

CTCP Thế Giới Số (HOSE: DGW) Đợi chờ sự phục hồi mạnh mẽ từ ICT-CE

- Tiêu dùng ICT-CE đã tạo đáy trong năm 2024 và sẽ phục hồi tốt hơn trong nửa cuối năm 2024 nhờ vào xu hướng AI. Mạng thiết bị văn phòng có thêm động lực tăng trưởng mới tại thị trường PPE khi M&A Achison.
- Tổng doanh thu tăng 19%/19%/19% svck, kết hợp với việc kiểm soát tốt chi phí HDKD, lợi nhuận ròng có thể tăng mạnh 27%/28%/24% svck trong năm 2024-26
- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 49,200 đồng/cổ phiếu do tiềm năng tăng giá giảm.

Xu hướng AI sẽ là động lực cho sự phục hồi của ICT-CE và thiết bị văn phòng khác

Với smartphone, laptop & máy tính bảng, với yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ từ việc áp dụng AI vào các ứng dụng hỗ trợ học tập/công việc, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2024 (ước tính chu kỳ thay đổi sản phẩm 2.5-3 năm, kỷ lục doanh thu ICT-CE vào Q4/21), chủ yếu từ việc tiêu thụ laptop tăng trưởng 2 chữ số, giúp cho tổng doanh thu tăng 12% trong năm 2024 từ mức nền thấp năm 2023, ghi nhận 15,637 tỷ đồng. Trong năm 2025-26, chúng tôi kỳ vọng với xu hướng AI ngày càng mạnh mẽ sẽ giúp cho tăng trưởng doanh thu smear phone, laptop & máy tính bảng tiếp tục tăng 15%/15% svck.

Với thiết bị văn phòng, chúng tôi kỳ vọng DGW tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm (bao gồm server, thiết bị lưu trữ và IoTs), giúp cho tổng doanh thu tăng 46% svck trong năm 2024, ghi nhận 5,008 tỷ đồng. Trong năm 2025-26, DGW có thêm tiềm năng tăng trưởng trong thị trường cung cấp thiết bị bảo hộ lao động (PPE) và chúng tôi dự báo tổng doanh thu thiết bị văn phòng tăng 25%/25% svck.
Lợi nhuận ròng DGW ước tính tăng 27%/28%/24% trong năm 2024-26

Với sự dẫn dắt của smartphone, laptop & máy tính bảng và thiết bị văn phòng, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu sẽ tăng 19%/19%/19% trong năm 2024-26. Kết hợp với việc tối ưu chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu từ 5% chỉ còn khoảng 4.9%/4.9%/4.9%, lợi nhuận ròng ước tính tăng 27%/28%/24% trong năm 2024-26. DGW đã thông qua nghị quyết phát hành ESOP với kế hoạch niêm yết 2 triệu cổ phiếu (tương đương 0.9% tổng số cổ phiếu hiện hành) với mức giá 10,000 đồng/cổ phiếu, dự kiến sẽ thực hiện trong Q4/24. Tổng giá trị phát hành lần này là 20 tỷ đồng.

Hạ khuyến nghị về TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 49,200 đồng/CP

Giá mục tiêu duy trì so với báo cáo trước do chúng tôi (1) chuyển mô hình dự phóng sang giai đoạn 2024-25, (2) Giảm EPS năm 2024-25 9%/9% do nhu cầu tiêu thụ ICT-CE trong 6T24 thấp hơn do với kỳ vọng cũ và DGW vẫn duy trì tỷ lệ chi phí SG&A cao. Giá cổ phiếu đang giao dịch với P/E 2024 khoảng 22x, cao hơn trung bình 3 năm khoảng 18.5x, do vậy chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên đợi giá cổ phiếu chiết khấu thêm hoặc đợi KQKD tích cực hơn cho cổ phiếu có mức định giá hợp lý để bắt đầu tích lũy.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	18,817	22,372	26,618	31,745
Lợi nhuận ròng	354	451	578	718
Tăng trưởng doanh thu thuần	-14.6%	18.9%	19.0%	19.3%
Tăng trưởng LN ròng	-48.2%	27.2%	28.3%	24.1%
Biên LN gộp	8.3%	8.5%	8.5%	8.6%
Biên EBITDA	3.4%	3.2%	3.4%	3.5%
ROAE	14.2%	14.9%	15.9%	17.6%
ROAA	5.1%	5.6%	6.3%	6.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,631	2,075	2,662	3,302
BVPS (VND/cổ phiếu)	12,086	16,012	17,727	20,093

Nguồn: DGW, MBS Research

TRUNG LẬP
VND49,200

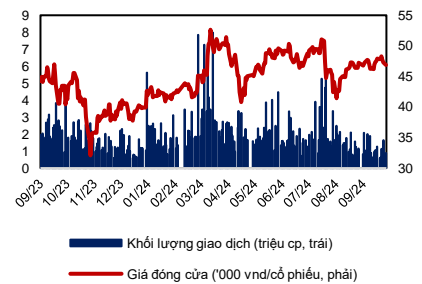
Giá mục tiêu

Tiềm năng tăng giá
(bao gồm thị suất cổ tức)
10%

Thay đổi trọng yếu báo cáo:

- Giảm dự báo EPS 24-25 xuống 9%/9%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	46,050
Cao nhất 52 tuần (VND)	69,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32,309
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,338
P/E (TTM)	26.7
P/B	3.6
Thị suất cổ tức (%)	2.0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23.8

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Ownership structure

Create Future	32.0
MTV Dkp	5.1

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

6T2024: Tăng trưởng khiêm tốn do nhu cầu yếu

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q2/2024 và nửa đầu năm 2024 (Tỷ đồng)

