

CTCP Thế giới Số (DGW)

Trung lập (từ Khả quan)

Dịch vụ tiêu dùng

Giá hiện tại	VND43.800
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND52.640/35.780
Giá mục tiêu	VND48.600
Giá mục tiêu trước đó	VND52.300
Consensus	0,5%
Tiềm năng tăng giá	11,0%
Tỷ suất cổ tức	2,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	13,7%

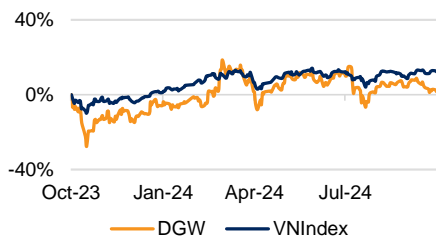
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tr USD)	359,9
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	2,4
Sở hữu NN (tr USD)	91,9
Số CP lưu hành (tr)	217,2
Số CP sau pha loãng (tr)	217,2

	DGW	Peers	VNI
P/E trượt	23,1x	37,5x	13,9x
P/B hiện tại	3,3x	3,4x	1,7x
ROA	5,4%	1,5%	2,5%
ROE	14,4%	8,0%	14,6%

* dữ liệu ngày 11/11/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
DGW	-4,9	1,9	21,4
Tương quan VNIndex	-0,8	3,6	16,6

Cơ cấu sở hữu

Created Future Co.,Ltd.	32,0%
Others	68,0%

Tổng quan doanh nghiệp

DGW là công ty phân phối các sản phẩm CNTT, thiết bị văn phòng và hàng tiêu dùng. Công ty đang hợp tác với các thương hiệu nổi tiếng toàn cầu với hơn 30 thương hiệu, trong đó có những cái tên đáng chú ý như Xiaomi, Apple, HP, Asus, Logitech,...

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Lợi nhuận tăng trưởng trên mức nền thấp

- Duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 11%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 7,1% khi giá cổ phiếu đã giảm 11,1% so với thời điểm ra báo cáo trước đó.
- Giá mục tiêu giảm do điều chỉnh dự phóng EPS 2024-25 và giả định WACC.
- DGW đang giao dịch ở mức P/E 23,1x – phù hợp với dự phóng của chúng tôi về mức tăng trưởng lợi nhuận 2025-26 là 23,8%/năm khi nhu cầu tiêu dùng hồi phục.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu Q3/24 tăng 15% svck đạt 6.226 tỷ đồng, cao hơn 24,3% so với quý trước.
- Hai mảng chính, laptop & máy tính bảng và điện thoại di động, có DT tăng 1,3%/25,7% svck. Các mảng khác như thiết bị văn phòng, thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng tăng trưởng lần lượt 26,9%/35,0%/15,2% svck.
- Biên LN gộp cải thiện 2,6đ % svck trong Q3/24 nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm, trong đó các sản phẩm có biên LN gộp cao như thiết bị văn phòng và thiết bị gia dụng chiếm tỷ trọng lớn hơn trong doanh thu của DGW.

Luận điểm đầu tư

Chu kỳ thay mới sản phẩm mới thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng ICT

Chúng tôi cho rằng chu kỳ thay thế các sản phẩm ICT sẽ diễn ra trong Q4/24-6T25 (ba năm từ khi nhu cầu về các sản phẩm ICT tăng đáng kể sau Covid-19). Trong khi nhu cầu thay mới điện thoại di động được thúc đẩy nhờ các sản phẩm mới ra mắt như iPhone 16, chúng tôi cho rằng nhu cầu thay mới máy tính xách tay sẽ được thúc đẩy khi các sản phẩm tích hợp AI trở nên phổ biến và Microsoft ngừng hỗ trợ Windows 10 vào T10/2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng ICT tăng 13,3%/11,1% svck trong 2024-25.

Mở rộng danh mục sản phẩm thúc đẩy tăng trưởng doanh thu các mảng khác

Trong 2024, DGW ra mắt sản phẩm mới trong từng mảng như 1) thêm thiết bị bảo hộ vào mảng thiết bị văn phòng của công ty thông qua việc M&A với Achison; 2) Thiết bị gia dụng: Westling House, và máy điều hòa không khí, tủ lạnh Xiaomi; 3) hàng tiêu dùng: nước giải khát Lotte Chilsung, sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình Mitsuei, và bánh gạo Younger Farm. Chúng tôi cho rằng những sản phẩm mới này là động lực thúc đẩy tăng trưởng DT các mảng khác của DGW với mức tăng 30,6%/14,2% svck trong 2024-25.

Thay đổi cơ cấu danh mục sản phẩm giúp cải thiện biên LN gộp

Trong 9T24, biên LN gộp tăng 1,5đ% svck nhờ đóng góp lớn hơn từ mảng thiết bị văn phòng vào tổng DT. Theo ước tính, sản phẩm thiết bị văn phòng và gia dụng có biên LN gộp cao hơn các sản phẩm ICT. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ mảng thiết bị văn phòng và gia dụng vào DT tăng từ 16%/3,9% trong 2023 lên 19,5%/4,3% trong 2025, kéo theo biên LN gộp tăng 0,3đ %/0,1đ % svck trong 2024-25.

Lợi nhuận sụt giảm đẩy chỉ số P/E vào vùng định giá cao

Dù được dự phóng tăng 22,6% svck trong 2024, lợi nhuận ròng của DGW vẫn ở mức thấp hơn 34,7% so với giai đoạn 2021-22 ở mức 658 tỷ đồng/684 tỷ đồng. Do đó, mức P/E 23,1x vẫn cao hơn so với mức trung bình trong 2021-22 (16,9x/12,5x).

