

Ngành phân phối

Báo cáo lần đầu

Tháng 10, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **35.300**

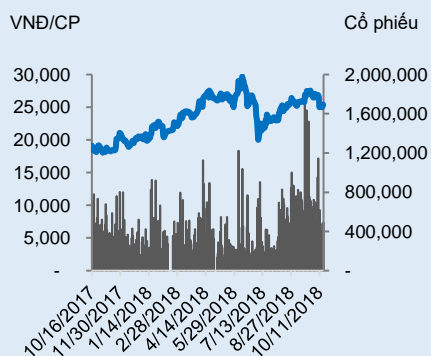
Giá thị trường (17/10/2018) 25.400

Lợi nhuận kỳ vọng **+39%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.050-29.700
Vốn hóa	1.031 Bn VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	40.600.278
KLGD bình quân 10 ngày	618.400
% sở hữu nước ngoài	9,13%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,5%
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGW	24,9%	-5,6%	10,9%	-2,3%
VN-Index	-2,4%	-3,3%	4,7%	-5,6%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Thế giới số

Ticker: DGW

Reuters: DGW.HM

Bloomberg: DGW VN

Xiaomi và Nokia cùng cổ triển vọng tăng trưởng từ năm 2019

- **Báo cáo lần đầu với khuyến nghị OUTPERFORM.** Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu cho Công ty CP Digiworld (HOSE: DGW) với khuyến nghị OUTPERFORM và mức giá mục tiêu trong năm là 35.300VNĐ/CP (lợi nhuận kỳ vọng là 39%). DGW là nhà cung cấp dịch vụ phát triển thị trường (MES) hàng đầu tại Việt Nam. Với mô hình kinh doanh đặc biệt và chiến lược phân phối đa kênh hiệu quả, Công ty tham gia kinh doanh các sản phẩm ICT (mảng chính) bao gồm: 1) máy tính xách tay và máy tính bảng, 2) điện thoại di động và 3) thiết bị văn phòng; và gần đây bắt đầu đầu tư vào hàng tiêu dùng và cung cấp 4) thực phẩm chức năng, và 5) hàng tiêu dùng nhanh (FMCG).
- **Mảng kinh doanh chính ICT: Xiaomi và Nokia mang đến sự phục hồi rõ nét trong mảng điện thoại.** Thị trường điện thoại, mặc dù đã bước vào giai đoạn ổn định, vẫn có cơ hội tăng trưởng tiếp nhờ 1) tăng doanh số điện thoại thông minh (hiện chiếm 30%); và 2) nhu cầu nâng cấp điện thoại của tầng lớp trung lưu và giàu có. Về phía công ty, chúng tôi cho rằng DGW có thể tận dụng 1) mô hình kinh doanh độc đáo, 2) chiến lược phân phối đa kênh hiệu quả và 3) vị trí độc quyền để phân phối các sản phẩm của Xiaomi và Nokia tốt hơn thị trường chung. Về phía các nhà sản xuất, chúng tôi cho rằng hệ số giá trên giá trị vượt trội của Xiaomi và Nokia, cùng với tham vọng của những nhãn hàng này tại thị trường Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh doanh cốt lõi của DGW trong trung hạn. Chúng tôi dự báo doanh thu thiết bị cầm tay sẽ đạt 2.408 tỷ đồng (+220% yoy) trong năm 2018 và 4.994 tỷ đồng (+ 107% yoy) trong năm 2019.
- **... kết hợp với tăng trưởng mạnh trong mảng máy tính xách tay & máy tính bảng và thiết bị văn phòng.** Chúng tôi dự báo doanh thu laptop & tablet vẫn tăng trưởng ổn định ở mức 1,4% yoy lên mức 2.297 tỷ VNĐ trong 2018 và 2.330 tỷ VNĐ trong 2019. Dự báo được đưa ra dựa trên 1) vị thế dẫn đầu, 2) sự tập trung chiến lược vào nhu cầu mang tính dẫn dắt và các khách hàng mục tiêu của các doanh nghiệp có nhu cầu quy mô lớn. **Thiết bị văn phòng:** Do lợi thế ít cạnh tranh có ở phần lớn các sản phẩm và dịch vụ, chúng tôi dự báo mảng thiết bị văn phòng tăng trưởng ở mức 36,7% trong 2018 và 35,4% trong 2019.
- **Mảng hàng tiêu dùng mới: động lực tăng trưởng chính trong dài hạn.** Với độ mạnh mẽ của thị trường, chúng tôi nhận thấy có sự gia tăng đột biến nhu cầu về dịch vụ phát triển thị trường trong ngành chăm sóc sức khỏe và FMCG tại Việt Nam do 1) Sự gia nhập ồ ạt của nhiều công ty nước ngoài đòi hỏi các dịch vụ phát triển thị trường chuyên nghiệp nhằm giảm thiểu các rào cản pháp lý và văn hóa, 2) Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu giàu có của Việt Nam với thu nhập đầu người ngày càng tăng. Vì phân khúc này vẫn còn trong giai đoạn đầu phát triển, chúng tôi hy vọng nó sẽ trở thành động lực tăng

trưởng trong dài hạn của công ty khi 1) mạng phân phối đa kênh trở nên vững chắc hơn, 2) nhận diện thương hiệu tốt hơn và người tiêu dùng có ý thức chăm sóc sức nhiều hơn, do các hoạt động tiếp thị và giáo dục. Chúng tôi dự báo mảng này chiếm khoảng 2% tổng doanh thu (+139% yoy) trong năm 2018 và 3% tổng doanh thu (+100% yoy) trong năm 2019.

Các diễn biến khác: DGW đang lên kế hoạch phát hành riêng lẻ 6 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược trong quý 4 năm 2018, hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm đầu. Ngoài ra, công ty còn phát hành 1,2 triệu cổ phiếu ESOP (không hạn chế chuyển nhượng). Tổng số cổ phiếu đã phát hành là 7,2 triệu, tương đương 17,7% tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

Khuyến nghị: DGW đóng cửa ở mức 25.400 đồng/CP vào ngày 17/10/2018, tương ứng với P/E forward 2018 là 10,0 lần và P/S 2018 là 0,18 lần. Với triển vọng tăng trưởng cao, chúng tôi cho rằng mức P/E forward 2019 6,7 lần và P/S forward 2019 là 0,12x vẫn còn khá hấp dẫn, chủ yếu nhờ 1) **mảng kinh doanh cốt lõi khởi sắc hơn**, do i) Xiaomi vẫn nuôi tham vọng mở rộng thị phần tại Việt Nam (+2% thị phần smartphone mỗi năm), trong khi phân phối độc quyền cho các sản phẩm Nokia ở miền Nam sẽ đóng góp vào sự cải thiện chung của mảng này, ii) nhà bán sỉ máy tính xách tay và máy tính bảng hàng đầu, iii) mảng thiết bị văn phòng ít phải cạnh tranh hơn nên có tăng trưởng và biên lợi nhuận tốt hơn, và iv) mô hình kinh doanh dịch vụ phát triển thị trường độc đáo và phương pháp tiếp cận đa kênh hiệu quả. Cùng với **phân khúc hàng tiêu dùng đầy hứa hẹn**, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ trở thành tăng trưởng giá trị chính của công ty trong dài hạn. Vị thế tài chính của công ty còn rất tốt nếu so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. Bằng cách kết hợp phương pháp P/E và P/S với trọng số 50:50, chúng tôi đã đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng là **35.300 đồng/CP** và khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DGW, tương ứng **tổng mức sinh lời là 39%**.

Rủi ro giảm giá: 1) Rủi ro pha loãng, 2) Rủi ro cannibalization tiềm tàng, 3) Sức mua sản phẩm Xiaomi yếu hơn kỳ vọng do cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà sản xuất dtdd và 4) Xiaomi và Nokia trực tiếp hợp tác với các nhà bán lẻ địa phương.

Hình 1: Chỉ số tài chính và định giá của DGW

Tỷ VNĐ	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	3.800	3.821	5.802	8.855
EBITDA	93	116	139	203
EBIT	89	93	133	195
LNST-sau cđts	67	78	102	152
EPS (VNĐ)	1.701	1.892	2.540	3.769
P/E (x)	8,8x	10,6x	10,0x	6,7x
Tỷ suất cổ tức (%)	4,4%	3,7%	3,0%	2,1%
P/B (x)	0,9x	1,2x	1,6x	1,8x
ROE (%)	10,8%	12,0%	13,5%	17,4%
Tổng nợ/VCSH (x)	0,5x	0,9x	1,2x	1,6x
P/S (x)	0,2x	0,3x	0,2x	0,1x

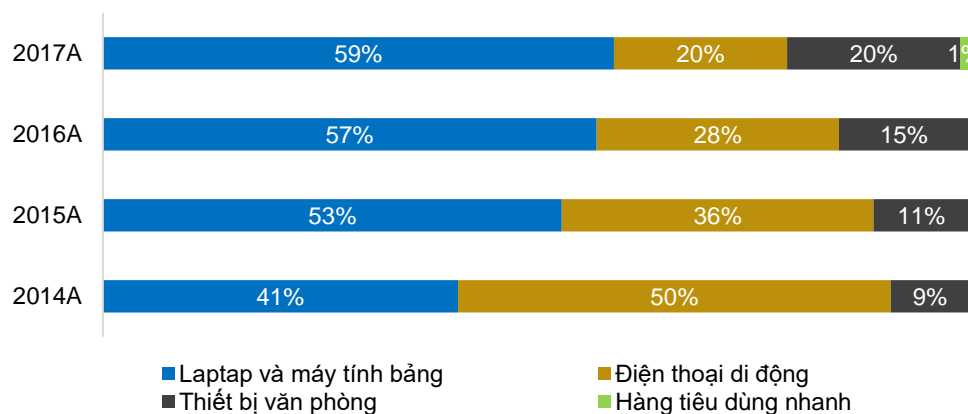
Nguồn: DGW, BVSC

Tổng quan doanh nghiệp

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP: CTCP Thế giới số (HOSE: DGW) là một nhà cung cấp dịch vụ phát triển thị trường (MES) hàng đầu tại Việt Nam. Với mô hình kinh doanh đặc biệt và chiến lược phân phối đa kênh hiệu quả, Công ty tham gia kinh doanh các sản phẩm ICT (mảng chính) bao gồm: 1) máy tính xách tay và máy tính bảng, 2) điện thoại di động và 3) thiết bị văn phòng; và gần đây bắt đầu đầu tư vào hàng tiêu dùng với 4) thực phẩm chức năng, và 5) hàng tiêu dùng nhanh (FMCG).