Tỷ đồng	Q2/24	Sv quý trước (%)	svck (%)	6T24	svck (%)	% so với dự phóng trước	Đánh giá
Doanh thu thuần	5,008	0.5%	9.0%	9,993	16.8%	46%	
Máy tính xách tay và máy tính bảng	1,568	37.7%	16.8%	2,707	11.1%	42%	Các sản phẩm mới ra mắt, với chip tiên tiến hỗ trợ AI có mức giá bán cao hơn so với các thế hệ tiền nhiệm, Do đó, ước tính giá bán trung bình tăng 10% svck. Ngoài ra, số lượng máy tính xách tay và máy tính bảng dự kiến sẽ tăng trưởng một chữ số từ mức nền thấp
Điện thoại di động	2,221	-9.0%	1.4%	4,663	14.0%	52%	Giá bán tại các cửa hàng bán lẻ dự kiến sẽ tăng từ 5-10% svck cho thấy nhu cầu nhập hàng của các nhà bán lẻ có sự giảm nhẹ trong Q2/24, khiến cho doanh thu điện thoại di động chỉ tăng 1% svck.
Thiết bị văn phòng	858	-15.0%	17.9%	1,868	32.5%	43%	Doanh thu từ thiết bị văn phòng đã tăng mạnh 18% svck, chủ yếu do nhu cầu tăng về các thiết bị lưu trữ, máy chủ, PC và đồng hồ thông minh.
Thiết bị gia dụng	165	8.2%	19.9%	383	15.7%	43%	Nhu cầu về máy lọc không khí và robot hút bụi của Xiaomi cho thấy kết quả khả quan trong nửa đầu năm 2024, tăng 20% svck. Tuy nhiên, nhu cầu về đồ gia dụng vẫn bị ảnh hưởng bởi sự đóng băng trong các dự án bất động sản trong nửa đầu năm 2024.
Hàng tiêu dùng	120	-22.9%	-4.7%	372	28.3%	33%	Trong nửa đầu năm 2024, nhu cầu về bia của Ab Inbev đã tăng mạnh 34% svck, làm doanh thu mảng FMCG tăng đáng kể 28% svck.
Lợi nhuận gộp	464	19.6%	18.2%	852	30.4%	47%	Lợi nhuận gộp đã tăng 18% svck, chủ yếu do giá bán trung bình tăng. Tuy nhiên, sự phục hồi của nhu cầu đối với ICT-CE thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>9.3%</i>	<i>1.5d%</i>	<i>0.7d%</i>	<i>8.5%</i>	<i>0.9d%</i>		
Chi phí bán hàng	286	33.4%	18.5%	500	39.1%	51%	Chi phí hỗ trợ khách hàng (cho các cửa hàng bán lẻ) tăng 26% svck, cho thấy rằng, với sự suy yếu kéo dài của tiêu thụ ICT-CE, DGW vẫn đang duy trì chi phí hỗ trợ khách hàng lớn
Chi phí quản trị DN	59	7.2%	46.2%	113	32.2%	49%	
<i>% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu</i>	<i>6.9%</i>	<i>1.5d%</i>	<i>0.8d%</i>	<i>6.1%</i>	<i>0.9d%</i>		
Doanh thu tài chính	41	69.5%	-8.9%	65	-20.8%	31%	
Chi phí tài chính	48	54.3%	5.1%	70	-3.3%	44%	(1) Lãi suất cơ bản giảm 2-3 điểm% svck, trong khi tổng nợ tăng 25% svck, khiến chi phí lãi vay giảm 38% svck, đạt 43 tỷ đồng. (2) Xuất hiện khoản lỗ 11 tỷ đồng từ việc thanh lý chứng khoán trong nửa đầu năm 2024.
LNTT	113	-5.3%	0.7%	232	6.1%	36%	
Thuế TNDN	25	-2.9%	1.4%	51	3.0%	34%	
LN ròng	89	-3.7%	7.3%	182	11.8%	37%	Trong nửa đầu năm 2024, chúng tôi nhận thấy nhu cầu đối với ICT-CE vẫn yếu từ mức nền thấp, dẫn đến tăng trưởng doanh thu chậm và chi phí hỗ trợ khách hàng duy trì ở mức cao. Kết quả là lợi nhuận ròng chỉ tăng 12% svck, đạt 182 tỷ đồng, hoàn thành 37% dự báo trước đây của chúng tôi.

Nguồn: DGW, MBS Research

ICT-CE có thể tăng trưởng hai con số, trong khi thiết bị văn phòng có thể tăng 32% svck nhờ sự mở rộng trong giai đoạn 2024-26.

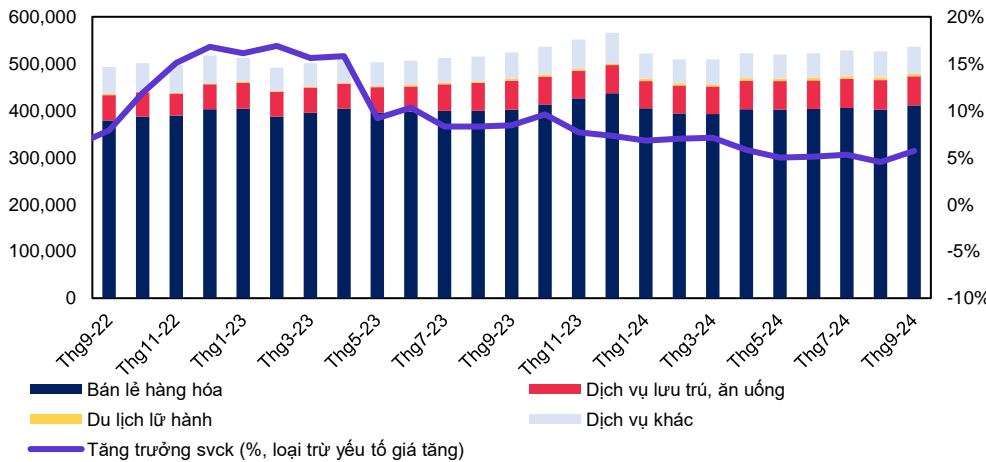
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng hai con số từ mức nền thấp của nhu cầu ICT-CE trong năm 2025-26.

Trong nửa đầu năm 2024, thu nhập cải thiện chậm, trực tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng của ICT-CE.

Nền kinh tế đang bắt đầu bước vào giai đoạn phục hồi khi thu nhập của người tiêu dùng bắt đầu cải thiện từ mức thấp của năm 2023. Tuy nhiên, người tiêu dùng vẫn chưa thể tăng đáng kể chi tiêu cho cuộc sống hàng ngày. Kết quả là, tăng trưởng tổng doanh số bán lẻ và dịch vụ vẫn dưới 6% svck (không tính lạm phát).