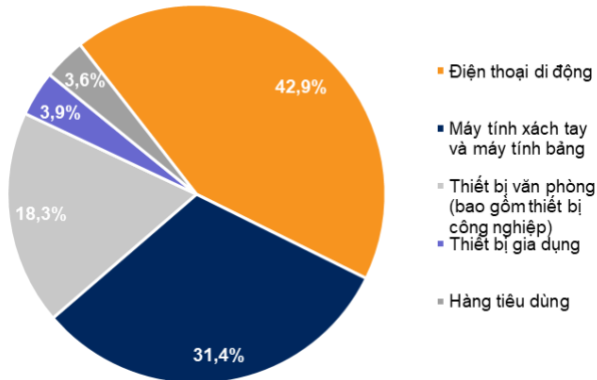
	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(14,7%)	15,7%	11,9%	8,9%
Tăng trưởng EPS	(49,6%)	(5,5%)	25,0%	22,6%
Biên lợi nhuận gộp	8,3%	8,8%	8,9%	9,1%
Biên LN ròng	1,9%	2,0%	2,3%	2,6%
P/E (x)	20,4	21,6	17,3	14,1
Rolling P/B (x)	2,9	2,8	2,4	2,1
ROAE	14,0%	12,6%	13,6%	14,4%
Nợ ròng trên VCSH	33,5%	6,9%	(4,5%)	(10,3%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

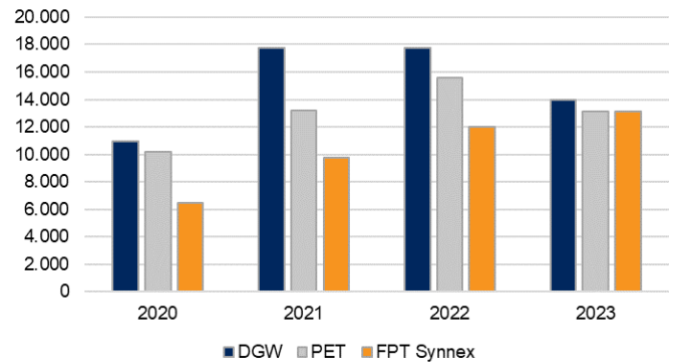
DGW là công ty phân phối được thành lập năm 1997 và niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM từ 2015. Hiện tại, DGW đang phân phối các sản phẩm thuộc lĩnh vực CNTT (laptop & máy tính bảng, điện thoại di động), thiết bị văn phòng, hàng tiêu dùng với các thương hiệu lớn trên toàn cầu và mở rộng sang lĩnh vực thiết bị công nghiệp sau M&A với Achison. DGW hiện phân phối sản phẩm từ hơn 30 thương hiệu, như Xiaomi và Apple ở mảng điện thoại, HP & Asus ở mảng Laptop & máy tính bảng hay Logitech ở mảng thiết bị văn phòng.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của DGW theo các mảng kinh doanh trong 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: DGW dẫn đầu về phân phối sản phẩm CNTT tại Việt Nam tính theo doanh thu.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

DGW cung cấp dịch vụ hoàn thiện và chất lượng hơn các nhà phân phối cùng ngành như PET, FPT Synnex trong mảng cung cấp dịch vụ phân phối bằng các dịch vụ bổ sung bao gồm phân tích thị trường, dự báo và xây dựng thương hiệu và dịch vụ chiến lược phát triển tại Việt Nam.

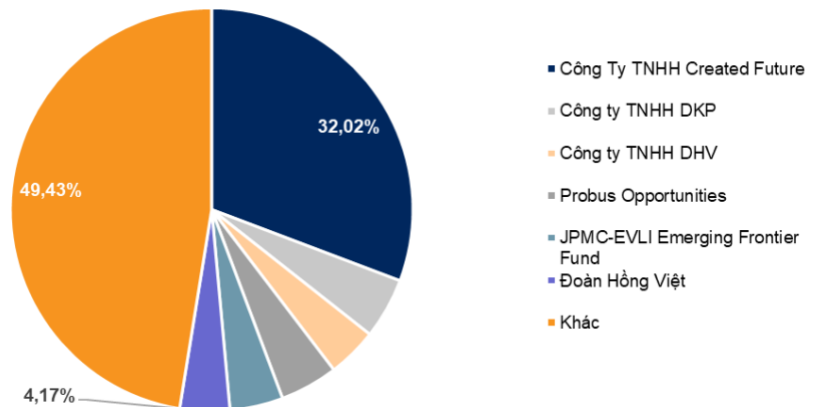
Hình 3: Dịch vụ mở rộng phát triển thị trường của DGW - MES



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chủ tịch HĐQT Đoàn Hồng Việt là người đứng đầu DGW kể từ khi thành lập và vẫn là cổ đông lớn nhất của công ty. Đội ngũ quản lý sở hữu hơn 45% DGW (gồm cả cổ phần do Created Future Co., Ltd nắm giữ, thuộc về chủ tịch từ 2014)

Hình 4: Cơ cấu cổ đông của DGW (tại cuối năm 2023)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Chi phí quảng cáo tạo áp lực lên lợi nhuận

Hình 5: Cập nhật KQKD Q3/24

Tỷ đồng	Q3/24	% svck	9T24	% svck	9T23/2023	9T24/2024
Doanh thu	6.226	15,0%	16.219	16,1%	74,2%	70,7%
Laptop và máy tính bảng	2.428	1,3%	5.135	6,2%	81,9%	82,8%
Điện thoại di động	2.230	25,7%	6.893	17,6%	72,7%	68,5%
Thiết bị văn phòng	1.151	26,9%	3.019	30,3%	76,7%	65,3%
Thiết bị gia dụng	220	35,0%	629	27,3%	67,9%	61,7%
Hàng tiêu dùng	197	15,2%	543	17,8%	68,3%	53,6%
Lợi nhuận gộp	602	56,4%	1.448	39,4%	66,6%	73,2%
Chi phí BH&QLDN	494	88,8%	1.107	56,5%	61,9%	82,2%
LN tài chính	48	475,4%	40	118,9%	32,4%	82,7%
LN trước thuế	148	10,7%	380	7,9%	74,9%	56,2%
LN ròng	122	18,9%	304	14,6%	73,0%	56,1%
Biên LN gộp	9,7%	2,6đ %	8,9%	1,5đ %	-0,9đ %	0,3đ %
Biên LN ròng	2,0%	0,1đ %	1,9%	0,0đ %	0,0đ %	-0,5đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong Q3/24