MẢNG CHÍNH, PHÂN PHỐI SẢN PHẨM ICT, VẪN LÀ MẢNG ĐÓNG GÓP DOANH THU CHÍNH. Trong năm 2017, các hoạt động kinh doanh chính của DGW, bao gồm cung cấp MES và phân phối điện thoại, máy tính xách tay và máy tính bảng, và thiết bị văn phòng tạo ra 3.770 tỷ doanh thu (chiếm 99% tổng doanh thu) trong khi mảng thực phẩm chức năng chỉ mang đến 50 tỷ doanh thu (1% tổng doanh thu).

Hình 2: Cơ cấu doanh thu DGW giai đoạn 2014-2017



Nguồn: DGW, BVSC

Máy tính xách tay và máy tính bảng (59% tổng doanh thu 2017): nhà phân phối hàng đầu & là mảng đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận. Mảng máy tính xách tay và máy tính bảng vẫn là động lực tăng trưởng chính của công ty khi đóng góp trên 50% tổng doanh thu (tăng trưởng doanh thu kép là 6,5% trong giai đoạn 2013-17). Công ty tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành, mở rộng thị phần từ 27% trong 2016 lên 31% trong năm 2017 dựa trên mối quan hệ chặt chẽ với các thương hiệu nổi tiếng và trình độ chuyên môn cao, giúp công ty có thể cung cấp nhiều sản phẩm tại nhiều phân đoạn. Trong tương lai, chiến lược của công ty là 1) tận dụng nhu cầu theo xu hướng của khách hàng và cung cấp các sản phẩm có giá trị cao hơn và 2) tập trung hơn vào khách hàng doanh nghiệp thường có nhu cầu lớn hơn.

Hình 3: Các đối tác laptop & tablet chính của DGW



Nguồn: DGW

Mảng Điện thoại di động (20% doanh thu 2017): bị ảnh hưởng bởi Nokia, việc cung cấp MES cho Xiaomi vẫn là một ẩn số tiềm năng. Do Nokia chiếm tới 90% doanh thu ĐTDD trong năm 2015, nên tăng trưởng doanh thu của mảng này giảm mạnh sau khi Microsoft mua lại Nokia (tăng trưởng doanh thu kép 2013-2017 là -6.3%). Kể từ đó, các đối tác điện thoại hàng đầu của công ty bao gồm Freetel, Lenovo, Intex, Sharp và Xiaomi.

- **Liệu Xiaomi có đủ sức thay đổi cuộc chơi?** DGW đã cung cấp MES độc quyền cho Xiaomi từ năm 2017. Điều này có thể giúp thay đổi cuộc chơi trong phân khúc này, dựa trên 1) Tham vọng thâm nhập vào thị trường Việt Nam ngày càng lớn của Xiaomi, 2) Hệ số giá trên giá trị vượt trội của Xiaomi đang dần thay đổi nhận thức về hàng "Made in China", và 3) kiến thức chuyên sâu về thị trường và mạng lưới phân phối rộng lớn của DGW trên toàn quốc.
- **Động lực tăng trưởng của phân khúc này sẽ là gì?** Theo ban giám đốc, động lực tăng trưởng của phân khúc này là 1) số lượng thương hiệu ĐTDD mà công ty đang cung ứng và 2) sức mạnh thương hiệu, giúp cải thiện tăng trưởng của công ty và do đó, tạo nên sự khác biệt của công ty so với thị trường ĐTDD tổng thể ở Việt Nam.
- **Chiến lược trong tương lai** là 1) tiếp tục tập trung vào phân khúc thấp và trung cấp, thu hút nhu cầu từ giai cấp trung lưu đang ngày càng đông đảo và 2) tìm kiếm thêm cơ hội MES độc quyền để phát triển thêm nhiều thương hiệu.

Thiết bị văn phòng (20% doanh thu năm 2017): lợi nhuận ổn định do ít cạnh tranh. Phân khúc này đã đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng là 23.7 trong giai đoạn 2013-17 trong khi vẫn giữ mức lợi nhuận gộp ổn định trên 9%. Trong phân khúc này, công ty đang cung ứng một danh mục khá lớn các sản phẩm và dịch vụ công nghệ cho một cơ sở khách hàng, bao gồm các tập đoàn tư nhân và chính phủ. Theo ban giám đốc, với một nhà sản xuất có một số sản phẩm hướng đến các phân khúc thị trường khác nhau, mỗi nhà phân phối chịu trách nhiệm hoàn toàn về các nhóm và phân khúc sản phẩm khác nhau, nhằm hạn chế cạnh tranh giữa các công ty địa phương. Trong tương lai, chiến lược tăng trưởng của công ty là 1) tìm thêm các danh mục sản phẩm có giá trị cao hơn và 2) tìm kiếm nhiều hợp đồng dịch vụ hơn để tận dụng lợi thế về quy mô.

Hình 4: Mảng thiết bị văn phòng của DGW: Nhóm sản phẩm và dịch vụ

PC, Máy chủ	    
Màn hình	     
Giải pháp về năng lượng	 
Máy in	 
Phụ kiện	   
Giải pháp lưu trữ	 
Giải pháp mạng lưới	 
Phần mềm	 
Tư vấn điện toán đám mây	 

Nguồn: DGW

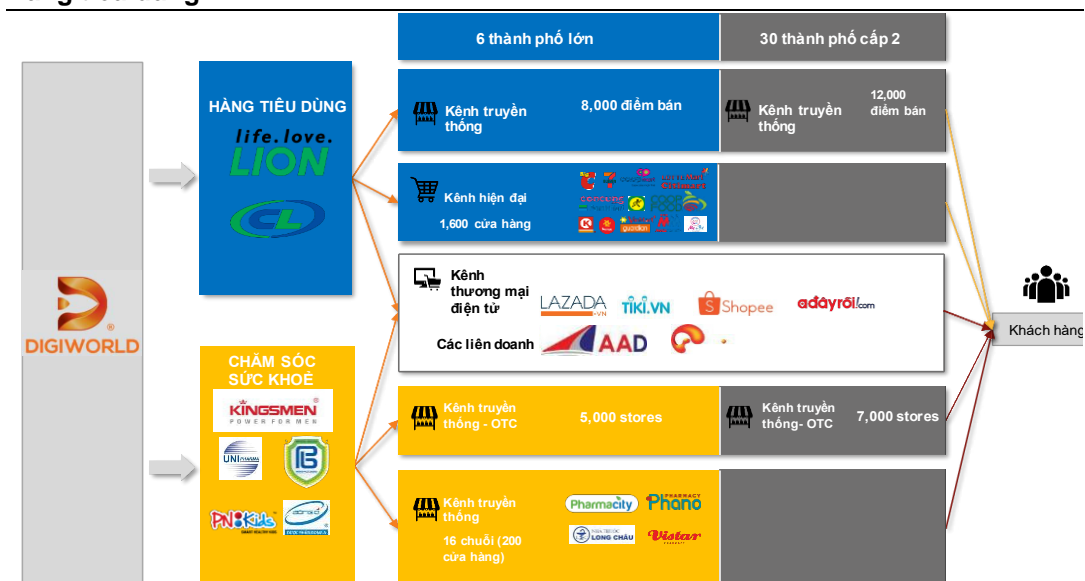
HÀNG TIÊU DÙNG (1% tổng doanh thu 2017): kết quả tích cực trong ngắn hạn và động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Thực phẩm chức năng: kết quả tích cực trong ngắn hạn. Việc mua lại 80% cổ phần từ một công ty thực phẩm chức năng và đưa ra giới thiệu Kingsmen, một sản phẩm chăm sóc sức khỏe dành cho nam giới vào cuối Q3 2017, đã chính thức đánh dấu bước đi chiến lược của DGW đối với ngành chăm sóc sức khỏe. **FMCG: mua lại nhà phân phối độc quyền các sản phẩm Lion.** DGW đã mua lại thành công công ty phân phối độc quyền cho tập đoàn Lion là Công ty TNHH CL vào quý 3 năm 2017. Lion Corporation là một tập đoàn có trụ sở tại Nhật Bản, chuyên sản xuất các sản phẩm vệ sinh cá nhân và gia dụng theo nhu cầu cụ thể của giai cấp trung lưu đang ngày càng quan tâm tới việc bảo vệ sức khỏe. Phân khúc này đã mang lại những kết quả tích cực ban đầu, tạo ra 50 tỷ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 44,3%.

Sự bành trướng của Lion ở các thị trường mới nổi. Lion tăng trưởng ấn tượng ở thị trường nước ngoài, như Thái Lan (+ 105% yoy) và Malaysia (+ 108% yoy) trong năm 2017, tạo nền tảng để chúng tôi kỳ vọng rằng sản phẩm Lion sẽ thâm nhập thành công tại Việt Nam.

Trọng tâm trong ngắn hạn đến trung hạn: giáo dục người tiêu dùng, nâng cao nhận thức về thương hiệu và xây dựng các kênh phân phối. Theo ban giám đốc, DGW hướng tới nâng cao nhận thức về thương hiệu cùng với giáo dục người tiêu dùng Việt Nam thông qua 1) các chiến dịch giáo dục về nha khoa phòng ngừa và rửa tay cho trẻ em và cha mẹ, 2) tiếp thị kỹ thuật số cùng với tiếp thị ngoại tuyến tại các trung tâm mua sắm, và 3) củng cố hệ thống phân phối với chiến lược rõ ràng: tập trung vào các kênh thương mại hiện đại tại 6 thành phố cấp 1 vào năm 2018 và sau đó tập trung vào các kênh thương mại tổng hợp để tiếp cận người tiêu dùng tốt hơn, đặc biệt là tại các thị trường ngách. **Chiến lược dài hạn: nhắm đến việc cộng tác với nhiều thương hiệu hơn.** Trong tương lai, công ty đang nhắm đến việc cộng tác với các công ty tiềm năng để đa dạng hóa danh mục sản phẩm hiện có của mình.