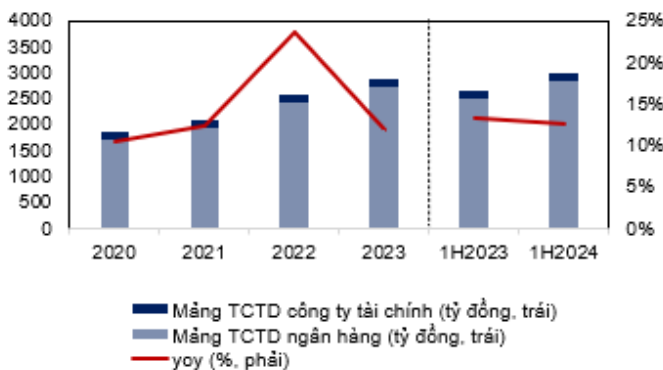
Tín dụng tiêu dùng đã tăng mạnh từ 2020-22 (CAGR 18.3%) nhưng đã chậm lại trong năm 2023 (11.8% svck). Trong nửa đầu năm 2024, tỷ lệ tăng trưởng vẫn ở mức thấp (12.6% svck) nhưng cao hơn mức tăng trưởng trung bình năm 2023 (11% svck). Chúng tôi nhận thấy rằng các dấu hiệu phục hồi tốt hơn từ đáy năm 2023 đang dần xuất hiện. Kết hợp với sự tăng trưởng trong lĩnh vực sản xuất, sức mua của người tiêu dùng trong nước dự kiến sẽ cải thiện hơn nữa trong nửa cuối năm 2024 – 2026.

Hình 2: Doanh số bán lẻ vẫn tiếp tục tăng trưởng nhẹ từ đầu năm 2024.



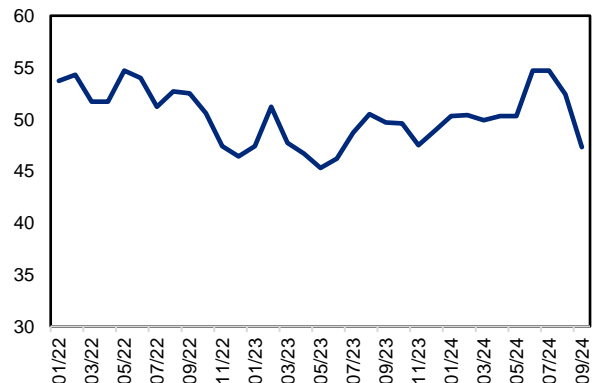
Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 3: Sự cải thiện của các công ty cho vay tiêu dùng sẽ phần nào hỗ trợ nhu cầu tiêu dùng chung của nền kinh tế.



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 4: Chỉ số PMI vẫn duy trì trên mức 51 từ T6 - T8/2024 nhờ số lượng đơn đặt hàng mới cải thiện.

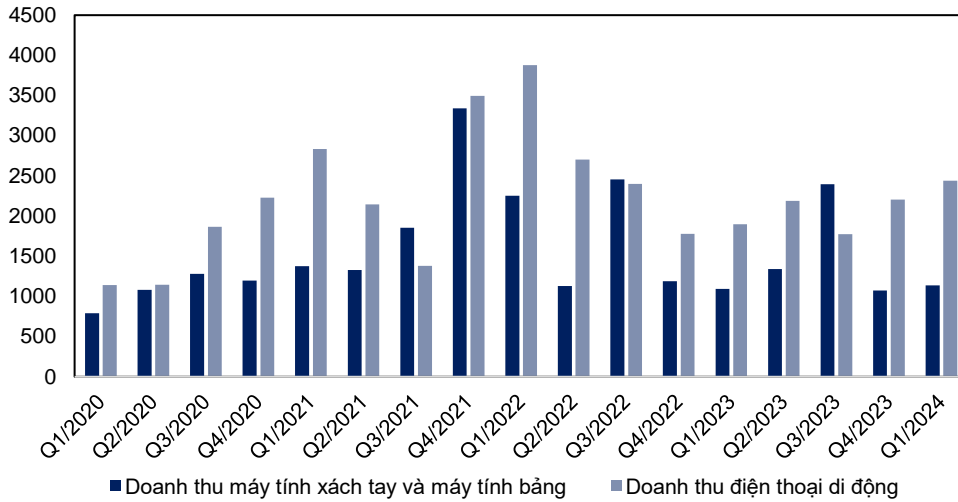


Nguồn: GSO, MBS Research

...Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu về máy tính xách tay, máy tính bảng và smartphone sẽ cải thiện tốt hơn từ vùng đáy, trong giai đoạn nửa cuối 2024-2026.

Doanh thu ICT-CE đã cải thiện chậm trong nửa đầu năm 2024, chủ yếu nhờ vào sự gia tăng giá bán trung bình sản phẩm. Thêm vào đó, chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu dùng vẫn ở mức thấp, mặc dù tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ năm trước, nhưng vẫn không đạt kỳ vọng trước đó của chúng tôi do sự mở rộng trong sản xuất không đạt như kỳ vọng. Chúng tôi ước tính rằng giá bán đã tăng 5% svck, dẫn đến khối lượng tăng ít hơn 10% trong 6T24.

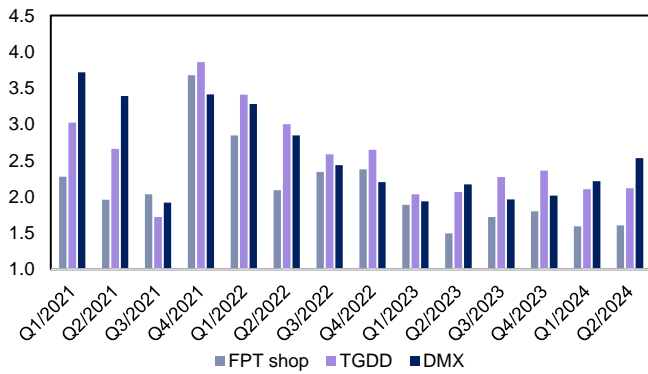
Hình 5: Doanh thu theo quý của điện thoại, laptop và máy tính bảng.



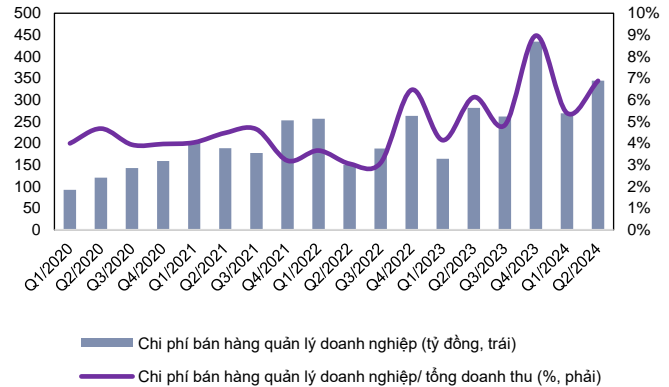
Nguồn: DGW, MBS Research

Hình 6: Sự cải thiện doanh thu/cửa hàng của FPT Shop và MWG chủ yếu do việc đóng cửa các cửa hàng vật lý và sự gia tăng trong giá bán trung bình.