Doanh thu Q3/24 tăng 15,0% svck, đạt 6.226 tỷ đồng, cao hơn 24,3% so với Q2/24. Chúng tôi cho rằng kết quả này đến từ:

- DT mảng laptop và máy tính bảng tăng 1,3% svck, đạt 2.428 tỷ đồng, thấp hơn dự phóng của chúng tôi. Thu nhập người tiêu dùng cải thiện chậm cũng như nhu cầu về các sản phẩm không thiết yếu chưa phục hồi đã ảnh hưởng đến nhu cầu thay thế laptop.
- DT mảng điện thoại di động tăng vọt 25,7% svck, đạt 2.230 tỷ đồng, nhờ doanh số mạnh mẽ từ các mẫu điện thoại mới của Xiaomi cùng với sự kiện ra mắt iPhone16.
- DT mảng thiết bị văn phòng tăng 26,9% svck, đạt 1.151 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào các sản phẩm máy tính cá nhân: máy tính để bàn, màn hình, máy chủ, máy in và thiết bị mạng.
- DT mảng thiết bị gia dụng/hàng tiêu dùng tăng 35,0% và 15,2% svck, đạt 220 tỷ đồng và 197 tỷ đồng nhờ vào việc mở rộng danh mục sản phẩm cung cấp ra thị trường.

Trong 9T24, DGW ghi nhận tăng trưởng doanh thu 16,1% svck, đạt 16.219 tỷ đồng, hoàn thành 70,7% dự báo cả năm của chúng tôi.

Chi phí SG&A tiếp tục gây áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận

Trong Q3/24, chi phí SG&A tăng mạnh 88,8% svck, chiếm 7,9% tổng doanh thu – cao hơn mức 4,8% trong Q3/23. Nguyên nhân chủ yếu đến từ chi phí quảng cáo và khuyến mại tăng 123,6% svck. Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh nhu cầu đối với các sản phẩm không thiết yếu chưa hồi phục, công ty đang nỗ lực thúc đẩy tiêu dùng thông qua các chương trình khuyến mại.

Trong khi đó, thu nhập tài chính ròng tăng gấp 6 lần svck, chủ yếu nhờ vào lãi tỉ giá, điều này đã hoàn toàn bù đắp cho EBIT giảm 12% svck. Nhờ đó, LN ròng tăng 18,9% svck, đạt 122 tỷ đồng trong Q3/24.

Hình 6: Bảng cân đối kế toán Q3/24

Tỷ đồng	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Tiền mặt	1.562	1.450	833	834	1.177
Số ngày phải thu	38	40	37	42	37
Số ngày tồn kho	43	55	58	58	46
Số ngày phải trả	25	32	26	27	27
Chi phí tài sản cố định	(6)	(6)	0	(26)	(40)
Khấu hao	10	13	13	13	14
Tài sản cố định	111	131	128	125	161
Nợ / vốn chủ sở hữu	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiền mặt của DGW đang có dấu hiệu bật tăng trở lại vào Q3/24. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong các quý tới khi doanh thu và lợi nhuận của DGW cải thiện trong khi công ty chưa có kế hoạch về chi phí tài sản cố định.

Triển vọng 2024-25

Thay đổi dự phóng 2024-25

Hình 7: Thay đổi dự phóng 2024-25 (tỷ đồng)

	2023	Cũ		Mới		% svck		Chú thích
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Doanh thu	18.817	22.932	26.680	21.764	24.364	15,7%	11,9%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu xuống 5,1%/8,7% so với báo cáo trước đó do nhu cầu yếu hơn dự kiến trong 9T24.
Máy tính xách tay & Máy tính	5.905	6.204	6.614	6.144	6.505	4,0%	5,9%	
Điện thoại di động	8.067	10.070	11.631	9.693	11.093	20,2%	14,5%	
Thiết bị văn phòng	3.021	4.626	5.488	4.244	4.745	40,5%	11,8%	
Thiết bị gia dụng	728	1.020	1.427	874	1.049	20,0%	20,0%	
Hàng tiêu dùng	675	1.013	1.519	810	972	20,0%	20,0%	
LN gộp	1.560	1.977	2.361	1.905	2.169	22,1%	13,8%	
Biên LN gộp	8,3%	8,6%	8,9%	8,8%	8,9%	0,5 điểm %	0,1 điểm %	
Thu nhập tài chính ròng	55,2	48,2	55,1	50,1	56,0	-9,3%	11,9%	Chúng tôi nâng dự phóng thu nhập tài chính ròng lên 4% so với báo cáo trước đó nhằm phù hợp với số liệu 9T24.
Chi phí bán hàng	944	1.108	1.289	1.171	1.274	24,1%	8,8%	
Chi phí QLDN	198	241	280	229	256	15,2%	11,9%	
Chi phí BH&QLDN	1.142	1.348	1.569	1.399	1.530	22,5%	9,3%	
Chi phí bán hàng/Doanh thu	5,0%	4,8%	4,8%	5,4%	5,2%	-0,4 điểm %	0,2 điểm %	
Chi phí QLDN/Doanh thu	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	0,0 điểm %	0,0 điểm %	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	6,1%	5,9%	5,9%	6,4%	6,3%	-0,4 điểm %	0,2 điểm %	Chúng tôi nâng dự phóng % chi phí BH&QLDN/doanh thu lên 0,6 điểm %/0,4 điểm % so với dự phóng trước đó do khoản chi phí bất thường trong Q3/24 liên quan đến hoạt động quảng cáo và khuyến mại của công ty.
Lợi nhuận trước thuế	471	676	848	555	695	18,0%	25,1%	
Lợi nhuận ròng	363	541	678	445	556	22,6%	25,0%	
Biên lợi nhuận ròng	1,9%	2,4%	2,5%	2,0%	2,3%	0,1 điểm %	0,2 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lợi nhuận ròng duy trì tăng trưởng hai chữ số trong 2025