Hình 5: Kế hoạch của DGW nhằm xây dựng hệ thống phân phối đa kênh cho mảng hàng tiêu dùng



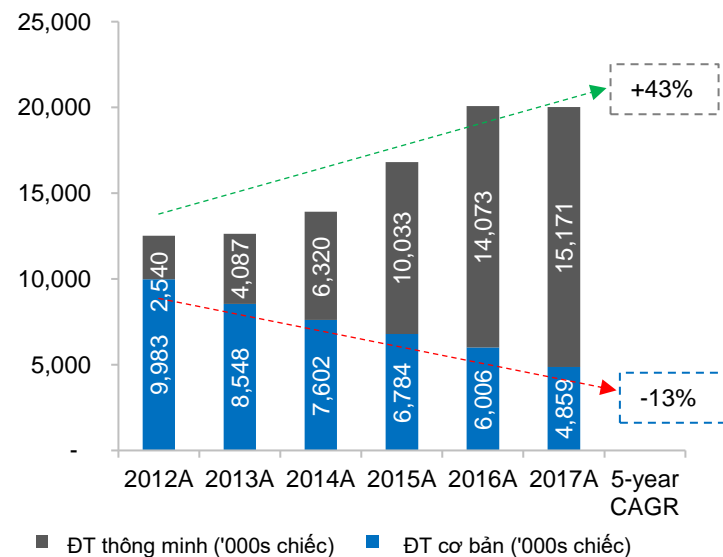
Nguồn: DGW

Tổng quan ngành

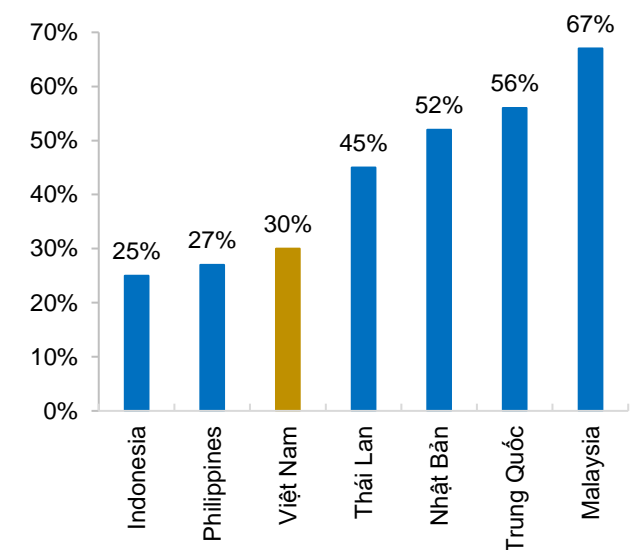
Điện thoại di động: Thị trường vẫn tiếp tục phát triển nhưng tốc độ đã giảm

Thị trường điện thoại di động tại Việt Nam đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 5 năm qua với tăng trưởng 11% về số lượng hàng bán và 21% về doanh số trong giai đoạn 2012-2017 khi điện thoại thông minh đang ngày càng phổ biến hơn. Trong tương lai, EuroMonitor dự báo thị trường điện thoại di động Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng vừa phải trong giai đoạn 2017-22 với mức CAGR là 0,5% về số lượng và 8,3% về giá trị. Chúng tôi cho rằng thị trường dù dường như đã bước vào giai đoạn ổn định, nhưng vẫn có tiềm năng tăng trưởng để vượt qua mức dự báo khiêm tốn của EuroMonitor, dựa trên 1) chuyển đổi mạnh hơn từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh và 2) chu kỳ thay đổi điện thoại của chủ sở hữu hiện tại là trong vòng 2 năm, theo khảo sát của Nhóm nghiên cứu Berkeley.

Hình 6: Tăng trưởng thị trường ĐTDĐ được hỗ trợ bởi độ phổ biến ngày càng tăng của điện thoại thông minh



Hình 7: Hiện chỉ có 30% dân số tại Việt Nam sở hữu điện thoại thông minh



Nguồn: EuroMonitor

Nguồn: Báo cáo thị trường điện thoại toàn cầu của Newzoo, tháng 5 2018

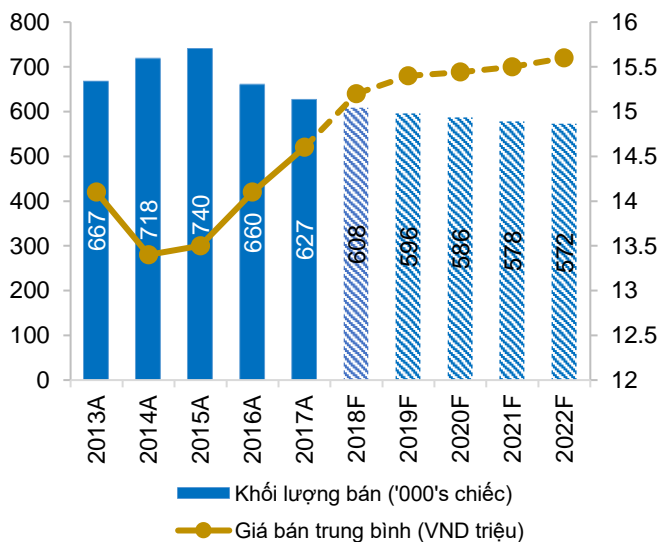
Dịch chuyển từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh: Sự thống trị của điện thoại thông minh tại thị trường Việt Nam đang ngày càng tăng với tốc độ CAGR giai đoạn 2012-2017 là 44% về số lượng hàng bán và 34% về doanh số. Những con số này thực sự hàm nghĩa điều gì? Chúng tôi cho rằng việc doanh số tăng trưởng chậm hơn số lượng hàng bán xuất phát từ áp lực cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất ĐTDĐ, dẫn đến giá bán trung bình giảm. Khi điện thoại thông minh đang ngày càng rẻ và nhiều chức năng hơn, chúng tôi nhận thấy có một xu hướng dịch chuyển sang điện thoại thông minh của người dùng Việt Nam, thể hiện ở việc doanh số smartphone tăng từ 20% năm 2012 lên 80% thị phần. Tuy nhiên, tỷ lệ người dùng điện thoại thông minh trên tổng dân số của Việt Nam vẫn còn thấp (chỉ 30% vào tháng 5 năm 2018) so với các nước trong khu vực, nghĩa là sẽ có một sự chuyển đổi trên diện rộng sang điện thoại thông minh trong những năm tới.

Tận dụng nhu cầu thay mới điện thoại: Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ thay thế điện thoại thông minh tại Việt Nam, trung bình là trong vòng 2 năm, cùng với sự gia tăng thu nhập đầu người sẽ giúp hỗ trợ tăng trưởng thị trường điện thoại di động trong tương lai.

Máy tính xách tay & máy tính bảng: Hợp nhất thị trường có lẽ vẫn tiếp tục

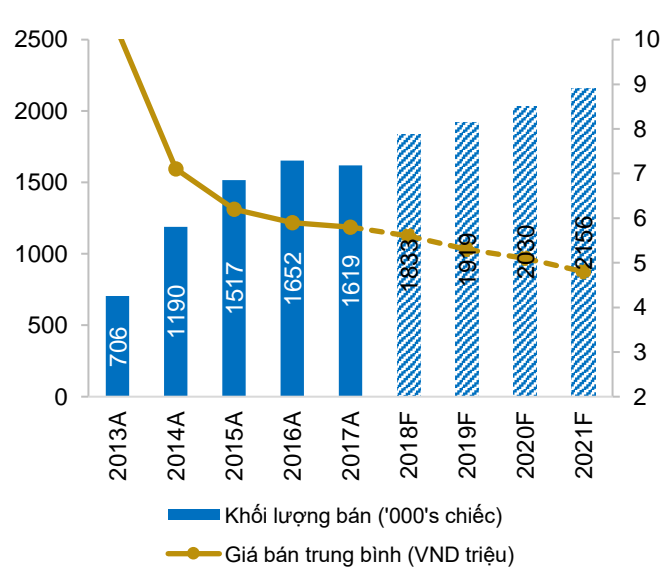
Thị trường máy tính xách tay tại Việt Nam đang bước vào giai đoạn bão hòa (tăng trưởng số lượng hàng bán -0.67% và tăng trưởng doanh số -0.74% trong giai đoạn 2012-17). Dù thị trường máy tính bảng nhìn chung có vẻ tăng trưởng ổn ở mức 46% về số lượng hàng bán và 29% về doanh số, chúng tôi cũng cần nhấn mạnh rằng tăng trưởng của mảng này đang có xu hướng giảm trong ba năm qua, thậm chí chuyển sang tăng trưởng - 4% yoy về doanh số trong năm 2017. Sự sụt giảm này là do 1) số lượng hàng bán giảm -2% yoy trong năm 2017 và 2) giá bán trung bình giảm từ 10.5 triệu đồng năm 2012 xuống 5,6 triệu đồng trong năm 2017, do sự thống trị mạnh mẽ của điện thoại thông minh có giá cả hợp lý và nhiều chức năng.

Hình 8: Động lực tăng trưởng chính của mảng máy tính xách tay: tăng giá bán



Nguồn: EuroMonitor

Hình 9: Động lực tăng trưởng chính của mảng máy tính bảng: tăng khối lượng



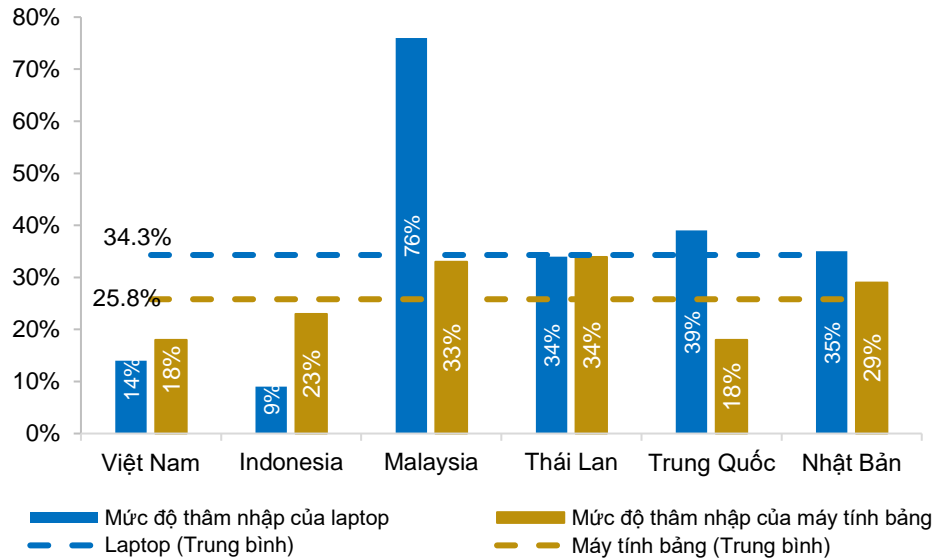
Nguồn: EuroMonitor

Trong tương lai, EuroMonitor dự báo hợp nhất thị trường có lẽ vẫn tiếp diễn ở thị trường máy tính xách tay tại Việt Nam với tăng trưởng doanh thu máy tính bảng -1% trong giai đoạn 2017-22 trong khi cho rằng thị trường máy tính bảng sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định với mức tăng trưởng khiêm tốn 1% mỗi năm. Động lực tăng trưởng chính cho các phân khúc này như sau:

- **Thị trường máy tính xách tay:** giá bán tăng đã giúp bù đắp phần nào cho sự sụt giảm tăng trưởng số lượng, nên doanh số tăng trưởng âm -1% trong giai đoạn 2017-22. Đó là nhờ thị trường kinh doanh tại Việt Nam khá sôi động trong giai đoạn này và người mua mục tiêu đã chuyển sang các doanh nhân, người sẵn sàng trả giá cao hơn để có được thiết bị tốt hơn.
- **Thị trường máy tính bảng:** Việc giá bán tiếp tục giảm sẽ thúc đẩy tăng trưởng khối lượng hàng bán và do đó, hỗ trợ tăng trưởng về doanh số (CAGR trong 2017-22 là 1,0%).
- **Tỷ lệ thâm nhập thấp của mảng máy tính xách tay và máy tính bảng hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng.** Tỷ lệ thâm nhập vào thị trường máy tính xách tay và máy tính bảng tại

Việt Nam lần lượt là 14,4% và 18,6% trong năm 2017. Tỷ lệ này thấp hơn nhiều so với mức trung bình của các nước trong khu vực là 33,4% và 25,8% (xem **Hình 10**), cho thấy tiềm năng tăng trưởng vẫn còn nhiều.

Hình 10: Thâm nhập thấp của mảng máy tính xách tay và máy tính bảng hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng

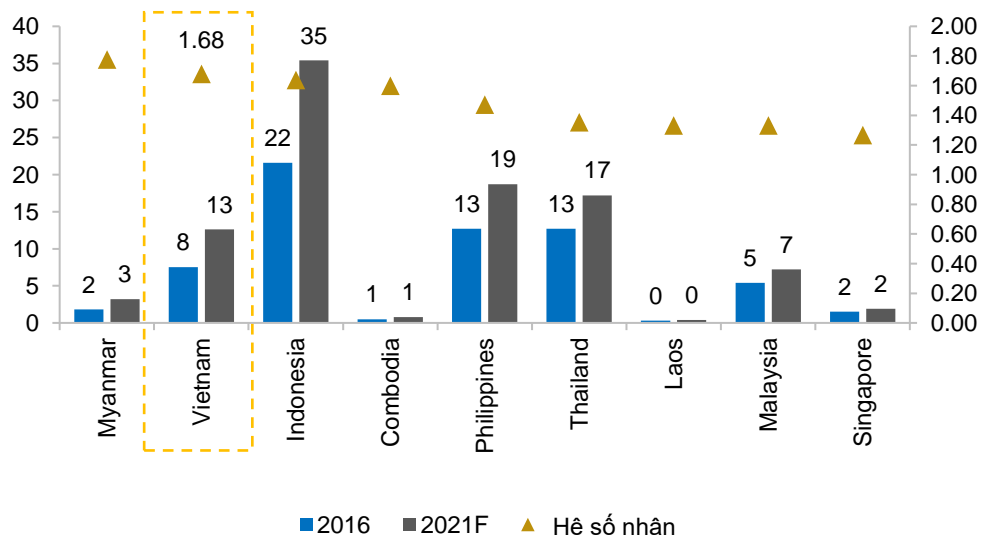


Nguồn: EuroMonitor

Hàng tiêu dùng: Nhiều cơ hội để nắm bắt

Theo Roland Berger, MES đang tăng trưởng nhanh ở Đông Nam Á, đặc biệt trong nhóm FMCG và thực phẩm chức năng, chủ yếu là do 1) sự gia tăng của tầng lớp trung lưu, 2) thu nhập có xu hướng tăng và 3) các doanh nghiệp gặp rào cản pháp lý và văn hóa khi bước vào thị trường mới nổi với độ mạnh mẽ cao.

















Hình 11: Việt Nam là một trong các thị trường FMCG tăng trưởng nhanh nhất



Nguồn: Roland Berger Report, 2017

- Trong trường hợp của Việt Nam, quy mô thị trường FMCG là 21,7 tỷ USD trong năm 2016; trong đó, MES chỉ chiếm 7,5 tỷ USD (~ 35% FMCG), và dự kiến duy trì tốc độ tăng trưởng hai con số 10,9%/năm và đạt quy mô thị trường 12,6 tỷ USD vào năm 2021, đứng thứ hai trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Các công ty FMCG hàng đầu tại Việt Nam là các nhà phân phối 3A, Tập đoàn MESA và DKSH.
- **Mảng chăm sóc sức khỏe:** Giá trị thị trường năm 2016 là 3,0 tỷ USD, trong đó MES chiếm 77% thị phần (~ 2,3 tỷ USD). Như vậy, thuốc theo toa được dự báo tăng trưởng ở mức 11.0% trong giai đoạn 2016-21 trong khi thuốc OTC tăng trưởng 10.7%, giúp giá trị thị trường của mảng chăm sóc sức khỏe đạt khoảng 4,2 triệu USD vào năm 2021. Ba người chơi hàng đầu trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe bao gồm DKSH, Zuellig Pharma, và các sản phẩm y tế của Việt Nam.
- Do nhu cầu gia công hàng tiêu dùng được dự báo sẽ tiếp tục hiện hữu và lĩnh vực chăm sóc sức khỏe và FMCG có độ phân tán cao, chúng tôi hy vọng các nhà cung cấp MES chuyên nghiệp có năng lực và chuyên môn thị trường cao sẽ có thể nắm bắt các cơ hội tăng trưởng này để mở rộng hoạt động.

Hình 12: Việt Nam là một trong các thị trường FMCG và chăm sóc sức khỏe mạnh mẽ

	Campuchia	Lào	Myanmar	Việt Nam	Indonesia	Malaysia	Thái Lan	Singapore
FMCG	 Rất cao	 Rất cao	 Rất cao	 Cao	 TB	 TB	 TB	 Thấp
Chăm sóc sức khỏe	 Trung bình (TB)	 Rất cao	 Rất cao	 TB	 TB	 TB	 Thấp	 Thấp

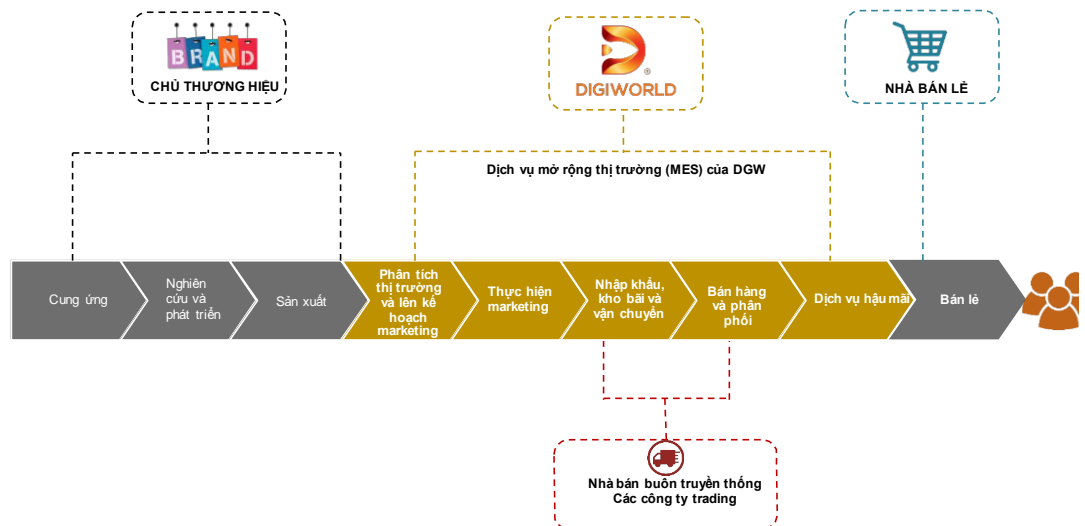
Mức độ mạnh mẽ của thị trường: Rất thấp - ít hơn 3 công ty chiếm lĩnh thị trường; Thấp - một số ít các công ty nắm giữ thị phần tương đối; Trung bình - một số lượng hạn chế các công ty có thị phần đáng kể, mảng quan trọng của thị trường bị chi phối bởi các công ty vừa và nhỏ; Cao - thị trường bị chi phối bởi các công ty vừa và nhỏ; Rất cao - market bị chi phối bởi các công ty vừa và nhỏ và không có công ty nắm quyền chi phối tuyệt đối.

Nguồn: Báo cáo của Roland Berger, 2017

Lợi thế cạnh tranh

Mô hình kinh doanh độc đáo: cung cấp trọn gói các dịch vụ mở rộng thị trường được thiết kế riêng cho từng đối tượng khách hàng. Công ty đã đặc biệt hóa mô hình kinh doanh của mình từ một nhà phân phối ICT thành một nhà cung cấp MES chuyên biệt. Theo đó, MES cung cấp cho khách hàng toàn bộ hoặc một phần trong năm dịch vụ được thiết kế riêng, từ 1) phân tích thị trường và lập kế hoạch tiếp thị, 2) thực hiện tiếp thị, 3) nhập khẩu và kho bãi, 4) bán hàng và phân phối, đến 5) dịch vụ hậu mãi. Các khách hàng mục tiêu chính của mô hình MES bao gồm 1) các nhà sản xuất nước ngoài muốn thâm nhập thị trường Việt Nam và 2) các nhà sản xuất trong nước muốn định vị lại sản phẩm của mình trên thị trường nhưng có chuyên môn hạn chế trong tiếp thị hoặc dịch vụ hậu mãi.