Hình 7: Trong nửa đầu năm 2024, nhu cầu tiêu dùng vẫn yếu, và DGW vẫn tích cực tăng cường chi phí hỗ trợ bán hàng cho việc bán lẻ.



Nguồn: FRT, MWG, MBS Research



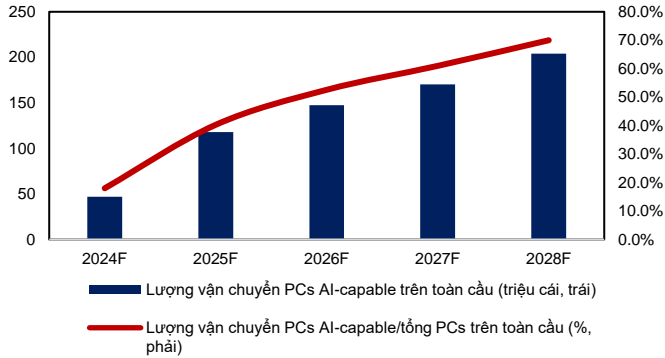
Nguồn: DGW, MBS Research

Theo Nikkei Asia, Intel dự kiến sẽ cung cấp chip cho 40 triệu máy tính cá nhân sử dụng AI trong năm nay và 60 triệu máy tính vào năm 2025. Ngoài ra, Microsoft (hệ điều hành thống trị tại Việt Nam) đã thông báo rằng sẽ ngừng hỗ trợ Windows 10 vào tháng 10 năm 2025, và dự kiến sẽ ngừng cung cấp các bản cập nhật bảo mật từ năm nay. Các máy tính xách tay không tương thích với Windows 11 sẽ dần được thay thế. Theo IDC, điều này sẽ giúp thị trường máy tính cá nhân toàn cầu tăng trưởng khoảng 3.4% svck trong năm 2024.

Trong nửa cuối năm 2024, DGW sẽ cung cấp thêm các máy tính xách tay gaming MSI, kết hợp với nhu cầu mạnh mẽ trong mùa cao điểm. Chúng tôi kỳ

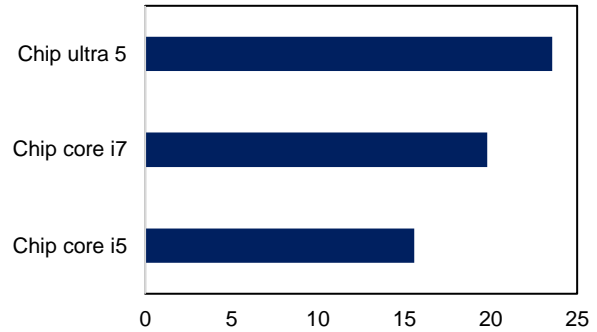
vọng doanh thu từ máy tính xách tay và máy tính bảng sẽ tăng 11% svck trong năm 2024. Bên cạnh đó, doanh thu từ máy tính xách tay và máy tính bảng trong năm 2025-26 có thể tăng lần lượt 16.6% và 15.5% svck khi (1) Tỷ lệ máy tính xách tay AI-capable trong tổng lượng vận chuyển trên toàn cầu càng tăng khi xu hướng AI ngày càng mạnh mẽ, (2) Giá bán của máy tính xách tay AI-capable được ước tính cao hơn 10% svck.

Hình 8: Lượng vận chuyển PC AI-capable dự kiến sẽ có CAGR đạt 44% trong 2024-2028.



Nguồn: Canalyst, MBS Research

Hình 9: Giá của máy tính xách tay AI có thể tăng khoảng 10-20% so với mẫu trước (chip core i5).

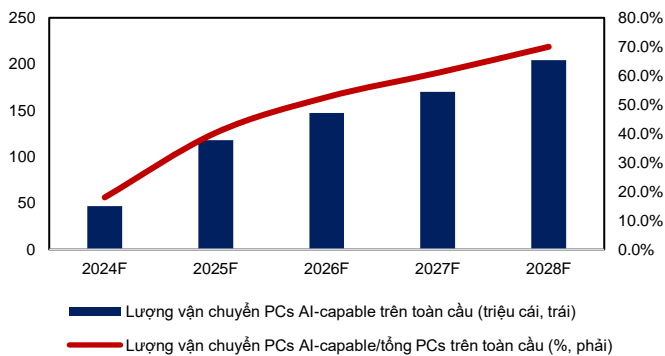


*Nguồn data: Tổng hợp data từ giá bán 20 sản phẩm trên website MWG
 Nguồn: MBS Research

Nhu cầu về điện thoại tăng nhẹ trong 6T24 và sẽ cải thiện hơn trong nửa cuối năm 2024 khi mùa cao điểm đến gần. Chúng tôi nhận thấy rằng (1) tổng số điện thoại bán ra sẽ tăng trưởng một con số khi nhu cầu chung của người tiêu dùng vẫn ở mức thấp, (2) giá điện thoại có thể tăng 10% svck do các sản phẩm mới ra mắt trong nửa cuối năm 2024. Do đó, doanh thu từ điện thoại có thể tăng 12% svck, đạt 9,063 tỷ đồng trong năm 2024.

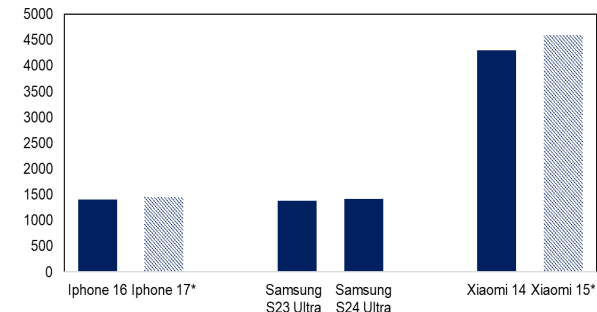
Trong năm 2025-26, tỷ lệ điện thoại thông minh hỗ trợ AI trong tổng lượng hàng xuất khẩu điện thoại thông minh sẽ tăng thêm 14 đ% so với năm 2024. Giá điện thoại thông minh mới được dự báo sẽ cao hơn ít nhất 5% so với các mẫu trước đó, do việc áp dụng AI trong sản phẩm, dẫn đến việc tăng chi phí. Với xu hướng 5G và điện thoại thông minh có khả năng AI ngày càng trở nên phổ biến tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu về điện thoại thông minh có thể tăng trưởng hai con số từ mức nền thấp, giúp doanh thu tổng từ điện thoại thông minh tăng 16%/16% svck trong năm 2025-26.