Chu kỳ thay mới điện thoại di động & laptop thúc đẩy tăng trưởng DT

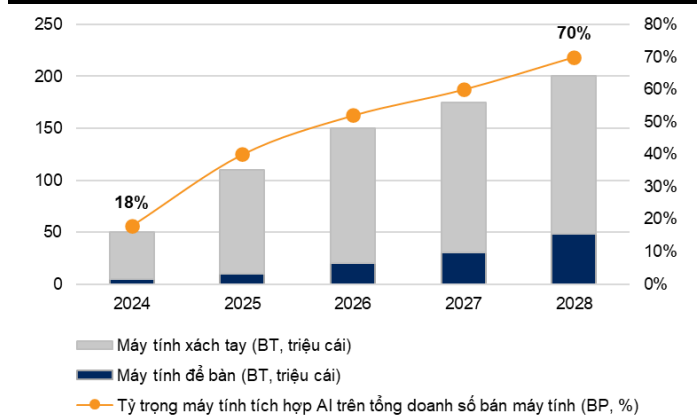
Chúng tôi kì vọng doanh thu từ laptop tăng 4,0%/5,9% svck trong 2024-25 nhờ nhu cầu lớn hơn cho laptop và PC

- Chúng tôi dự phóng chu kỳ thay mới laptop và máy tính sẽ diễn ra trong Q4/24-6T25 (ba năm từ sau khi nhu cầu mua laptop tăng đáng kể sau Covid-19).
- Các thế hệ laptop và PC mới tích hợp AI được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu thay thế sản phẩm trong thời gian tới. Những thiết bị này mang lại nhiều tiện ích mới, gồm thời gian phản hồi nhanh hơn, bảo mật cao hơn, xử lý dữ liệu quy mô lớn hiệu quả hơn, và khả năng sử dụng trợ lý AI mà không cần kết nối internet. Do đó, PC và laptop tích hợp AI ngày càng được người tiêu dùng ưa chuộng. Theo Counterpoint Research, lượng laptop tích hợp AI xuất xưởng toàn cầu sẽ tăng trưởng 59%/năm trong 2023-27. Hơn nữa, Canalys dự báo rằng khoảng 48 triệu PC tích hợp AI sẽ được xuất xưởng trên toàn thế giới trong 2024, chiếm 18% tổng lượng PC xuất xưởng. Con số này được dự kiến sẽ vượt 150 triệu trong 2025, chiếm 40% tổng lượng máy tính xuất xưởng. Đến 2028, Canalys dự báo rằng các nhà cung cấp sẽ xuất xưởng 205 triệu PC có tích hợp AI, với tốc độ tăng trưởng kép là 44% trong 2024-28.
- Microsoft đã chính thức thông báo rằng họ sẽ ngừng hỗ trợ Windows 10 vào ngày 14/10/2025, đánh dấu sự kết thúc của các bản cập nhật bảo mật và dịch vụ hỗ trợ. Theo khảo sát của Steam, Windows 11 chỉ chiếm 37% hệ điều hành, thấp hơn so với Windows 10 là 60%. Do đó, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ có xu hướng thay thế/nâng cấp

laptop, PC vào năm 2025 do Microsoft chỉ hỗ trợ cài đặt Windows 11 trên các dòng CPU hiện đại, bao gồm Intel thế hệ thứ 8 và các dòng tương đương hoặc cao hơn.

- DGW sẽ chính thức phân phối laptop gaming của MSI, một thương hiệu nắm giữ 18% thị phần trong thị trường laptop gaming. Chúng tôi tin việc phân phối các dòng sản phẩm mới phù hợp với chiến lược của công ty nhằm tạo động lực tăng trưởng DT của từng phân khúc.

Hình 8: Máy tính tích hợp AI sẽ chiếm 75% tổng doanh số bán máy tính vào năm 2027



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CANALYS

Hình 9: Nhu cầu nhập khẩu máy tính xách tay tại Việt Nam tăng 17,8% svck trong Q3/24 (đơn vị: % svck)

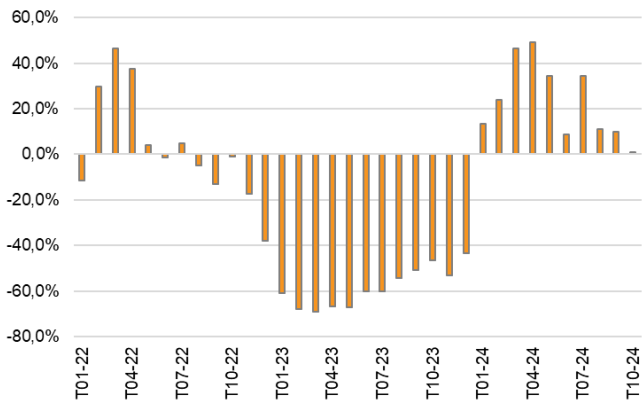


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Trong khi đó, chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu thay thế điện thoại mới sẽ thúc đẩy DT từ điện thoại di động tăng 20,2%/14,5% svck 2024-25 nhờ:

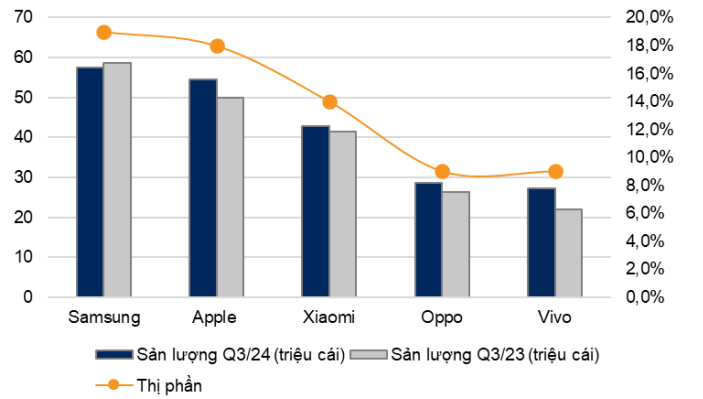
- Nhu cầu nhập khẩu điện thoại tăng 17,3% svck trong Q3/24 (theo dữ liệu Tổng cục Thống kê), thấp hơn 52% so với T8/2021, trong giai đoạn nhu cầu thay mới điện thoại di động diễn ra trước đó. Trong khi chúng tôi duy trì giả định chu kỳ thay mới điện thoại di động sẽ diễn ra trong nửa cuối 2024-6T25, chúng tôi cho rằng nhu cầu thay mới điện thoại di động sẽ thấp hơn giai đoạn trước (Q4/21-Q1/22) khi người tiêu dùng vẫn thận trọng trong việc chi tiêu các mặt hàng không thiết yếu. Chúng tôi nhận thấy rằng phân khúc điện thoại tầm trung tăng trưởng tốt hơn trong bối cảnh người tiêu dùng vẫn duy trì sự thận trọng trong chi tiêu. Trong Q3/24, lượng điện thoại xuất xưởng của Xiaomi tiếp tục phục hồi với mức tăng 3% svck, trong khi lượng xuất xưởng điện thoại của Vivo và Oppo tăng 23,6%/8,3% svck. Hiện tại, các sản phẩm của Xiaomi đóng góp 60% vào DT phân khúc điện thoại di động. Chúng tôi kỳ vọng DT từ điện thoại Xiaomi sẽ tiếp tục tăng nhờ giá bán thấp hơn so với các dòng sản phẩm khác, phù hợp với phân khúc khách hàng tầm trung và thu nhập thấp.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng sản phẩm mới - iPhone 16 sẽ thúc đẩy DT từ Apple. Theo số liệu thống kê từ Apple, trong ngày đầu tiên ra mắt dòng iPhone 16, gần 40.000 thiết bị đã được giao cho khách hàng tại Việt Nam, với DT gần 1.200 tỷ đồng (cao hơn 20% so với iPhone 15). Hiện tại, các sản phẩm của Apple đóng góp 30% vào DT phân khúc điện thoại di động.

Hình 10: Nhu cầu nhập khẩu điện thoại tại Việt Nam tăng trong 9T24 (đơn vị: % svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Hình 11: Sản lượng điện thoại xuất xưởng trong Q3/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IDC

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc mở rộng danh mục sản phẩm sẽ thúc đẩy tăng trưởng DT các mảng khác. Việc tìm kiếm và phân phối các thương hiệu mới cũng như thâm nhập các ngành hàng mới là chiến lược phát triển theo chiều ngang của DGW. Do đó, mỗi quý, luôn có sản phẩm và thương hiệu mới trong danh mục sản phẩm của DGW. Trong 2024, DGW ra mắt sản phẩm mới trong từng mảng như 1) thêm thiết bị bảo hộ vào mảng thiết bị văn phòng của công ty thông qua việc M&A với Achison; 2) Thiết bị gia dụng: Westling House, và máy điều hòa không khí, tủ lạnh Xiaomi; 3) hàng tiêu dùng: nước giải khát Lotte Chilsung, sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình Mitsuei, và bánh gạo Younger Farm. Chúng tôi cho rằng những sản phẩm mới này là động lực thúc đẩy tăng trưởng DT các mảng khác của DGW với mức tăng 30,6%/14,2% svck trong 2024-25.

Trong khi đó, ban lãnh đạo cho rằng nền tảng thương mại điện tử mới nổi Temu sẽ không cạnh tranh với DGW. Temu bán các sản phẩm với mức giá thấp nhằm cạnh tranh trực tiếp với các nhà bán lẻ trực tuyến. Thương hiệu này tập trung vào các sản phẩm có giá trị dưới 1 triệu đồng và được miễn thuế, tạo áp lực lên các sàn thương mại điện tử. Tuy nhiên, các nhà bán lẻ truyền thống với cửa hàng vật lý không bị ảnh hưởng đáng kể bởi Temu, vì các sản phẩm mà Temu phân phối chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu của họ. Các sản phẩm yêu cầu bảo hành và có giá trị cao hơn, như các sản phẩm được phân phối bởi DGW, sẽ không bị ảnh hưởng bởi Temu.

Thay đổi cơ cấu danh mục sản phẩm giúp cải thiện biên LN gộp

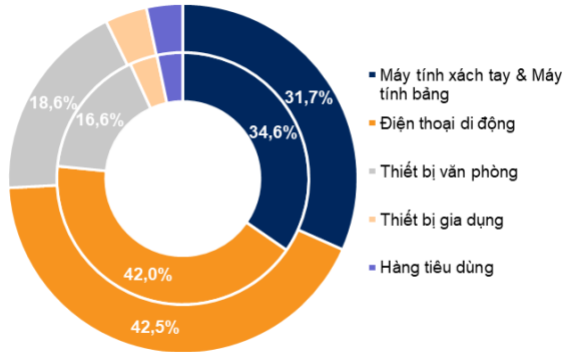
Trong 9T24, biên lợi nhuận gộp của DGW cải thiện 1,5 điểm % svck, chủ yếu nhờ tỷ trọng các sản phẩm thiết bị văn phòng (có biên lợi nhuận gộp cao) đóng góp vào tổng doanh thu tăng từ 16,6% trong 9M23 lên 18,6% trong 9M24. Ban lãnh đạo kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục cải thiện, hỗ trợ lợi nhuận ròng tăng trưởng 67% svck trong Q4/24. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp trong quý 4 sẽ ở mức thấp nhất trong năm do các yếu tố mùa vụ.