Hình 13: Mô hình kinh doanh độc đáo của DGW



Nguồn: DGW, BVSC

Chúng tôi nghĩ rằng động thái chiến lược trở thành nhà cung cấp MES của công ty là cực kỳ quan trọng khi giúp:

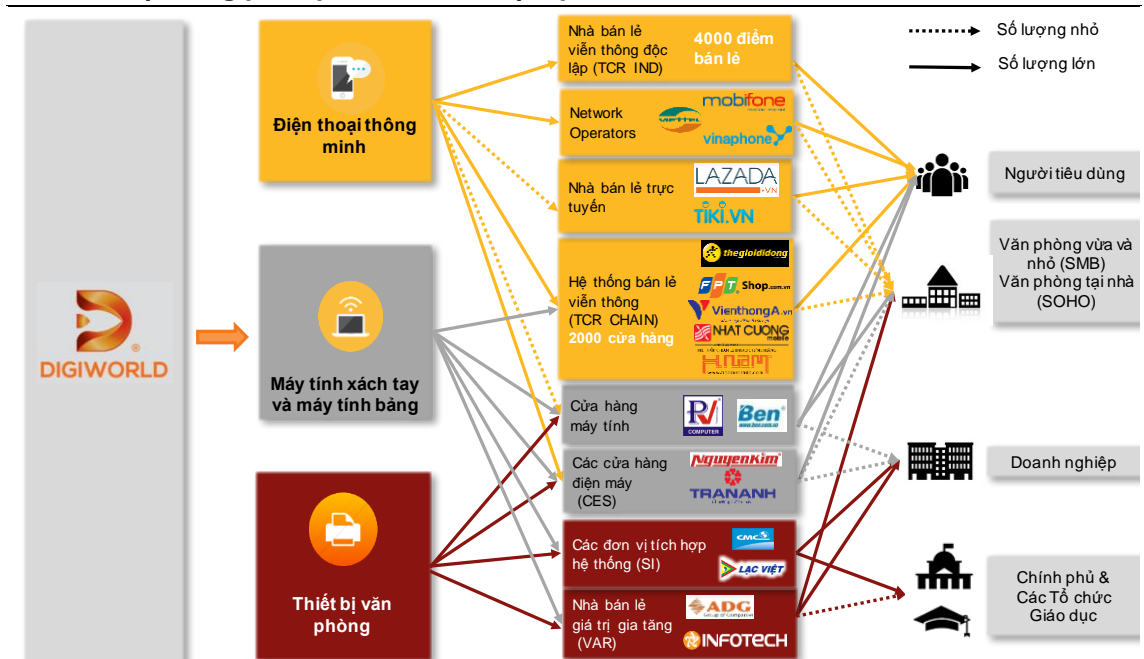
- **Tăng cường năng lực cạnh tranh của mô hình kinh doanh:** so với các nhà bán buôn có phần tụt hậu trong nước như PET và PSD. Theo mô hình phân phối truyền thống, những người bán buôn này sẽ mua theo đơn đặt hàng lớn để được hưởng chiết khấu cao và sau đó bán các sản phẩm này cho các nhà bán lẻ để có tỷ suất lợi nhuận cao.
- **Tăng khả năng thương lượng giá với các nhà cung cấp và bán lẻ:** chủ yếu là do sự xuất hiện nhanh chóng của các kênh bán lẻ thương mại hiện đại như MWG và FRT, quyền lực và biên lợi nhuận của các nhà bán buôn này đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng khi các kênh bán lẻ này có thể trực tiếp nhập khẩu các sản phẩm ICT từ nhà sản xuất. Chúng tôi nghĩ rằng công ty có khả năng thương lượng giá tốt hơn với các nhà cung cấp và nhà bán lẻ nhờ vào mô hình kinh doanh khác biệt của mình.
- **Đa dạng hóa nguồn doanh thu:** Do thị trường ICT có thể sẽ giảm tốc, chúng tôi cho rằng mô hình kinh doanh của DGW sẽ đa dạng hóa dòng doanh thu, giúp thâm nhập vào các lĩnh

vực sinh lời khác như động thái chiến lược gần đây đối với ngành chăm sóc sức khỏe và FMCG.

Kiến thức sâu rộng về lĩnh vực MES sẽ giúp hỗ trợ công ty trong việc chuyển đổi chiến lược sang phân khúc hàng tiêu dùng. Do việc tự thành lập mạng lưới, lực lượng bán hàng và tiếp thị tốn khá nhiều thời gian và tiền bạc cũng như yêu cầu phải có kiến thức sâu rộng về thị trường, chúng tôi cho rằng độ phủ sóng của MES tại thị trường Việt Nam sẽ ngày càng tăng. Ví dụ, một số công ty lớn như Samsung, P&G, và Nestle dù có tiềm lực nhân sự và tài chính cũng có xu hướng thuê ngoài các dịch vụ này từ các nhà cung cấp MES chuyên nghiệp. Trong khi với các nhà sản xuất tập trung vào các hoạt động cốt lõi, thì việc thuê ngoài các nhà cung cấp MES trong nước có vẻ hiệu quả về chi phí và thời gian hơn. Dựa trên việc các nhà cung cấp MES với hiểu biết sâu rộng về thị trường sẽ giúp các công ty mới gia nhập thị trường nắm rõ rủi ro liên quan đến các khác biệt về pháp lý, văn hóa và ngôn ngữ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục tận dụng lợi thế kiến thức của mình trong MES để phát triển phân khúc hàng tiêu dùng.

Chiến lược đa kênh hiệu quả giúp tối ưu hóa khả năng hiển thị của một loạt sản phẩm cũng như mở rộng cơ sở người dùng và trải nghiệm. DGW vận hành một kênh bán lẻ mạnh mẽ kết hợp 1) mạng lưới phân phối hàng đầu trên thị trường với 6.000 điểm bán hàng (PoS) trên toàn quốc trong lĩnh vực ICT (lớn hơn so với 2.500 PoS của FRT) và 7.000 PoS trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe và 877 siêu thị và 22.000 cửa hàng trong lĩnh vực FMCG; và (2) các chợ thương mại điện tử quen thuộc là: Lazada và Tiki. Ngoài ra, để nâng cao trải nghiệm khách hàng đối với tất cả các sản phẩm của Xiaomi, 8 cửa hàng Mi Stores đã được mở tại Việt Nam, trong đó có 2 cửa hàng thuộc sở hữu của DGW trong khi các cửa hàng khác là của đối tác của DGW.

Hình 14: Hệ thống phân phối đa kênh hiệu quả của DGW



Nguồn: DGW, BVSC

Theo Ban giám đốc, trong tương lai, công ty khuyến khích các đối tác bán lẻ mở thêm nhiều cửa hàng Mi Stores, chủ yếu là vì công ty ưu tiên nguồn lực của mình để mở rộng hệ thống phân phối đa kênh trong phân khúc mới. Dựa trên nền tảng phân phối kênh tăng cường, chúng tôi kỳ vọng cách tiếp cận đặc biệt này sẽ hỗ trợ chiến lược tăng trưởng của công ty, giúp công ty hoạt động hiệu quả đồng thời mở rộng phạm vi tiếp cận và trải nghiệm của người dùng, đặc biệt là tìm kiếm các thị trường ngách thông qua hệ thống thương mại chung cho chiến lược dài hạn.

Nhà phân phối độc quyền các sản phẩm Xiaomi trên toàn quốc là động lực tăng trưởng quan trọng ít nhất trong trung hạn... Do thị trường điện thoại thông minh trong nước đang trong giai đoạn tăng trưởng ổn định, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng đang bắt đầu bài xích việc tăng giá bán cao hơn do những cải tiến nhỏ về phần cứng không xứng đáng với 1 mức giá cao hơn. Trong một môi trường như vậy, chúng tôi nhận thấy Xiaomi là một nhân tố tiềm ẩn cho tăng trưởng trong tương lai của DGW, chủ yếu dựa trên các yếu tố sau:

- Hệ số giá trên giá trị ưu việt của Xiaomi: Theo IDC, giá bán bình quân trong năm 2017 của Xiaomi là 149 USD, thấp hơn so với mức giá trung bình thiết bị di động tại Việt Nam trong năm 2017 là 166 USD/chiếc.
- Thành công bước đầu gần đây của sản phẩm điện thoại thông minh Mi8 cho thấy thương hiệu có thể xâm nhập vào các phân khúc có giá bán cao hơn và tập khách hàng rộng hơn, dựa trên nhu cầu thay thế điện thoại thông minh lên điện thoại “thông minh hơn”.
- Chiến lược phát triển: Xiaomi đã phát triển vượt ngoài lãnh thổ Trung Quốc sang các thị trường mới nổi, và gặt hái thành công ở Ấn Độ (21% thị phần trong năm 2017) và Indonesia (18% thị phần trong Q1 2018).
- Mục tiêu mở rộng đầy tham vọng là tăng thị phần lên tới 10% trong vòng 3 năm tại Việt Nam. Kể từ khi thâm nhập thị trường vào tháng 8 năm 2017, thị phần của Xiaomi đã tăng lên đến 5% vào quý 2 năm 2018.

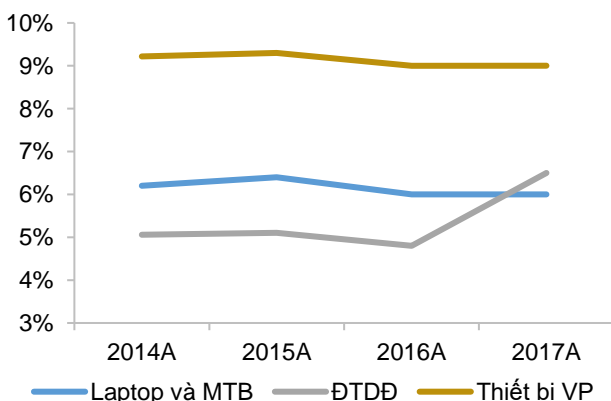
Sự trở lại gần đây của Nokia tiếp tục củng cố quan điểm của chúng tôi. Sự trở lại của Nokia cho thấy kết quả bước đầu khả quan tại thị trường Việt Nam, khi nhãn hàng này đã nhanh chóng chiếm 25% thị phần điện thoại di động chỉ trong vòng 7 tháng. Theo ban giám đốc, công ty đang bắt đầu phân phối độc quyền các sản phẩm của Nokia, bao gồm điện thoại phổ thông, điện thoại thông minh và các thiết bị internet khác trong hệ sinh thái của Nokia ở miền nam trong Q4 năm nay. Đại diện của Nokia đã chỉ ra rằng điện thoại thông minh của Nokia/Microsoft không thể thu hút người dùng do chúng chạy trên hệ điều hành Microsoft, kém thân thiện với người dùng so với Android hoặc iOS. Đến nay, điện thoại Nokia đang thay đổi để chạy trên hệ điều hành Android. Như chúng ta thấy Nokia có uy tín cao về độ bền và hệ số giá trên giá trị cạnh tranh trong cộng đồng điện thoại di động tại Việt Nam, chúng tôi hy vọng Nokia sẽ đóng góp nhiều hơn vào tăng trưởng của công ty trong những năm tới.

