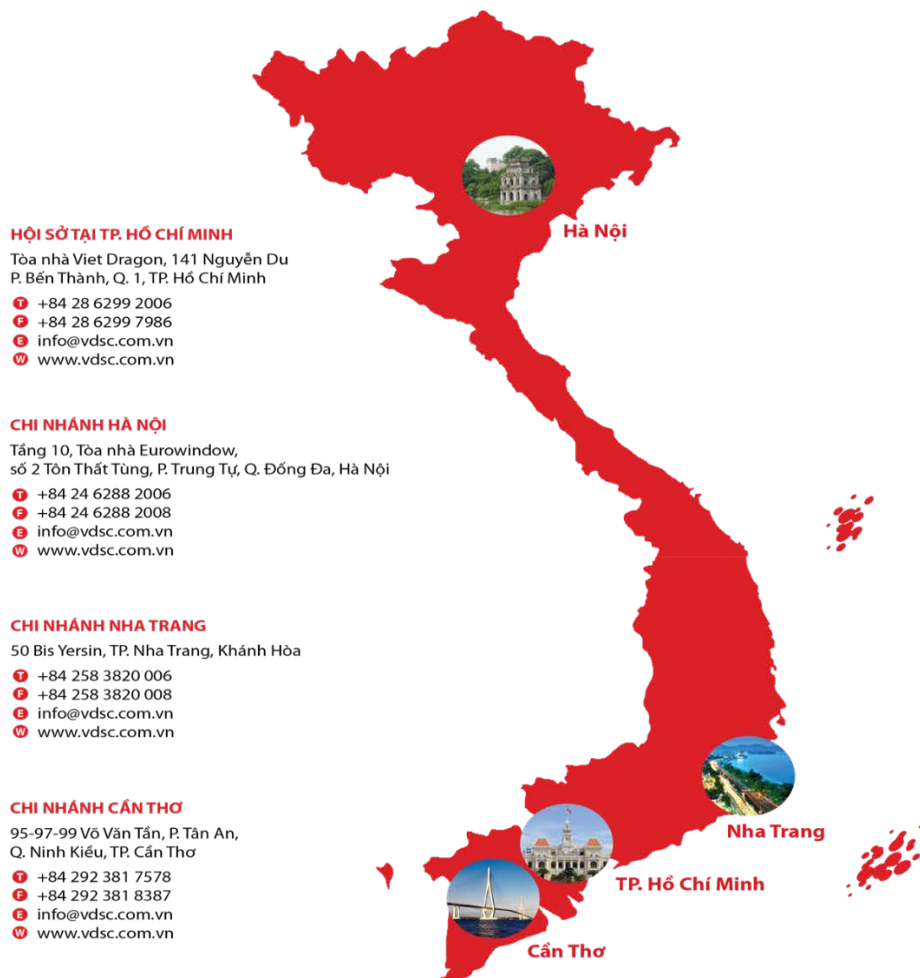
Nguyễn Thị Khánh Vy
Analyst
vy.ntk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)
• Ô tô & Phụ tùng

Lê Xuân Trinh
Analyst
trinh.lx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
• Công nghiệp
• Nông được

Nguyễn Tiến Hoàng
Analyst
hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2019.**