DGW đang mở rộng danh mục sản phẩm thông qua các thương vụ M&A, như thiết bị văn phòng (Achison) và dịch vụ hậu mãi (B2X). Theo thông tin từ ban lãnh đạo, tỷ trọng các sản phẩm CNTT (bao gồm điện thoại di động và máy tính xách tay) trong tổng doanh thu sẽ giảm dần trong 5 năm tới. Dự phóng trong năm 2024-25, tỷ trọng các sản phẩm thiết bị văn phòng và đồ gia dụng trong tổng doanh thu sẽ tăng lên lần lượt là 19,5% và 4,3%, từ mức 16% và 3,9% trong năm 2023, kếp theo biên LN gộp tăng 0,3 điểm /0,1 điểm %.

Chi phí bán hàng và quản lý vẫn ở mức cao trong Q3/24 nhằm thúc đẩy doanh thu và phát triển kênh HORECA cho ABInBev. Đây là chi phí bất thường để phát

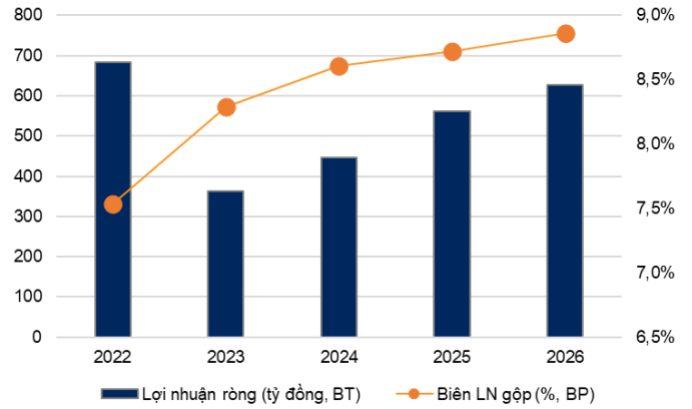
triển kênh phân phối và sẽ được hãng hoàn lại trong các quý tới. Chúng tôi sẽ cập nhật yếu tố này vào mô hình dự phóng khi công ty công bố thêm thông tin chi tiết. Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng tăng trưởng 22,6% svck trong năm 2024 đạt 445 tỷ đồng và 25,0% svck trong 2025 đạt 556 tỷ đồng.

Hình 12: Cơ cấu doanh thu DGW theo từng mảng trong 9T24



Vòng trong trong: 9T23 – Vòng tròn ngoài: 9T24
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng LN tăng 22,6%/25% svck trong 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 48.600 đồng

Duy trì khuyến nghị Trung lập với cổ phiếu DGW trong khi giá cổ phiếu đã giảm 11,1% kể từ thời điểm ra báo cáo trước đó. Chúng tôi đưa ra định giá dựa trên kết hợp tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp DCF và P/E.

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 7,1% do 1) điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2024-25 xuống 17,9%/18,0%, 2) điều chỉnh giảm giả định WACC từ 9,4% xuống 8,7% do chúng tôi điều chỉnh giả định lãi suất phi rủi ro từ 2,63% lên 2,66% và phần bù rủi ro thị trường từ 9,0% xuống 7,8% và 3) áp dụng P/E mục tiêu là 21,5x cho EPS 2024-25, theo số trung vị các doanh nghiệp cùng ngành.

Hình 14: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	48.681	50%	24.340
Phương pháp P/E mục tiêu	48.454	50%	24.227
Giá trung bình			48.567
P/E ước tính 2025 (theo giá mục tiêu)			19,4
Giá mục tiêu			48.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS (tỷ đồng)	490
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	217,3
EPS (đồng)	2.254
P/E mục tiêu	21,5
Giá mục tiêu (đồng)	48.454

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Các giả định DCF

Các giả định	
Beta	1,1
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Chi phí vốn	11,2%
Chi phí nợ	6,0%
Thuế TNDN	20,0%
WACC	8,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giá mục tiêu DCF

Phương pháp chiết khấu dòng tiền		Đơn vị
Giá trị hiện tại của FCFF (tỷ đồng)	4.016	tỷ đồng
Giá trị hiện tại năm cuối (tỷ đồng)	7.428	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	11.443	tỷ đồng
Tổng nợ (tỷ đồng)	1.450	tỷ đồng
Tiền và các khoản tương đương tiền (tỷ đồng)	2.321	tỷ đồng
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	10.580	tỷ đồng
Cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	217,3	tỷ đồng
Giá cổ phiếu(đồng)	48.681	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá DCF – Chiết khấu dòng tiền tự do (đơn vị: tỷ đồng)

	Q4/24	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT	125	639	797	869	1.014	1.168	1.058	1.162
Thuế	(39)	(139)	(170)	(186)	(216)	(248)	(227)	(249)
Khấu hao	18	64	73	85	101	121	148	183
Chi phí vốn	(28)	(82)	(97)	(115)	(139)	(172)	(211)	(265)
Thay đổi vốn lưu động	266	150	(58)	(25)	(1)	18	56	85
Dòng tiền tự do	342	631	545	627	759	887	824	917
Dòng tiền tự do hiện tại	342	581	462	489	544	586	500	512