Hoạt động tài chính

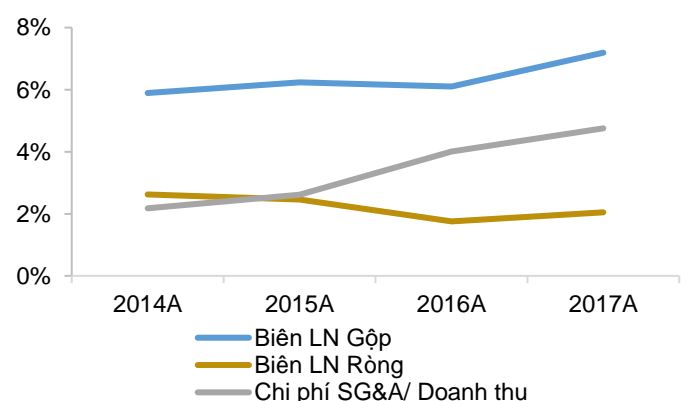
Phân khúc thiết bị văn phòng và máy tính xách tay và máy tính bảng phần nào hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của việc rút lui của Nokia trên phân khúc điện thoại di động. DGW báo cáo tăng trưởng doanh thu -8% và tăng trưởng lợi nhuận -15% trong giai đoạn 2014-17. Việc Microsoft mua lại Nokia trong năm 2015 đã tác động mạnh đến mảng điện thoại di động (tăng trưởng trong giai đoạn 2014-17 là -33%), được cải thiện phần nào nhờ tăng trưởng mạnh mẽ của mảng máy tính xách tay và máy tính bảng và thiết bị văn phòng với tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2014-17 lần lượt là 4% và 21%.

- **Năm 2017, doanh thu thuần của DGW đạt 3.820 tỷ đồng, tăng 0,5% yoy**, chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh của mảng thiết bị văn phòng (751 tỷ đồng, + 34,2% yoy) cùng với tăng trưởng ổn định của phân khúc laptop và máy tính bảng (2.266 tỷ đồng, + 4,4% yoy). Trong khi đó, phân khúc thiết bị cầm tay tiếp tục đà giảm (752 tỷ đồng, -30% yoy). Mảng thực phẩm chức năng đóng góp không đáng kể vào doanh thu.
- **Biên lợi nhuận gộp tổng hợp của DGW là 7,2% trong năm 2017**, thấp hơn mức trung vị ngành là 10,5%, nhưng vẫn cao hơn lợi nhuận gộp năm trước vào khoảng 6% và các công ty khác trong nước như PET hoặc PSD. Với lợi nhuận ổn định trong mảng máy tính xách tay và máy tính bảng cũng như thiết bị văn phòng, chúng tôi cho rằng việc gia tăng biên lợi nhuận gộp chủ yếu phụ thuộc vào 1) mảng điện thoại di động tạo ra biên lợi nhuận cao hơn do công ty bắt đầu cung cấp MES chứ không đơn thuần là phân phối sản phẩm như trong những năm trước và 2) sản phẩm thực phẩm chức năng mới có lợi nhuận cao với biên lợi nhuận gộp là 44,3%, đóng góp 8% vào tổng lợi nhuận gộp của công ty.
- **Chi phí tài chính** chỉ chiếm một phần nhỏ trong cơ cấu chi phí. Trong năm 2017, chi phí này là 24 tỷ đồng, tương đương 0,6% tổng doanh thu. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt 78 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận ròng vẫn ở mức 2,1% so với mức 1,8% của năm 2016.
- **Vị thế tài chính của công ty vào cuối năm 2017 vẫn khá tốt.** Vay ngắn hạn là 621 tỷ đồng trong khi vẫn không có nợ dài hạn, nên hệ số tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu và tổng nợ trên tổng tài sản ở mức 0,9x và 0,4x, cao hơn số liệu năm ngoái nhưng vẫn tốt hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành khác như PET hoặc PSD sử dụng đòn bẩy lớn.

Hình 15: Biên lợi nhuận gộp theo mảng



Hình 16: Lợi nhuận & chi phí hoạt động



Triển vọng 2018 & 2019

Điểm nhấn chính của kết quả kinh doanh H1 2018: Trong 6 tháng đầu năm 2018, doanh thu thuần của DGW đạt 2.637 tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ tăng trưởng ấn tượng trong 1) mảng điện thoại di động (1.204 tỷ đồng, +360% yoy) và 2) phân khúc thiết bị văn phòng (484 tỷ đồng, +53% yoy). Nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của phân khúc điện thoại di động, cơ cấu doanh thu có vẻ đa dạng hơn khi máy tính xách tay và máy tính bảng không còn là mảng đóng góp doanh thu chính.

- **Phân khúc máy tính xách tay và máy tính bảng (chiếm 35% tổng doanh thu):** Doanh thu đạt 912 tỷ đồng, giảm 7% so với cùng kỳ năm trước, do 6 tháng đầu năm thường là mùa cao điểm cho máy tính xách tay.
- **Phân khúc điện thoại di động (chiếm 46% tổng doanh thu):** tăng mạnh với mức tăng trưởng 360% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào sự đóng góp của Xiaomi (~ 1.092 tỷ đồng, 90% doanh thu điện thoại di động). Ngoài ra, thị phần của Xiaomi tại Việt Nam đã nhanh chóng tăng lên 5% vào quý 2 năm 2018 sau 9 tháng thâm nhập thị trường. Chúng tôi cho rằng chiến lược “flash sales” gần đây của công ty đã giúp tăng nhanh thị phần của Xiaomi tại Việt Nam. Chương trình khuyến mãi “flash sale” được thực hiện bởi sự kết hợp giữa 1) nhà sản xuất: Xiaomi, 2) nhà bán lẻ trực tuyến: Tiki, Lazada và 3) nhà phân phối độc quyền: DGW, đưa ra mức giảm giá sốc trong khoảng thời gian ngắn để đẩy doanh số bán hàng và qua đó tăng độ nhận diện thương hiệu và cả thị phần.
- **Phân khúc thiết bị văn phòng (18% tổng doanh thu):** 484 tỷ đồng, tăng 53% so với cùng kỳ, nhờ vào một số hợp đồng lớn, bao gồm Giải pháp Năng lượng (64 tỷ đồng) và thiết bị internet (46 tỷ đồng) từ Xiaomi.
- **Hàng tiêu dùng (2% tổng doanh thu):** đóng góp 41 tỷ đồng doanh thu, trong đó doanh thu FMCG chiếm 80%, còn lại là đóng góp từ thực phẩm chức năng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp gộp của DGW là 5,8%, thấp hơn mức tăng 6,6% của H1 2017. Theo quan điểm của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp giảm có thể là do các chiến lược quảng bá sản phẩm của Xiaomi đã làm giảm lợi nhuận của mảng này. Mặt khác, chúng tôi nhận thấy chiến lược flash sale đã giúp công ty tăng cường hiệu quả hoạt động của mình, củng cố các chỉ số hiệu quả kinh doanh và cải thiện dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Tỷ suất chi phí quản lý DN (chi phí bán hàng & quản lý) trên doanh thu thuần là 4,3%, cao hơn so với 6 tháng đầu năm 2017 là 3,7%. Theo ban giám đốc, việc gia tăng tỷ suất chi phí quản lý DN trên doanh thu gần đây chủ yếu là do công ty đang mở rộng mạng lưới phân phối cho phân khúc hàng tiêu dùng, trong đó kênh bán lẻ thương mại tổng hợp được ưu tiên hàng đầu.

Tình hình tài chính của DGW vào quý 1 năm 2018 vẫn khá tốt với tổng tiền mặt lên tới 108 tỷ đồng, tương đương 9% tổng tài sản, cao hơn so với mức 2,1% vào đầu năm 2017. Công ty duy trì một bảng cân đối lành mạnh với nợ ngân hàng thấp (nợ ngắn hạn: 501 tỷ đồng (-19% YTD), và không có nợ dài hạn), nên hệ số tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu và tổng nợ trên tổng tài sản ở mức lần lượt là 0,7x và 0,3x.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2018

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2018 là 5.803 tỷ đồng (+ 52% yoy), trong đó doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính chiếm 98%, 2% còn lại thuộc về mảng hàng tiêu dùng mới. LNST-sau cđts ước tính đạt 103 tỷ đồng (+ 31% yoy).

Dự báo kết quả kinh doanh được xây dựng dựa trên các giả định chính sau đây:

1. Chúng tôi dự báo mảng máy tính xách tay và máy tính bảng đạt 2.297 tỷ đồng, tăng 1,4% so với cùng kỳ năm ngoái, dựa trên i) hiệu quả hoạt động tốt hơn trong H2 2018, ii) kiến thức chuyên sâu về thị trường và chiến lược hợp lý để đạt hiệu suất cao hơn thị trường chung, và iii) thâm nhập ngành thấp.
2. Chúng tôi dự báo doanh thu điện thoại di động tăng trưởng 220% yoy lên 2.408 tỷ đồng, chủ yếu là nhờ sự đóng góp tăng vọt của Xiaomi và những đóng góp bước đầu của Nokia.
3. Chúng tôi kỳ vọng mảng thiết bị văn phòng đạt doanh thu 977 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ, chủ yếu dựa trên một loạt các sản phẩm và dịch vụ độc đáo và hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt trong H1 2018.
4. Giả định phân khúc hàng tiêu dùng đạt doanh thu 120 tỷ đồng, tăng 139,2% yoy nhờ i) mức thâm nhập sâu hơn của danh mục sản phẩm hiện tại, và việc mở rộng liên tục trên các kênh bán lẻ hiện đại ở sáu thành phố cấp 1 và ii) ra mắt các sản phẩm mới bao gồm PNKid (một sản phẩm bổ sung vitamin tổng hợp hàng đầu tại Singapore cho trẻ em) vào tháng 8 năm 2018 và thực phẩm chức năng hỗ trợ tuần hoàn máu trong quý 4 năm 2018.
5. Chúng tôi dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 6,8%, thấp hơn so với mức tăng trưởng năm 2017 là 7,2% dựa trên i) Biên lợi nhuận gộp giảm trong mảng điện thoại di động, do chiến dịch flash sale chỉ nhằm thúc đẩy doanh số để mở rộng thị phần, và ii) Phân khúc hàng tiêu dùng có biên gộp thấp hơn khi công ty đưa ra mức giảm giá cao hơn cho các nhà bán lẻ.
6. Giả định tỷ suất chi phí quản lý DN trên doanh thu ở mức 4,4%, thấp hơn mức 4,8% của năm 2017, là do 2 yếu tố: i) Chiến lược flash sales sẽ tạo ra một khoản chi phí hoạt động nhỏ và ii) mở rộng kênh phân phối cho FMCG và thực phẩm chức năng cần nhiều chi phí hoạt động hơn.
7. Dựa trên chính sách thanh toán cổ tức ổn định của công ty, chúng tôi giả định tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ không đổi so với năm trước, ở mức 8% mệnh giá.