Hình 10: Lượng vận chuyển smartphones AI-capable dự kiến sẽ có CAGR đạt 31% trong 2024-28



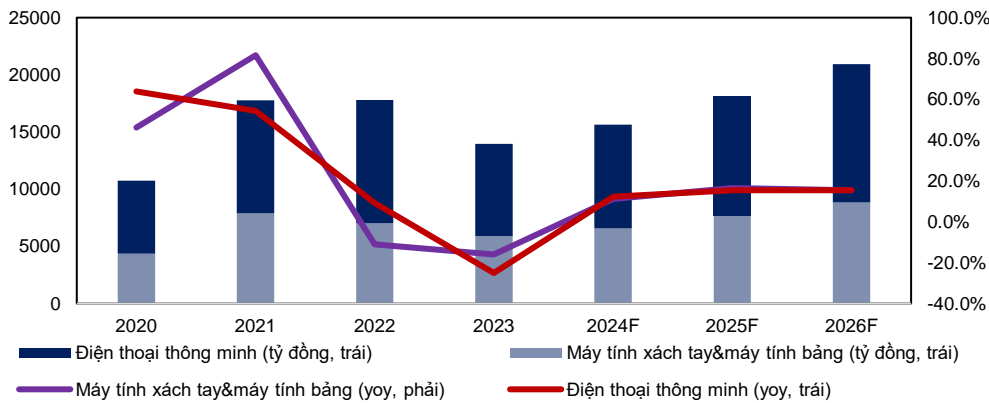
Nguồn: Canalyst, MBS Research

Hình 11: Giá của các sản phẩm có khả năng hỗ trợ AI tốt hơn sẽ cao hơn ít nhất 5% so với các mẫu trước đó.



Nguồn: S&P Global, MBS Research

Hình 12: Dự báo doanh thu điện thoại thông minh, laptop & máy tính bảng

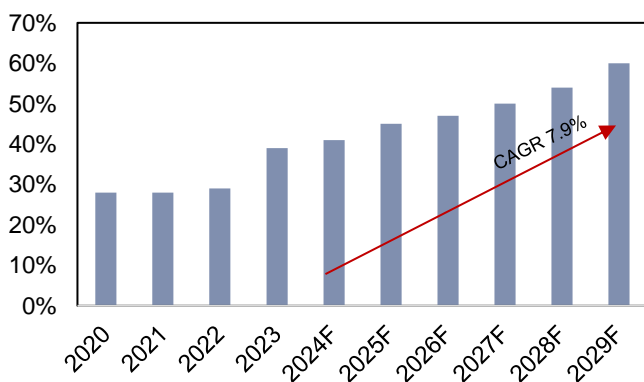


Nguồn: DGW, MBS Research

Thiết bị văn phòng có thể đạt mức tăng trưởng mạnh mẽ khi nhu cầu về máy chủ và thiết bị lưu trữ có thể có CAGR 10% trong 2024-2026.

Đối với thiết bị văn phòng, chúng tôi nhận thấy sự gia tăng mạnh mẽ trong nhu cầu về máy chủ và thiết bị lưu trữ khi nhu cầu cho AI và trung tâm dữ liệu trở thành động lực chính cho sự tăng trưởng trong "Chiến lược Hạ tầng Kỹ thuật số đến năm 2025 và Định hướng đến năm 2030." Theo Statista, doanh thu từ máy chủ và thiết bị lưu trữ tại Việt Nam dự kiến sẽ có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 8% từ năm 2024 đến 2029. Kết hợp với việc phân phối nhiều thương hiệu hơn và lợi thế mô hình bán buôn, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ máy chủ, PC, thiết bị lưu trữ và IoT sẽ tăng trưởng 30% svck trong nửa cuối năm 2024. Thêm vào đó, với sự tăng trưởng của Achison, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu từ thiết bị văn phòng sẽ tăng 46% svck và đạt 5,008 tỷ đồng trong năm 2024. Trong năm 2025-2026, DGW có tiềm năng tăng trưởng trung hạn trong thị trường cung cấp thiết bị bảo hộ cá nhân (PPE) và chúng tôi dự báo tổng doanh thu từ thiết bị văn phòng có thể tăng 25%/25% svck.

Hình 13: Tăng trưởng thị trường máy chủ tại Việt Nam (tỷ USD)



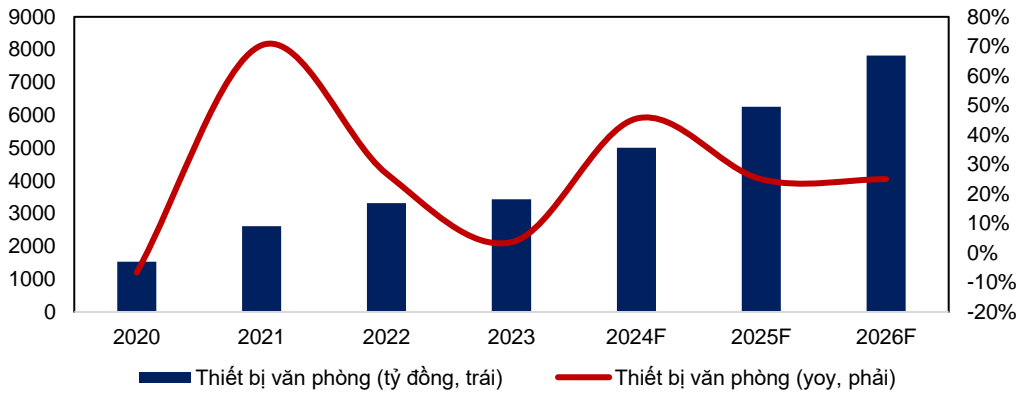
Nguồn: Statista, MBS Research

Hình 14: Một số thương hiệu thiết bị văn phòng DGW cung cấp.