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày 08/11/2024)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa tr USD	Doanh thu trượt 12T tr USD	LN ròng svck %	LN ròng trượt 12T tr USD	svck %	D/E x	ROE %	P/E trượt 12T x	P/E điều chỉnh x	P/B x
Erajaya Swasembada Tbk PT	ID	447	N/a	15,0	76	35,6	98,6	15,2	6,2	4,2	0,9
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	VN	915	1.505	18,1	7	N/a	367,5	6,0	219,2	219,2	12,8
Sunfar Computer Co Ltd	TW	40	115	(2,8)	1,3	(30,2)	20,9	3,4	30,4	24,2	1,0
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	TW	118	597	(6,3)	5,8	(43,7)	121,5	4,2	21,1	16,8	0,9
CTCP Thế giới di động	VN	3.743	5.286	11,7	120	325,7	87,9	11,8	27,0	27,0	3,5
Tổng CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu	VN	112	691	5,1	8	150,8	198,0	7,2	18,9	18,9	1,4
Average			1.639	6,8	36	87,7	149,0	8,0	53,8	51,7	3,4
Median			691	8,4	8	35,6	110,0	6,6	24,0	21,5	1,2
CTCP Thế giới số	VN	368	799	17,0	16	(6,6)	96,3	14,4	23,1	23,1	3,3

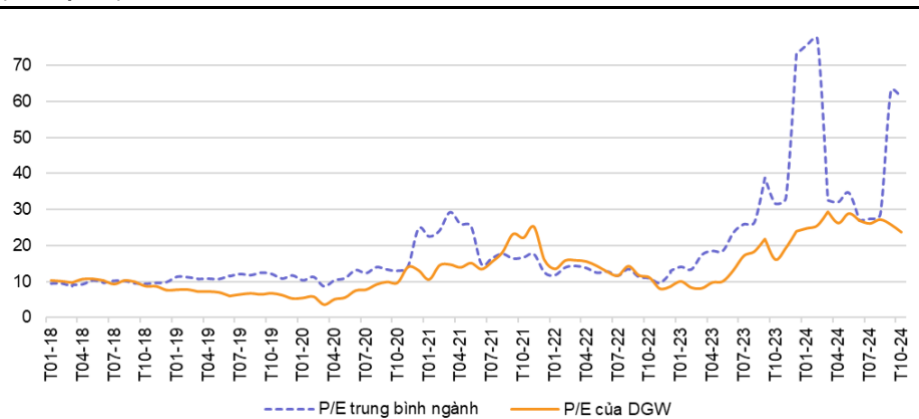
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 20: Bảng phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%	
1,5%	50.000	48.700	47.600	46.500	45.500	44.600	43.800	
2,0%	50.900	49.500	48.300	47.100	46.100	45.100	44.200	
2,5%	52.000	50.500	49.100	47.800	46.700	45.600	44.700	
3,0%	53.300	51.600	50.000	48.600	47.400	46.200	45.200	
3,5%	55.000	52.900	51.200	49.600	48.200	46.900	45.800	
4,0%	57.000	54.600	52.600	50.700	49.100	47.700	46.500	
4,5%	59.700	56.800	54.300	52.200	50.300	48.700	47.300	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 21: P/E của DGW và trung bình các doanh nghiệp cùng ngành từ T1/18 đến T10/24 (đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Các yếu tố tiềm năng thúc đẩy định giá lại bao gồm 1) nhu cầu về các sản phẩm ICT cao hơn dự kiến, đặc biệt là Xiaomi, Apple, laptop và máy tính bảng, và 2) việc mở rộng thương hiệu tốt hơn mong đợi, có thể tìm thấy những thương hiệu tốt như Xiaomi và Apple.

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) Nhu cầu về các sản phẩm ICT thấp hơn 2) Việc mở rộng thương hiệu chậm hơn mong đợi và 3) Ngừng phân phối các thương hiệu, đặc biệt là Xiaomi hoặc Apple.

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	8.488	12.536	20.971	22.059	18.817	21.764	24.364
Máy tính xách tay & Máy tính bảng	2.975	4.350	7.799	7.027	5.905	6.144	6.505
Điện thoại di động	3.896	6.384	9.872	10.759	8.065	9.693	11.093
Thiết bị văn phòng	1.358	1.504	2.617	3.320	3.021	3.475	3.822
Thiết bị gia dụng	0	0	223	556	728	874	1.049
Hàng tiêu dùng	255	251	376	397	675	810	972
Giá vốn hàng bán	(7.940)	(11.733)	(19.460)	(20.397)	(17.258)	(19.859)	(22.195)
Lợi nhuận gộp	548	803	1.511	1.662	1.560	1.905	2.169
Chi phí quản lý DN	(101)	(90)	(114)	(136)	(198)	(229)	(256)
Chi phí bán hàng	(248)	(434)	(708)	(722)	(944)	(1.171)	(1.274)
LN hoạt động	199	278	689	805	417	505	639
EBITDA thuần	206	278	691	817	432	563	702
Chi phí khấu hao	6	0	2	12	14	57	64
Thu nhập tài chính	61	83	180	209	195	176	197
Chi phí tài chính	(51)	(33)	(42)	(144)	(139)	(126)	(141)
Thu nhập ròng khác	2	6	(1)	(4)	(1)	(1)	(1)
Thu nhập từ các công ty LDLK	1	4	(2)	(2)	(3)	0	0
Lợi nhuận trước thuế	210	334	823	862	471	555	695
Chi phí thuế	(47)	(66)	(165)	(179)	(108)	(111)	(139)
Lợi nhuận ròng	163	267	658	684	363	445	556