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi dự báo **EPS năm 2018 đạt 2.540 VND/CP**, tăng 31%, tương ứng với P/E dự phóng 2018 là 10,0 lần so với giá đóng cửa ngày hôm nay.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2019 là 8.855 tỷ đồng (+53% yoy), trong đó doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính chiếm 97%, 3% còn lại thuộc về mảng hàng tiêu dùng mới. LNST-sau cđts ước tính đạt 152 tỷ đồng (+ 48% yoy).

Dự báo kết quả kinh doanh được xây dựng dựa trên các giả định chính sau đây:

1. Chúng tôi vẫn giữ dự báo mảng máy tính xách tay và máy tính bảng tiếp tục tăng trưởng 1,4% so với cùng kỳ năm ngoái đạt 2.329 tỷ đồng do chúng tôi cho rằng thị trường máy tính xách tay và máy tính bảng sẽ đi ngang trong quá trình hợp nhất.
2. Giả định doanh thu điện thoại di động tăng trưởng 107% yoy lên 4.994 tỷ đồng, do i) Xiaomi tiếp tục củng cố vị thế tại thị trường Việt Nam và ii) đóng góp từ phân phối sản phẩm Nokia.
3. Chúng tôi kỳ vọng mảng thiết bị văn phòng đạt doanh thu 1.391 tỷ đồng, tăng 36,1% so với cùng kỳ, chủ yếu dựa trên i) một loạt các sản phẩm và dịch vụ và ii) hướng đến các phân khúc khách hàng khác nhau và iii) các thiết bị internet từ Xiaomi và Nokia giúp mở rộng danh mục sản phẩm và dịch vụ của DGW.
4. Chúng tôi cũng dự báo mảng hàng tiêu dùng đạt doanh thu 240 tỷ đồng, tăng 100% yoy nhờ mức thâm nhập sâu trong i) mảng thực phẩm chức năng nhờ mở rộng mạnh mẽ hệ thống bán hàng cũng như kết quả tốt từ các xét nghiệm lâm sàng của Kingsmen, và ii) hàng tiêu dùng do các chiến dịch giáo dục hiệu quả bắt đầu từ năm 2018.
5. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 6,9%, nhờ biên gộp cải thiện trong mảng điện thoại di động và hàng tiêu dùng và mức độ nhận diện thương hiệu tốt hơn của các nhãn hàng mà công ty đang phát triển. Chúng tôi cho rằng, điều này sẽ giúp công ty có quyền lực cao hơn trong thương lượng giá.
6. Do phân khúc hàng tiêu dùng vẫn đang trong giai đoạn đầu phát triển, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục xây dựng các kênh phân phối và cùng lúc đó thực hiện khuyến mại flash sale cho phân khúc điện thoại di động. Vì lý do này, hệ số chi phí quản lý DN trên doanh thu được dự báo tăng từ mức 4,1% trong năm 2017 lên 4,6%.
7. Chúng tôi cũng tiếp tục giả định tỷ lệ chi trả cổ tức là 8% mệnh giá, do chính sách trả cổ tức nhất quán trong quá khứ của công ty.

Tóm lại, chúng tôi dự báo **EPS năm 2019 đạt 3.769 VND/CP**, tương ứng với **P/E dự phóng 2019 là 6,7 lần** so với giá đóng cửa ngày hôm nay.

Định giá

PHƯƠNG PHÁP: Chúng tôi kết hợp phương pháp so sánh P/E và P/S với tỷ trọng 50:50, thay vì sử dụng phương pháp DCF để định giá DGW, chủ yếu là do:

- Dòng tiền của công ty biến động nhiều trong suốt những năm qua.
- Tham gia vào lĩnh vực kinh doanh mới: ở giai đoạn đầu tham gia mảng FMCG, công ty tập trung cao độ vào i) xây dựng kênh phân phối, ii) giáo dục người tiêu dùng Việt Nam và iii)

nâng cao nhận thức về thương hiệu. Điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của công ty trong ngắn hạn.

- Rủi ro tiềm tàng từ giảm sức mạnh đàm phán với các nhà cung cấp và bán lẻ trong mảng điện thoại di động trong khi sức mạnh đàm phán ở phân khúc hàng tiêu dùng vẫn còn hạn chế; kết hợp với rủi ro thay đổi thị phần có khả năng làm giảm độ tin cậy của dự báo dài hạn của chúng tôi.

TÓM TẮT ĐỊNH GIÁ:

Hình 17: Công ty so sánh

	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 2017 (triệu USD)	Tăng trưởng doanh thu yoy %	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	ROE (%)	D/E	PE trượt 12 tháng	PB	PS trượt 12 tháng
Công ty TNHH Hệ thống công cộng Metro Systems	74	218	(3,3)	15,9	3,2	15,9	0,2x	7,7x	1,4x	0,33x
Sentronic International Corp	20	35	114,8	12,4	1,9	10,0	0,5x	10,0x	1,5x	0,44x
CTCP đầu tư thế giới di động	1.764	2.920	48,7	16,8	3,3	43,9	1,2x	12,7x	5,5x	0,52x
Công ty cổ phần FPT	1.152	1.878	7,9	22,7	6,9	28,6	0,4x	7,5x	2,3x	0,79x
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	216	579	21,1	13,8	2,2	42,9	1,5x	17,9x	6,3x	0,35x
Tổng CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí	32	471	8,3	7,0	1,2	7,3	1,4x	8,2x	0,5x	0,07x
CTCP Dịch vụ Phân phối Tổng hợp Dầu khí	15	281	10,0	4,9	1,0	21,5	5,0x	6,2x	1,2x	0,06x
Macnica Galaxy Inc	48	205	(22,6)	8,6	2,4	11,2	1,6x	8,1x	1,0x	0,21x
Unitrontech Co Ltd	43	157	19,5	7,8	1,7	9,3	0,8x	17,0x	1,5x	0,21x
PC Direct Inc	31	201	9,3	5,0	1,3	7,3	0,3x	22,0x	1,2x	0,26x
Trung bình	340	695	21,4	11,5	2,5	19,8	1,3x	11,7x	2,2x	0,32x
Trung vị	46	250	9,6	10,5	2,1	13,6	1,0x	9,1x	1,4x	0,30x
Digiworld	44	168	0,5	7,2	2,1	13,9	0,9x	9,5x	1,5x	0,21x

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Ở mức giá hiện tại là 25.400 đồng, DGW đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2018 là 10,0x và P/S dự phóng 2018 là 0,18 lần. Dựa trên triển vọng tăng trưởng lạc quan, lợi nhuận của công ty dự kiến sẽ tăng trưởng 52% vào năm 2018 và 53% vào năm 2019, trong khi lợi nhuận ròng dự kiến tăng trưởng 30% vào năm 2018 và 48% vào năm 2019. Để định giá cổ phiếu, chúng tôi kết hợp phương pháp so sánh P/E và P/S với tỷ trọng 50:50. Theo đó, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 9,5 lần và P/S mục tiêu là 0,21x để đưa ra mức giá mục tiêu hợp lý 12 tháng là **35.300 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với **tổng mức sinh lời là 39%**.

Phương pháp P/E	EPS ước tính	P/E forward hiện tại	P/E mục tiêu	Giá hợp lý	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND/CP)
2018F	2.540	9,9x	9,5	24.130	40%	9.652
2019F	3.769	6,7x	9,5	35.806	60%	21.483
Giá mục tiêu 12 tháng theo phương pháp P/E						31.135
Phương pháp P/S	Doanh thu mỗi cp ước tính	P/S forward hiện tại	P/S mục tiêu	Giá hợp lý	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND/CP)
2018F	142.398	0,18x	0,21	29.904	40%	11.961
2019F	217.293	0,12x	0,21	45.632	60%	27.379
Giá mục tiêu 12 tháng theo phương pháp P/S						39.340
Giá mục tiêu 12 tháng (VND/CP)						35.200
Tổng mức sinh lời (%)						+39%

QUAN NGẠI ĐẦU TƯ: Quan hệ đối tác của Xiaomi được tự động gia hạn hàng năm. Mặc dù không có sự đảm bảo rằng mối quan hệ hợp tác sẽ kéo dài bao lâu, nhưng chúng tôi không nghĩ rằng điều này có thể là mối đe dọa đối với công ty, ít nhất là trong trung hạn. Một số lý do cho điều này là:

- Lợi thế cạnh tranh của DGW 1) kiến thức sâu rộng trong lĩnh vực MES, đặc biệt là phân phối và hậu cần, 2) hệ thống phân phối phủ sóng toàn quốc, 3) hiểu biết sâu rộng về thị trường, như sự khác biệt về văn hóa và pháp lý, sẽ giúp tối ưu hóa chi phí.
- Ưu tiên về nguồn lực của Xiaomi cho các thị trường lớn hơn, khi quy mô thị trường điện thoại di động của Việt Nam đạt 21,2 triệu chiếc trong năm 2017, tương đương với 8,96% của Ấn Độ, theo EuroMonitor. Hiện tại, Xiaomi đang sở hữu 6 nhà sản xuất điện thoại thông minh ở Ấn Độ để sản xuất điện thoại thông minh Xiaomi ở Ấn Độ, đáp ứng nhu cầu lớn ở Ấn Độ.