Các thiết bị văn phòng	Thương hiệu đang cung ứng	Thương hiệu xuất hiện trong nửa cuối năm 2024
PC, máy chủ, thiết bị lưu trữ	Dell, Asus, Acer, Lenovo, HP, Xiaomi, Supermicro, Silicon, Seagate	Hewlett Packard Enterprise
IoT	Xiaomi, Huawei, Apple, Amazfit, Yi Technology, Logitech, Huawei	

Nguồn: DGW, MBS Research

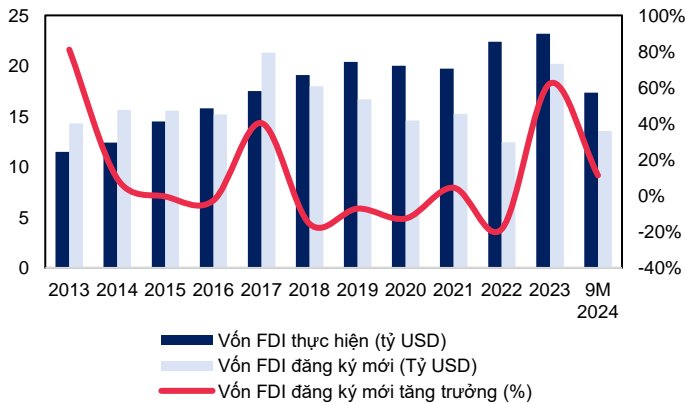
Hình 15: Ước tính doanh thu thiết bị văn phòng



Nguồn: DGW, MBS Research

Chúng tôi thấy cung PPE vẫn có tiềm năng tại Việt Nam khi Việt Nam vẫn là điểm thu hút FDI. Achison đạt tỷ lệ tăng trưởng doanh thu 12.6% trong giai đoạn 2019-2023, với lợi nhuận ròng đạt 32 tỷ đồng vào năm 2022 (chiếm 9% tổng lợi nhuận ròng của DGW). Trước đây, Achison chủ yếu cung cấp cho thị trường phía Nam và gần đây chỉ mới thành lập một chi nhánh tại khu vực phía bắc. Điều này cho thấy vẫn còn tiềm năng thị trường lớn cho Achison, điều này sẽ là động lực tăng trưởng tiềm năng cho DGW trong trung và dài hạn.

Hình 16: Vốn FDI đầu tư vào Vietnam



Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 17: Một vài dự án có vốn FDI lớn tại Việt Nam trong 2024-25

Hana Micron (Hàn Quốc)

LG Innotech (Hải Phòng)

Jinko Solar Hải Hà Việt Nam

Lite-ON Quảng Ninh

Khánh thành giai đoạn 2 và tăng tổng mức đầu tư tại Việt Nam lên 1 tỷ USD vào năm 2025.

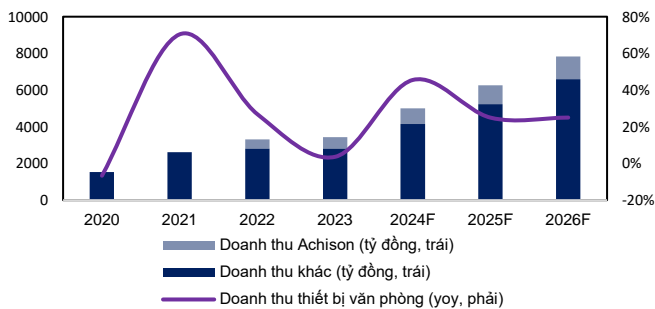
Đầu tư thêm 1,5 tỷ USD để mở rộng dự án trong lĩnh vực sản xuất điện tử.

Dự án tổ hợp công nghệ pin quang điện trị giá 1,5 tỷ USD tại Quảng Ninh.

Vốn đầu tư đăng ký đạt 690 triệu USD, với mục tiêu sản xuất máy tính và thiết bị ngoại vi tại Quảng Ninh.

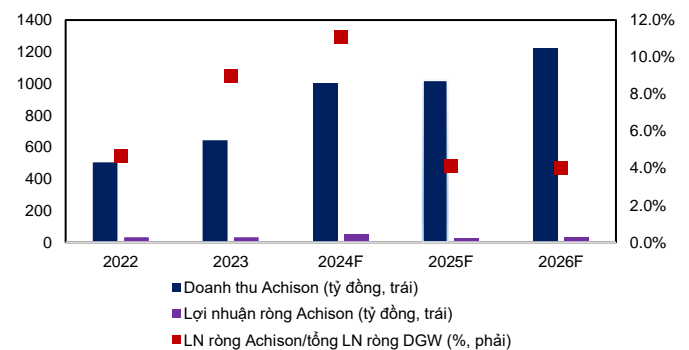
Nguồn: MBS Research

Hình 18: Doanh thu từ thiết bị văn phòng đã bao gồm sự đóng góp từ Achison kể từ cuối năm 2022 và ước tính chiếm khoảng 15% trong năm 2026.



Nguồn: DGW, MBS Research

Hình 19: Doanh thu và lợi nhuận ròng của Achison dự kiến sẽ đóng góp khoảng 10% tổng lợi nhuận ròng của DGW năm 2024.



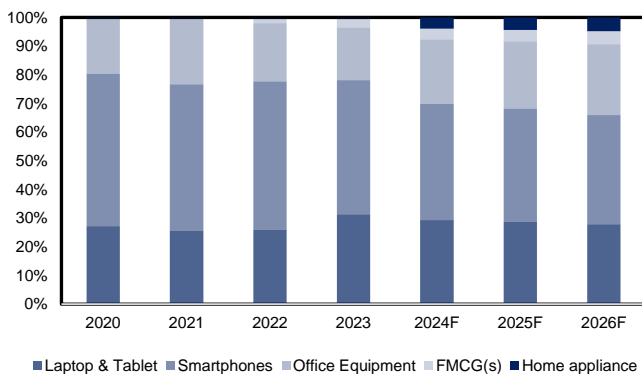
Nguồn: DGW, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng 2024-26