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	12-19A	12-20A	12-21A	12-22A	12-23A	12-24E	12-25F
Tiền & Tương đương tiền	131	878	1.494	828	1.450	2.209	2.930
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	551	1.100	1.727	1.496	1.982	2.292	2.566
Hàng tồn kho	1.454	827	2.843	3.254	3.016	3.180	3.377
Tài sản ngắn hạn khác	118	25	87	121	168	195	218
Tổng tài sản ngắn hạn	2.288	2.862	6.259	5.782	6.802	7.573	8.549
Tài sản cố định	20	27	34	32	38	20	9
Tổng tài sản đầu tư	6	60	65	71	19	19	19
Tài sản dài hạn khác	26	50	112	384	477	1.061	1.261
Tổng tài sản	2.405	3.069	6.548	6.355	7.459	8.812	10.009
Nợ vay ngắn hạn	620	630	1.117	1.915	2.321	2.450	2.740
Phải trả người bán ngắn hạn	700	941	2.844	1.210	1.530	1.760	2.101
Phải trả ngắn hạn khác	0	0	0	(1)	0	0	0
Tổng nợ ngắn hạn	1.476	1.906	4.753	3.881	4.816	5.233	5.885
Nợ vay dài hạn	0	0	0	41	6	6	6
Phải trả dài hạn khác	4	5	6	6	8	8	8
Vốn góp của chủ sở hữu	420	432	886	1.632	1.672	2.173	2.173
Lợi nhuận giữ lại	446	670	841	707	867	1.302	1.847
Vốn chủ sở hữu	921	1.157	1.782	2.394	2.594	3.531	4.075
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	2	2	29	32	32	32
Tổng nợ và VCSH	2.405	3.069	6.548	6.355	7.459	8.812	10.009

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Lợi nhuận trước thuế	210	334	823	862	471	555	695
Khấu hao	6	6	6	13	42	57	64
Thuế đã nộp	(44)	(88)	(120)	(212)	(100)	(111)	(139)
Các khoản điều chỉnh khác	26	(11)	(31)	130	(146)	10	(43)
Thay đổi vốn lưu động	88	584	(533)	(1.970)	226	266	150
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	287	826	146	(1.176)	493	778	727
Đầu tư TSCĐ	(2)	(13)	(12)	(13)	(30)	(69)	(82)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	2	0	0	0	0	0
Các khoản khác	(0)	1	(6)	(17)	22	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(0)	1	(6)	(17)	22	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(2)	(58)	15	(260)	(62)	(69)	(82)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	12	12	12	22	40	3	4
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	(0)	(0)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(217)	9	488	838	319	129	290
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(21)	(43)	(44)	(91)	(167)	(84)	(217)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(226)	(22)	455	770	191	48	77
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	71	131	878	1.494	828	1.451	2.209
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	59	747	617	(666)	624	757	721
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	131	878	1.495	829	1.451	2.209	2.930

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
EPS (VND)	1.948	3.165	7.835	4.202	2.119	2.003	2.504
P/E	6,8	8,2	16,9	12,5	15,9	21,6	17,3
PEG 1 năm	0,1	0,1	0,1	-0,3	-0,3	-3,5	0,7
P/S	0,1	0,3	0,5	0,3	0,5	0,4	0,4
P/B	0,2	1,4	2,5	2,0	2,7	2,8	2,4
Tỷ suất cổ tức	21,7%	5,7%	2,0%	3,5%	2,5%	1,2%	2,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	12,8%	16,1%	6,7%	13,3%	46,1%	18,8%	39,1%
Chỉ số tăng trưởng	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Tăng trưởng doanh thu	43,0%	47,7%	67,3%	5,2%	-14,7%	15,7%	11,9%
Tăng trưởng LN gộp	48,6%	46,5%	88,2%	10,0%	-6,2%	22,1%	13,8%
Tăng trưởng LN ròng	49,0%	63,8%	146,1%	3,9%	-47,0%	22,6%	25,0%
Tăng trưởng EPS	48,3%	62,5%	147,5%	-46,4%	-49,6%	-5,5%	25,0%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Biên LN gộp	6,5%	6,4%	7,2%	7,5%	8,3%	8,8%	8,9%
Biên EBITDA	2,4%	2,2%	3,3%	3,7%	2,3%	2,6%	2,9%
Biên LN hoạt động	2,3%	2,2%	3,3%	3,6%	2,2%	2,3%	2,6%
Biên LN ròng	1,9%	2,1%	3,1%	3,1%	1,9%	2,0%	2,3%
ROAA	6,8%	8,7%	10,0%	10,8%	4,9%	5,0%	5,6%
ROAE	17,7%	23,1%	36,9%	28,6%	14,0%	12,6%	13,6%
Chỉ số đòn bẩy	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	3,9	8,4	16,3	5,6	3,0	4,0	4,5
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	3,9	6,1	12,6	5,2	2,5	2,9	3,1
Nợ vay/ Vốn	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
Nợ vay/ VCSH	0,7	0,5	0,6	0,8	0,9	0,7	0,7
Nợ vay ròng/ VCSH	0,5	(0,2)	(0,2)	0,5	0,3	0,1	(0,0)
Chỉ số thanh khoản	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Vòng quay tổng tài sản	3,7	4,6	4,4	3,4	2,7	2,7	2,6
Vòng quay khoản phải thu	15,5	15,2	14,8	13,7	10,8	10,2	10,0
Số ngày phải thu	23,2	23,7	24,3	26,3	33,3	35,3	35,9
Vòng quay khoản phải trả	12,7	14,3	10,3	10,1	12,6	12,1	11,5
Số ngày phải trả	28,3	25,2	35,0	35,8	28,6	29,8	31,3
Vòng quay hàng tồn kho	5,7	10,3	10,6	6,7	5,5	6,4	6,8
Số ngày tồn kho	62,7	35,0	33,9	53,8	65,4	56,2	53,2
Hệ số thanh toán hiện hành	2,3	1,3	2,5	1,7	1,3	1,3	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	0,2	1,4	1,3	0,4	0,6	0,9	1,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.	
Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>