Hình 18: Chủ nhân hàng luôn có thể lựa chọn

	Tự sản xuất	Thuê ngoài nhiều bên	Thuê ngoài 1 đơn vị cung cấp MES đa quốc gia	Thuê ngoài 1 đơn vị cung cấp MES trong nước
Chi phí	✓ thấp	✗ cao	✗ cao	✓ Thấp
Thời gian gia nhập thị trường	✗ không	✓ có	✓ có	✓ có
Hiệu quả	✗ thấp	✗ không	✓ không	✓ cao
Quản lý	✓ tốt	✗ không tốt	✓ tốt	✓ tốt
Hiểu biết về thị trường trong nước	✗ không	? không chắc	✗ không	✓ có

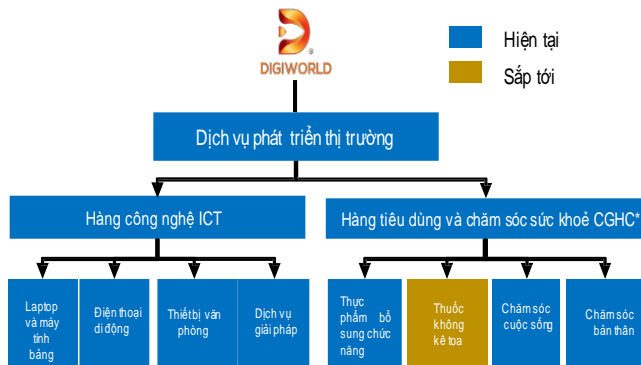
Nguồn: DGW, BVSC

Khuyến nghị

DGW đóng cửa ở mức 25.400 đồng/CP vào ngày 17/10/2018, tương ứng với P/E forward 2018 là 10,0 lần và P/S 2018 là 0,18 lần. Với triển vọng tăng trưởng cao, chúng tôi cho rằng mức P/E forward 2019 6,7 lần và P/S forward 2019 là 0,12x vẫn còn khá hấp dẫn, chủ yếu nhờ 1) **mảng kinh doanh cốt lõi khởi sắc hơn**, do i) Xiaomi vẫn nuôi tham vọng mở rộng thị phần tại Việt Nam (+2% thị phần smartphone mỗi năm), trong khi phân phối độc quyền cho các sản phẩm Nokia ở miền Nam sẽ đóng góp vào sự cải thiện chung của mảng này, ii) nhà bán lẻ máy tính xách tay và máy tính bảng hàng đầu, iii) mảng thiết bị văn phòng ít phải cạnh tranh hơn nên có tăng trưởng và biên lợi nhuận tốt hơn, và iv) mô hình kinh doanh dịch vụ phát triển thị trường độc đáo và phương pháp tiếp cận đa kênh hiệu quả. Cùng với **phân khúc hàng tiêu dùng đầy hứa hẹn**, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ trở thành tăng trưởng giá trị chính của công ty trong dài hạn. Vị thế tài chính của công ty còn rất tốt nếu so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước. Bằng cách kết hợp phương pháp P/E và P/S với trọng số 50:50, chúng tôi đã đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng là và **35.300 đồng/CP** khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DGW, tương ứng với **tổng mức sinh lời là 39%**. **Rủi ro giảm giá:** 1) Rủi ro pha loãng, 2) Rủi ro cannibalization tiềm tàng, 3) Sức mua yếu hơn kỳ vọng do cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà sản xuất ĐTDĐ và 4) Xiaomi và Nokia trực tiếp hợp tác với các nhà bán lẻ địa phương.

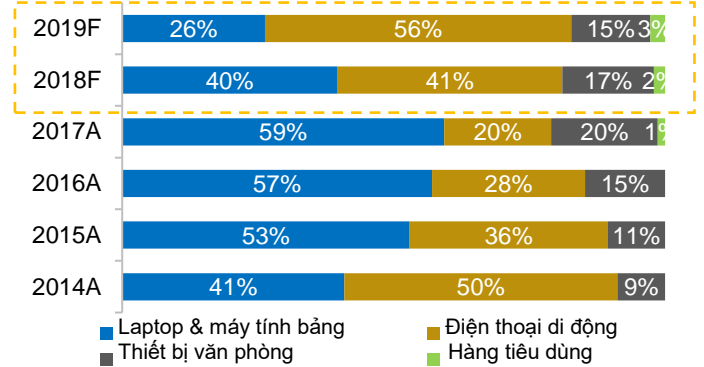
Biểu đồ chính

Hình 19: Các ngành kinh doanh hiện tại và sắp tới của DGW



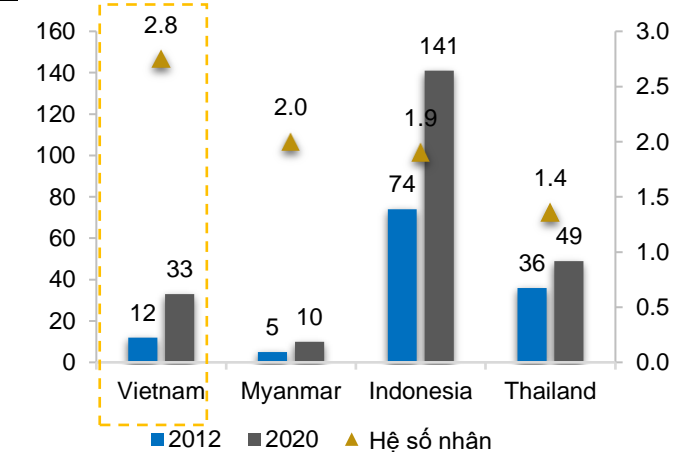
Nguồn: DGW

Hình 20: Mảng ĐTDD trở lại là mảng đóng góp doanh thu hàng đầu trong khi mảng hàng tiêu dùng cũng bắt đầu cho kết quả



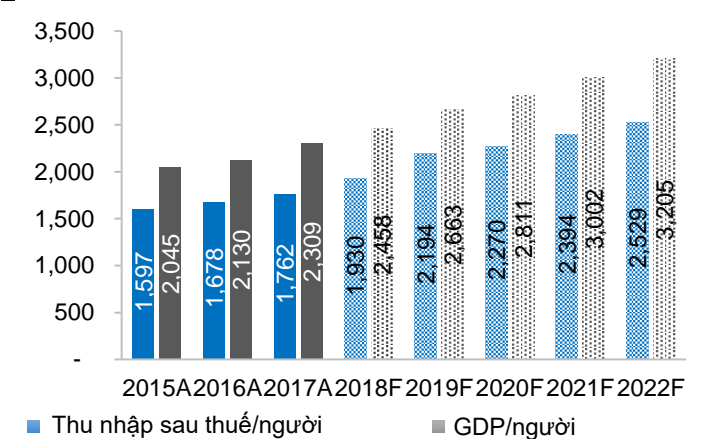
Nguồn: DGW, Dự báo của BVSC

Hình 21: Nhu cầu MES gia tăng trong mảng ICT và hàng tiêu dùng do sự tăng trưởng của tầng lớp trung lưu và giàu có...



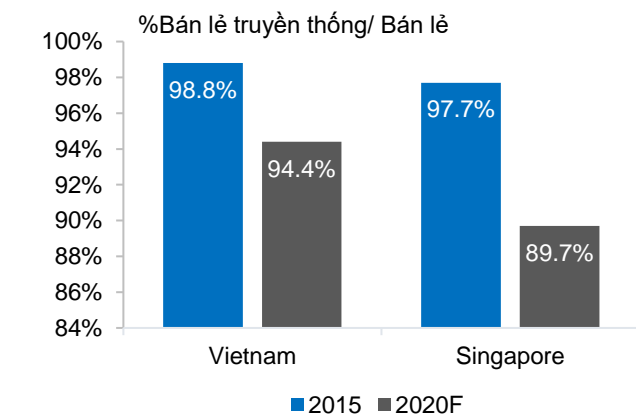
Nguồn: Tập đoàn tư vấn Boston

Hình 22: ... và thu nhập cá nhân sau thuế và GDP đầu người tại Việt Nam gia tăng



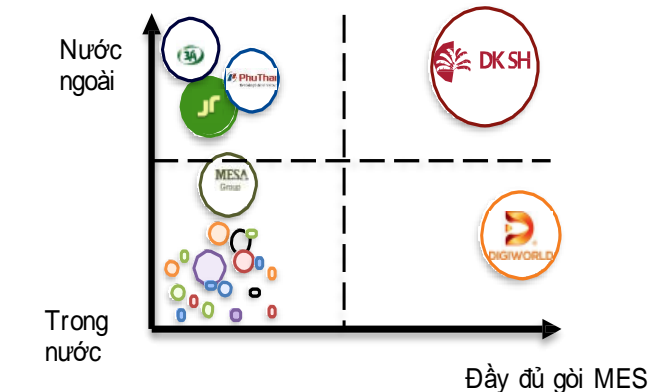
Nguồn: EIU

Hình 23: FMCG: Tập trung vào mở rộng mạng lưới kinh doanh chung dựa trên sự thống trị hiện tại



Nguồn: Hội đồng Thương mại Thủy Điện

Hình 24: Vị thế các công ty trong ngành FMCG: DGW so với các công ty trong nước (dịch vụ đơn lẻ và dịch vụ MES toàn phần)



Nguồn: DGW

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	3.800	3.821	5.803	8.855
Giá vốn	(3.559)	(3.546)	(5.410)	(8.248)
Lợi nhuận gộp	241	275	393	607
Doanh thu tài chính	19	24	33	54
Chi phí tài chính	(28)	(24)	(39)	(59)
Lợi nhuận sau thuế	67	78	103	152

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016A	2017A	2018F	2019F
Tiền & khoản tương đương tiền	33	34	316	210
Các khoản phải thu ngắn hạn	361	482	498	816
Hàng tồn kho	714	883	1.006	1.534
Tài sản cố định hữu hình	85	84	96	107
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	1.306	1.594	2.084	2.924
Nợ ngắn hạn	343	621	947	1.445
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	630	689	757	877
Tổng nguồn vốn	1.306	1.594	2.084	2.924

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016A	2017A	2018F	2019F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-9,55%	0,47%	51,91%	52,60%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-35,57%	17,56%	30,72%	48,41%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	6,34%	7,19%	6,78%	6,86%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1,76%	2,05%	1,77%	1,72%
ROA (%)	4,6%	4,3%	4,1%	4,7%
ROE (%)	10,6%	11,4%	13,5%	17,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,52	0,57	0,64	0,70
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,07	1,31	1,75	2,34
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.180	1.943	2.540	3.769
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.566	16.918	18.576	21.510

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng
lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước
thaianhhoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888