Hình 20: Dự phóng 2024-26

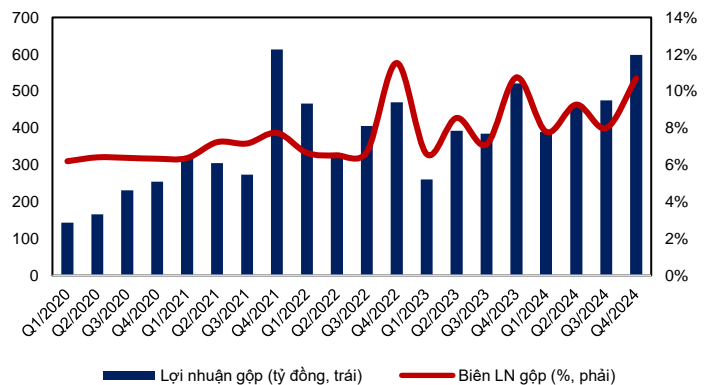
Tỷ đồng	2024F	yoy%	Δ%	2025F	yoy%	Δ%	2026F	yoy%	Đánh giá
Doanh thu thuần	22,372	18.9%	3%	26,618	19.0%	1%	31,745	19.3%	
Máy tính xách tay và máy tính bảng	6,573	11.3%	1%	7,667	16.6%	2%	8,856	15.5%	
Điện thoại di động	9,063	12.4%	2%	10,468	15.5%	2%	12,091	15.5%	
Thiết bị văn phòng	5,008	45.5%	14%	6,258	25.0%	10%	7,824	25.0%	Điều chỉnh tăng do (1) nhu cầu tiêu thụ đồng hồ thông minh, server, thiết bị lưu trữ cao hơn so với kỳ vọng cũ, (2) DGW thêm các thương hiệu khác để mở rộng danh mục sản phẩm
Thiết bị gia dụng	887	31.3%	0%	1,165	31.3%	0%	1,528	31.3%	
Hàng tiêu dùng	841	15.5%	0%	1,059	26.0%	0%	1,446	36.5%	
Lợi nhuận gộp	1,892	21.3%	4%	2,260	19.4%	1%	2,723	20.5%	
Biên lợi nhuận gộp	8.5%	0.2d%	1%	8.5%	0.0d%	0%	8.6%	0.1d%	
Chi phí bán hàng	1,099	16.5%	12%	1,308	19.0%	10%	1,560	19.3%	Điều chỉnh tăng chi phí hỗ trợ bán hàng/tổng doanh thu thêm 0.4đ% khi nhu cầu tiêu thụ ICT-CE vẫn duy trì ở mức nền thấp
Chi phí quản trị DN	235	18.4%	2%	279	19.0%	0%	333	19.3%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	6.0%	-0.1d%	7%	6%	0.0d%	7%	6%	0.0d%	
Doanh thu tài chính	134	-31.0%	-35%	213	58.6%	-15%	254	19.3%	
Chi phí tài chính	115	-17.7%	-27%	146	27.6%	-14%	169	15.3%	Điều chỉnh giảm do lãi suất đi vay trung bình thấp hơn 2đ% svck (thấp hơn 1đ% so với dự phóng cũ)
LNTT	576	22.4%	-12%	738	28.1%	-13%	914	24.0%	
Thuế TNDN	115	6.6%	-23%	148	28.1%	-24%	183	24.0%	
LN ròng	451	27.2%	-9%	578	28.3%	-9%	718	24.1%	

Hình 21: Doanh thu theo từng mảng kinh doanh của DGW (%)



Nguồn: DGW, MBS Research

Hình 22: Lợi nhuận gộp và biên LN gộp theo năm



Nguồn: DGW, MBS Research

Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

Luận điểm đầu tư.

- Trên thị trường bán buôn ICT-CE, DGW có được vị thế vững chắc nhờ vào lượng khách hàng dồi dào (hơn 6,000 cửa hàng bán lẻ) và sức khỏe tài chính lành mạnh. Bên cạnh đấy, DGW có được lợi thế tốt từ khả năng phát triển thị trường và quản lý các kênh bán hàng cho thương hiệu mới gia nhập vào thị trường Việt Nam
- Việt Nam vẫn là quốc gia có cơ cấu dân số vàng và sở thích chi tiêu nhiều cho các sản phẩm công nghệ mới. Với kỳ vọng về sự phục hồi rõ rệt hơn của các sản phẩm điện tử tiêu dùng, điện thoại và laptop trong nửa cuối năm 2024-2026, chúng tôi ước tính tổng doanh thu smartphone, laptop và máy tính bảng tăng 12% trong năm 2024-26. Bên cạnh đấy, xu hướng áp dụng AI là động lực cho sự tăng trưởng tốt của mảng thiết bị văn phòng, lợi nhuận ròng DGW ước tính tăng 27%/28%/24% trong năm 2024-26.
- Chúng tôi nhận thấy DGW đã tìm ra động lực tăng trưởng mới trên thị trường cung cấp thiết bị bảo hộ lao động (PPE) bằng việc M&A Achison – một trong những công ty có thị phần lớn trên thị trường PPE

Khuyến nghị và đánh giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp DCF (WACC: 11.2%) và P/E (20x) cho mức giá mục tiêu của DGW là 49,200 đồng (tiềm năng tăng giá 10%, bao gồm thị suất cổ tức 2%). Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu trung bình 24-25 là 20x, cao hơn trung bình trong giai đoạn phục hồi và tăng trưởng gần đây (18x) để phản ánh tiềm năng của Achison. Với mức giá cổ phiếu gần đây, P/E fw 24-25 hiện là 21x/15x, nhà đầu tư có thể đợi mức giá chiết khấu hợp lý hơn để mua tích lũy cổ phiếu.

Hình 23: P/E của DGW



Hình 24: Dòng tiền DCF

	2024F	2025F	2026F	2027F	///	2033F
EBIT	576	738	914	1,125		4,930
(+) Khấu hao	54	55	57	58		66
(-) CAPEX	12	11	13	12		12
(-) Thay đổi vốn lưu động	422	759	875	797		2,071
Dòng tiền tự do (FCF)	70	-137	-113	133		1,881
Giá trị cuối cùng (Terminal value)						20,020
PV của FCFF	63	-124	-104	123		1,806
PV của giá trị cuối cùng						7,701
Giá trị doanh nghiệp (EV)						11,145
(+) Tiền và tương đương tiền						2,247
(-) Nợ vay						-2,329
Giá trị VCSH						11,081
Tổng số cổ phiếu (triệu cp)						217
Giá cổ phiếu (VND)						50,985

Hình 25: Định giá theo FCFF và tổng hợp phương pháp định giá

WACC và tăng trưởng dài hạn (%)		Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
Tăng trưởng dài hạn	2.0%			
Chi phí VCSH	13.00%	P/E	47,362	50%
Chi phí nợ vay	5.00%	DCF (WACC: 11.2%)	50,985	50%
E/V	80%			
D/V	20%			
Mức thuế	20.00%			
WACC	11.20%			
		Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)		49,200

Nguồn: MBS Research

Rủi ro giảm giá:

- Nhu cầu tiêu thụ ICT-CE yếu hơn kỳ vọng có thể khiến cho DGW duy trì tỷ lệ chi phí SG&A/tổng doanh thu ở mức cao, tương đương năm 2023

Hình 26: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Doanh nghiệp bán lẻ										
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN EQUITY	971	108.7	48.4	11.9	9.4	1.5	2.8	12.5	23.1
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN EQUITY	3,832	22.3	19.5	3.7	3.1	7.4	8.2	17.8	17.4
Doanh nghiệp bán buôn										
VSTECS Berhad	VST MK EQUITY	249	15	12	2.3	N/A	8.3	9.1	14.5	16.3
Synnex Thailand PCL	SYNEX TB EQUITY	387	21.4	17.2	2.96	2.77	4.5	4.9	15	16.4
CTCP Dịch vụ Phân phối Tổng hợp Dầu khí *	PSD VN EQUITY	27	9.4	N/A	1.2	N/A	2.5	N/A	12.9	N/A
Trung bình			17.0		2.5		5.7		15.1	
*PSD uses TTM's number in 2024										
CTCP Thế Giới Số	DGW VN EQUITY	400	22.2	17.3	2.9	2.6	5.6	6.3	14.9	15.9

Nguồn: MBS Research

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	18,817	22,372	26,618	31,745	LN trước thuế	471	576	738	914
Giá vốn hàng bán	(17,258)	(20,480)	(24,358)	(29,022)	Khấu hao	42	54	55	57
Lợi nhuận gộp	1,559	1,892	2,260	2,723	Thuế đã nộp	(108)	(115)	(148)	(183)
Chi phí quản lý DN	(198)	(235)	(279)	(333)	Các khoản điều chỉnh khác	(145)	321	2	(21)
Chi phí bán hàng	(944)	(1,099)	(1,308)	(1,560)	Thay đổi VLĐ	233	(422)	(759)	(875)
LN từ HĐKD	417	558	672	830	LCTT từ HĐKD	493	413	(112)	(108)
EBITDA thuần	459	612	727	887	Đầu tư TSCĐ	(30)	(12)	(11)	(13)
LN trước thuế & lãi vay	417	558	672	830	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	-	-	-
Thu nhập lãi	195	134	213	254	LCTT từ đầu tư	(62)	(12)	(11)	(13)
Chi phí tài chính	(139)	(115)	(146)	(169)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	40	501	-	-
Thu nhập ròng khác	1	1	2	2	Tiền vay ròng nhận được	319	2	114	356
TN từ các Cty LK & LD	(3)	(3)	(3)	(3)	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	471	576	738	914	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(167)	(109)	(217)	(217)
Thuế TNDN	(108)	(115)	(148)	(183)	LCTT từ hoạt động TC	191	395	(103)	139
Lợi nhuận sau thuế	363	461	590	732	Tiền & tương đương tiền đầu kì	828	1,450	2,247	2,020
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8)	(10)	(12)	(14)	LC tiền thuần trong năm	623	796	(226)	18
Lợi nhuận ròng	354	451	578	718	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,450	2,247	2,020	2,039
Bảng cân đối kế toán	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Các chỉ số cơ bản	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tiền và tương đương tiền	1,450	2,247	2,020	2,039	Tăng trưởng doanh thu thuần	-14.6%	18.9%	19.0%	19.3%
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	Tăng trưởng EBITDA	-43.5%	33.1%	18.9%	21.9%
Phải thu khách hàng	1,982	2,352	2,797	3,332	Tăng trưởng LN từ HĐKD	51.8%	33.7%	120.5%	123.5%
Hàng tồn kho	3,016	3,218	4,200	4,647	Tăng trưởng LN trước thuế	-45.4%	22.4%	28.1%	24.0%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,802	8,132	9,395	10,490	Tăng trưởng LN ròng	-48.2%	27.2%	28.3%	24.1%
Tài sản cố định	38	39	38	38	Tăng trưởng EPS	-48.2%	27.2%	28.3%	24.1%
Xây dựng cơ bản dở dang	15	15	15	15	Biên LN gộp	8.3%	8.5%	8.5%	8.6%
BĐS đầu tư	-	-	-	-	Biên EBITDA	3.4%	3.2%	3.4%	3.5%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
Đầu tư vào công ty LD, LK	19	19	19	19	ROAE	14.2%	14.9%	15.9%	17.6%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	492	243	394	567	ROAA	5.1%	5.6%	6.3%	6.8%
Tổng tài sản dài hạn	657	406	552	719	ROIC	7.2%	7.8%	9.2%	10.0%
Tổng tài sản	7,459	8,537	9,947	11,210	Vòng quay tài sản	2.7	2.8	2.9	3.0
Vay & nợ ngắn hạn	2,321	2,329	2,443	2,799	Cổ tức chi trả/LN ròng	47.1%	24.1%	37.6%	30.3%
Phải trả người bán	1,530	1,758	2,275	2,411	Tổng nợ vay/VCSH	88.6%	66.9%	63.4%	64.1%
Phải trả ngắn hạn khác	558	664	790	942	Nợ vay ròng/VCSH	33.4%	2.4%	11.0%	17.4%
Tổng nợ ngắn hạn	4,816	5,047	6,084	6,833	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	11.8%	1.0%	4.3%	6.8%
Vay & nợ dài hạn	6	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	3.4	5.9	5.5	5.9
Các khoản phải trả khác	11	11	11	11	Số ngày phải thu	38.4	38.4	38.4	38.3
Tổng Nợ dài hạn	16	11	11	11	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	63.8	57.4	62.9	58.4
Tổng nợ	4,832	5,058	6,095	6,844	Số ngày phải trả tiền bán	32.4	31.3	34.1	30.3
Vốn điều lệ	1,672	2,173	2,173	2,173	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	1.6	1.5	1.5
Thặng dư vốn cổ phần	61	61	61	61	Khả năng thanh toán nhanh	0.8	1.0	0.9	0.9
Cổ phiếu quỹ	(6)	(6)	(6)	(6)	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.4	0.3	0.3
LN giữ lại	867	1,217	1,583	2,087	Định giá				
Các quỹ thuộc VCSH	0	3	8	19	EPS	1,631	2,075	2,662	3,302
Vốn chủ sở hữu	2,594	3,447	3,819	4,333	BVPS	12,086	16,012	17,727	20,093
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	32	32	32	P/E	38.3	22.2	17.3	13.9
Tổng vốn chủ sở hữu	2,627	3,480	3,852	4,366	P/B	5.2	2.9	2.6	2.3
Tổng nợ và VCSH	7,459	8,537	9,946	11,210					

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly