

Vài nét về doanh nghiệp

DGW là doanh nghiệp phân phối sản phẩm ICT, thiết bị văn phòng, thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng. Công ty hiện đang hợp tác với hơn nhiều thương hiệu nổi tiếng trên toàn cầu, như Xiaomi, Apple, HP, Asus, Logitech và nhiều thương hiệu khác.

KHÔNG CHỊU ẢNH HƯỞNG ĐÁNG KỂ TỪ THUẾ

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **45.398 đồng/cp**, trong bối cảnh giá đã chiết khấu sâu so với triển vọng và nền tảng doanh nghiệp.

CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế năm 2024, DGW ghi nhận doanh thu đạt 22 nghìn tỷ đồng (+17,3% svck), nhờ sự tăng trưởng hai chữ số ở hầu hết các ngành hàng, đặc biệt là thiết bị gia dụng (+36,4%) và thiết bị văn phòng (+27,5%). Biên lợi nhuận gộp được cải thiện 102 điểm cơ bản nhờ cơ cấu doanh thu chuyển dịch tích cực sang các ngành hàng có biên cao, qua đó giúp lợi nhuận gộp tăng mạnh 32%. Lợi nhuận sau thuế tăng 23,4%, chủ yếu nhờ biên gộp cải thiện và chi phí lãi vay giảm đáng kể 21%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Thị trường smartphone, laptop và máy tính bảng Việt Nam dần bão hòa, nhưng doanh thu vẫn tăng nhờ người tiêu dùng chuyển sang thiết bị cao cấp với 5G và AI; smartphone dự kiến đạt 4,1 tỷ USD và laptop 1,2 tỷ USD vào 2025.
- Các sản phẩm như thiết bị gia dụng (dự kiến tăng 38%) và thiết bị văn phòng (dự kiến tăng 25%) tiếp tục tăng trưởng hai chữ số, nâng tỷ trọng đóng góp từ 28% (2024) lên 31% (2025), được thúc đẩy bởi đô thị hóa, AI/IoT và nhu cầu từ trung tâm dữ liệu và SMEs.

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ ĐỐI ỨNG LÊN DGW:

- Tác động: GIÁN TIẾP
- Mức độ: TRUNG LẬP

DGW chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực phân phối sản phẩm công nghệ thông tin và truyền thông (ICT) tại thị trường nội địa, thông qua hệ thống bán lẻ trong nước, chứ không trực tiếp sản xuất hay xuất khẩu sang Mỹ. Vì vậy, công ty không bị ảnh hưởng trực tiếp bởi các biện pháp thuế quan đáp trả từ phía Mỹ. Tuy nhiên, công ty vẫn có thể chịu tác động gián tiếp nếu thuế quan làm tăng giá bán lẻ, từ đó ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng.

Bên cạnh đó, cơ cấu sản phẩm kinh doanh của DGW có tỷ trọng lớn đến từ nguồn hàng nhập khẩu từ châu Á như Trung Quốc và Hàn Quốc, nên vẫn hạn chế phần nào tác động từ thuế quan của Mỹ.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024	2025F
DTT (tỷ đồng)	20.923	22.028	18.817	22.078	25.164
+/- yoy (%)	66,90%	5,30%	-14,60%	17,33%	13,97%
LNST (tỷ đồng)	654	684	354	444	529
+/- yoy (%)	144,90%	4,50%	-48,20%	25,39%	19,22%
TS LN ròng(%)	3,10%	3,10%	1,90%	2,03%	2,13%
ROE (%)	36,80%	28,20%	13,80%	14,89%	15,10%
EPS (đồng)	4.157	4.219	2.161	2.025	2.413

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	45.398
Tiềm năng tăng giá	38%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	2%
Tỷ suất sinh lời	40%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Phân phối hàng tiêu dùng
Thị giá (11/04/2025)	32.900
Biến động 1 năm	51.000 – 28.750
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.946.900
Vốn hóa (Tỷ đồng)	7.210,65
P/E	13,8x
P/B	2,2x
%NN sở hữu	18,8%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
DGW	-12,5%	-27,6%	-29,3%
VNindex	-4,9%	-17,9%	-22,4%

Tỷ lệ sở hữu

BLĐ và người liên quan	0,16%
Công ty TNHH Created Future	31,73%

Chuyên viên phân tích

Ngô Lê Nhật Hạ

nlh@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

Tóm tắt biến động kinh doanh 2024 (đơn vị: tỷ VNĐ)

Tiêu chí	Q4.23	Q4.24	% YOY	2023	2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	4.849	5.859	20,8%	18.817	22.078	17,3%	
- Laptop & máy tính bảng	1.072	1.144	6,7%	5.906	6.279	6,3%	Tăng trưởng ổn định khoảng 7% dù nhu cầu hạ nhiệt sau Q3, nhờ bổ sung các thương hiệu mới như MSI và Gigabyte.
- Điện thoại di động	2.204	2.687	21,9%	8.067	9.580	18,8%	Tăng trưởng mạnh 22% nhờ loạt sản phẩm mới từ Xiaomi và Apple như Mi 14T, Redmi Note, iPhone 16. Doanh thu Xiaomi Q4/24 tăng 40% nhờ mở rộng thị phần, trong khi Apple cũng đóng góp với mức tăng 10% cả năm.
- Thiết bị văn phòng	1124	1367	21,6%	3.441	4.386	27,5%	PC và sản phẩm IoT có nhu cầu cao, trong đó Home Office Client tăng mạnh 56%.
- Thiết bị gia dụng	234	364	55,6%	728	993	36,4%	Thương hiệu Westinghouse, Xiaomi tăng trưởng tốt, đặc biệt là điều hòa Xiaomi. Ngoài ra, TV chiếm tỷ trọng lớn trong mảng gia dụng cũng đạt mức tăng 14% trong năm 2024.
- Sản phẩm tiêu dùng	215	297	38,1%	676	840	24,3%	Tăng mạnh nhờ mùa cao điểm tiêu dùng và chi tiêu tăng dịp Tết Nguyên Đán.
LNST	90	146	62,3%	363	449	23,7%	
Biên gộp	10,74%	10,37%	-37 đcb	8,29%	9,31%	+102 đcb	Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu từ các ngành hàng có biên lợi nhuận gộp tốt hơn như thiết bị gia dụng, thiết bị văn phòng, hàng tiêu dùng.

Cập nhật kết quả kinh doanh các doanh nghiệp mới sát nhập

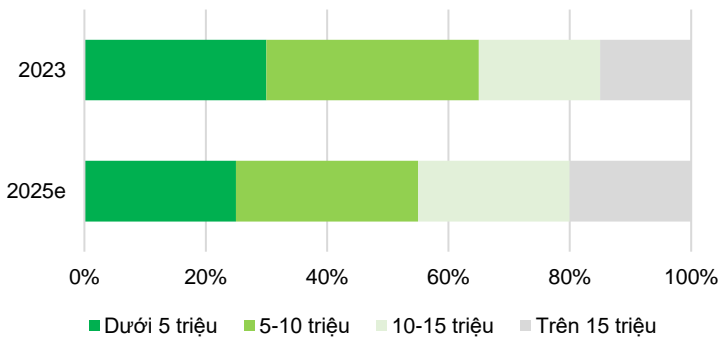
- **Vietmoney** (sở hữu 73%): VietMoney đang trong quá trình tái cấu trúc, bao gồm điều chỉnh mô hình cửa hàng và danh mục sản phẩm, dẫn đến tình trạng thua lỗ ở cấp công ty và tạm thời hạn chế kế hoạch mở rộng. Công ty chuyển hướng sang chiến lược cho vay thận trọng hơn, đồng thời tối ưu hóa quy mô cửa hàng do danh mục sản phẩm thu hẹp, tập trung vào các tài sản ít rủi ro hơn. Bên cạnh đó, VietMoney triển khai chiến lược tái định vị thương hiệu nhằm nâng cao hình ảnh minh bạch và thân thiện, với điểm nhấn là chính sách hoàn trả phần tiền dư cho khách hàng sau khi thanh lý tài sản thế chấp. Tuy nhiên, quá trình mở rộng tại khu vực miền Bắc đang gặp thách thức do khó khăn trong tuyển dụng, trong khi mục tiêu dài hạn của công ty là trở thành kênh tiếp cận tài chính đáng tin cậy vào năm 2025.
- **B2X** (sở hữu 90%): Vẫn duy trì lãi đều đặn do chi phí cố định thấp. Hiện tại, tất cả các trung tâm bảo hành của B2X đều đạt xếp hạng A theo hệ thống đánh giá của Samsung, mức cao nhất được các nhà sản xuất trên thị trường công nhận. Điều này cho thấy DGW đánh giá cao hiệu quả hoạt động của B2X, khi đơn vị này đã đạt được tiêu chuẩn cao nhất trong hệ thống đánh giá bảo hành của Samsung.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá bán trung bình tăng giúp bù đắp sự chững lại của sản lượng của điện thoại, laptop và máy tính bảng

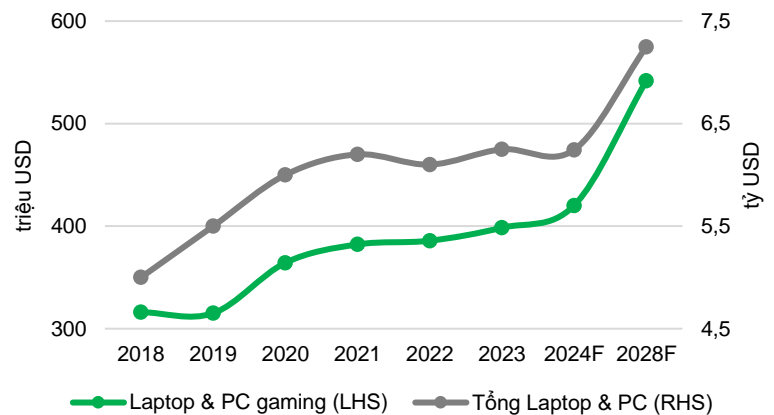
- Thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam đang tiệm cận bão hòa với hơn 61 triệu người dùng, thuộc top 10 thế giới. Sau giai đoạn chững lại, doanh số smartphone năm 2024 đạt khoảng 4 tỷ USD với 21,4 triệu máy bán ra, và dự kiến tăng lên 4,1 tỷ USD vào năm 2025, tương ứng mức tăng trưởng 1-3%/năm, nhờ nhu cầu nâng cấp thiết bị và sự phổ biến của 5G, AI cùng các công nghệ mới như camera AI, màn hình gập, pin cải tiến. Phân khúc trung cấp được kỳ vọng sôi động khi người dùng tìm kiếm điện thoại tầm trung có công nghệ cao (5G, sạc nhanh), trong khi chính sách thuế 0% giúp giá smartphone nhập khẩu cạnh tranh hơn.
- Trong khi đó, thị trường laptop đang dần phục hồi sau giai đoạn suy giảm do đại dịch, với quy mô dự kiến đạt 1,2 tỷ USD vào năm 2025, tăng trưởng 4-5%/năm nhờ chu kỳ nâng cấp thiết bị khi Windows 10 ngừng hỗ trợ và sự bùng nổ AI trên PC, đặc biệt là các mẫu laptop tích hợp AI với chip NPU (Qualcomm Snapdragon X, AMD Ryzen AI) thu hút người dùng văn phòng và sáng tạo nội dung. IDC và Gartner dự báo đến năm 2025, 50-60% laptop mới trên thị trường sẽ có tích hợp AI ở mức độ nào đó, trong khi chi tiêu CNTT doanh nghiệp và xu hướng chuyển đổi số, khi 46% doanh nghiệp Việt Nam đã số hóa một phần, tiếp tục đảm bảo mức tăng trưởng ổn định cho thị trường laptop bất chấp sự cạnh tranh từ máy tính bảng và điện thoại màn hình lớn.

Phân khúc giá Smartphone và xu hướng người dùng



Nguồn: Counterpoint Market, Statista, VCBS ước tính

Doanh thu ngành hàng laptop & PC tại Việt Nam

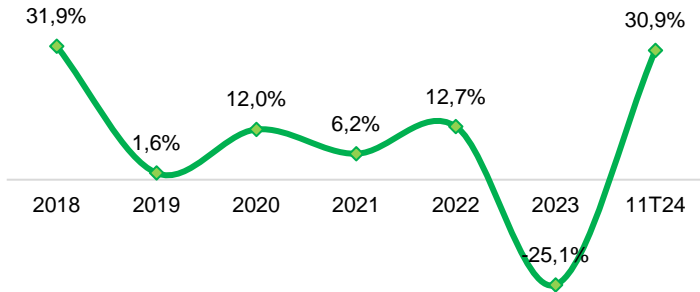


Nguồn: Statista, VCBS tổng hợp

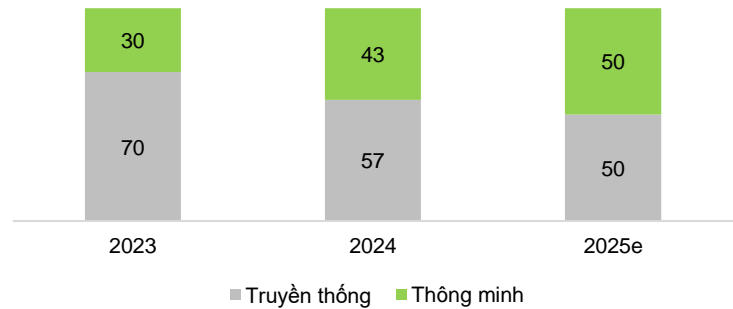
Nguồn cung căn hộ mới trong thị trường bất động sản tạo triển vọng đột phá cho mảng thiết bị gia dụng

Ngành thiết bị gia dụng có tiềm năng tăng trưởng vượt trội nhờ dân số đông và quá trình đô thị hóa, khi quy mô thị trường đạt 43.000 tỷ VND vào năm 2024 (tăng 31% so với năm trước) và 53% doanh số đến từ các sản phẩm tích hợp công nghệ AI & IoT. Dự báo, thị trường này sẽ đạt từ 8,6 đến 9 tỷ USD vào năm 2025, với mức tăng trưởng trung bình 5,15% mỗi năm nhờ sự bùng nổ của các thiết bị gia dụng thông minh như tủ lạnh, máy giặt và điều hòa có kết nối AI. Khi tỷ lệ kết nối IoT trên đầu người tại Việt Nam còn thấp (chỉ 0,2 thiết bị/người) và giá thành của các sản phẩm thông minh chỉ cao hơn 15-30% so với đồ thường, nhiều gia đình được dự báo sẽ sớm nâng cấp và chuyển sang sử dụng thiết bị thông minh, góp phần thúc đẩy tăng trưởng ngành trong năm tới.

Tốc độ tăng trưởng của thiết bị gia dụng thông minh yoy



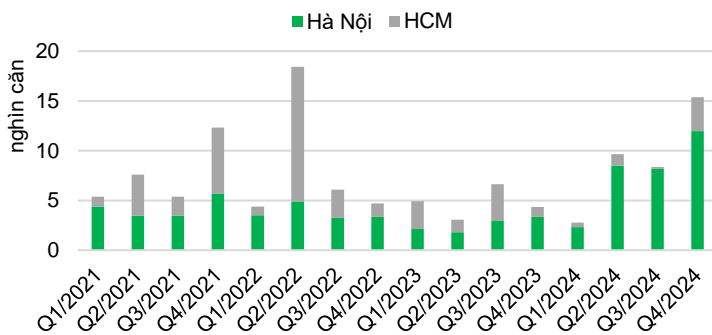
So sánh tỷ trọng thiết bị gia dụng thông minh với truyền thống



Nguồn: NIQ/GfK, VCBS ước tính

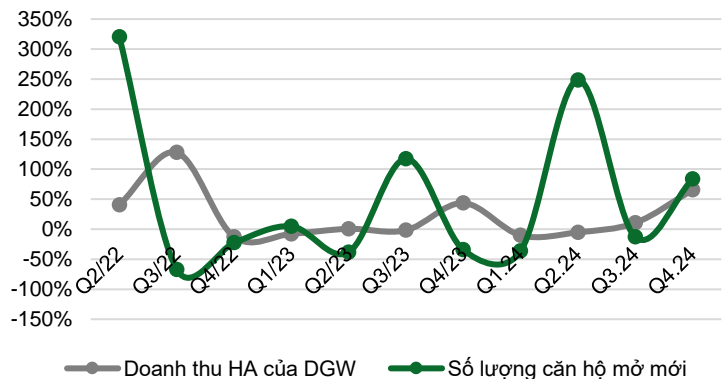
Song song với đó, nguồn cung căn hộ mới trong năm 2024 đã tăng gần như gấp đôi so với năm 2023, đồng thời lượng dự án cấp phép mới ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ và dự báo sẽ tiếp tục gia tăng. Các cơ quan quản lý đã đẩy mạnh hoạt động phê duyệt dự án sau khi làm quen với hành lang pháp luật mới, bộ máy nhân sự ổn định hơn và giảm bớt các vụ xử lý sai phạm về đất đai. Việc ban hành các văn bản hướng dẫn và hoạt động hiệu quả của Tổ Công tác Chính phủ đã tháo gỡ nhiều khó khăn cho các dự án tồn đọng, trong khi làn sóng chấp thuận đầu tư thông qua quy hoạch chi tiết – thường diễn ra sau 6 tháng đến 1 năm kể từ khi địa phương công bố quy hoạch tỉnh (phần lớn đã hoàn tất trong năm 2024) – tạo đà cho sự phát triển bền vững trong thời gian tới. Xét theo tương quan, biến động doanh thu thiết bị gia dụng thường đi chậm 1 quý so với biến động số lượng căn hộ mở bán, do đó, nhu cầu mua sắm thiết bị gia dụng được dự báo sẽ duy trì tăng trưởng mạnh trong năm 2025.

Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và TP.HCM



Nguồn: CBRE, VCBS tổng hợp

Tương quan biến động theo quý



Nguồn: DGW, CBRE, VCBS tổng hợp

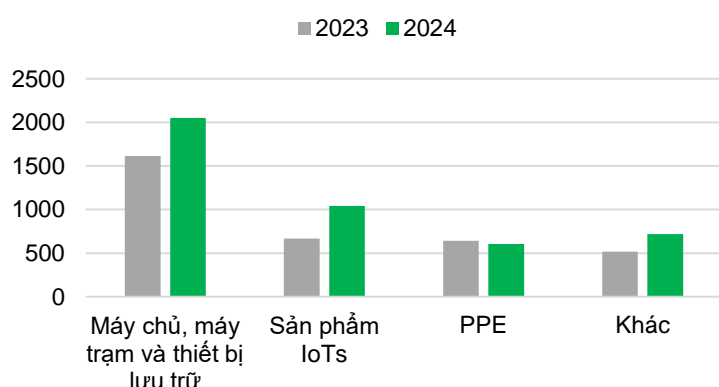
Nhu cầu chuyển đổi số thúc đẩy thiết bị văn phòng

Thị trường trung tâm dữ liệu tại Việt Nam đang chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ, phản ánh nhu cầu lưu trữ và xử lý dữ liệu ngày càng cao. Theo GlobeNewswire, quy mô thị trường này được định giá 654 triệu USD vào năm 2024 và dự kiến đạt 1,75 tỷ USD vào năm 2030, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 17,93%. Sự bùng nổ này chủ yếu đến từ quá trình chuyển đổi số, đặc biệt là trong khối doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs), nhóm chiếm tới 98% tổng số doanh nghiệp tại Việt Nam. Hơn 30% SMEs đã và đang áp dụng nền tảng số để nâng cao hiệu

quả kinh doanh, tận dụng các dịch vụ điện toán đám mây nhằm tối ưu hóa vận hành, giảm chi phí và tăng khả năng mở rộng.

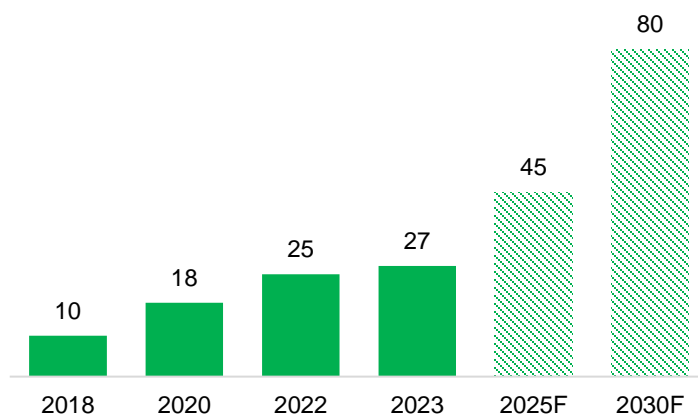
Xu hướng này không chỉ thúc đẩy đầu tư vào trung tâm dữ liệu mà còn tạo ra nhu cầu lớn đối với thiết bị văn phòng hiện đại. Các doanh nghiệp cần trang bị hệ thống CNTT, bao gồm máy tính, thiết bị mạng, máy in và giải pháp an ninh để hỗ trợ quá trình chuyển đổi số. Việc áp dụng công nghệ trong vận hành doanh nghiệp ngày càng trở thành yếu tố thiết yếu, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt và nhu cầu tối ưu hiệu suất làm việc ngày càng cao. Nhờ đó, thị trường thiết bị văn phòng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng, mở ra nhiều cơ hội cho DGW, đặc biệt ở mảng doanh thu đóng góp chính là máy chủ, máy trạm và các thiết bị lưu trữ.

Cơ cấu doanh thu thiết bị văn phòng của DGW



Nguồn: DGW, VCBS ước tính

Số lượng trung tâm dữ liệu tại Việt Nam



Nguồn: Bộ TTTT, VCBS ước tính

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

	2024	2025F	+/-	Giả định
Doanh thu thuần	22.078	25.164	14%	
- Laptop & máy tính bảng	6279	6.781	8%	Tăng chủ yếu nhờ xu hướng laptop tích hợp AI có giá cao hơn, cùng lợi thế phân phối rộng khắp và quan hệ chặt chẽ với các thương hiệu lớn.
- Điện thoại di động	9580	10.538	10%	Mảng điện thoại dự kiến tăng trưởng 10% nhờ sự mở rộng của Xiaomi và xu hướng cao cấp hóa với iPhone.
- Thiết bị văn phòng	4386	5.483	25%	Tăng trưởng nhờ nhu cầu chuyển đổi số, thiết bị IoT từ Xiaomi và triển vọng thiết bị công nghiệp.
- Thiết bị gia dụng	993	1.370	38%	Tăng tốt nhờ thị trường nhà ở thương mại và NOXH cải thiện cùng đóng góp từ các thương hiệu mới
- Sản phẩm tiêu dùng	840	991	18%	Tăng trưởng nhờ nhu cầu gia tăng trong ngành được cùng với việc mở rộng kênh phân phối On-trade cho sản phẩm ABInBev.
Lợi nhuận sau thuế	444	529	19%	
Biên LNG	9,3%	9,6%	+30 đcb	Cải thiện nhờ danh mục sản phẩm mới có biên lợi nhuận cao hơn.
Biên LNST	2,0%	2,1%	+9 đcb	Biên LNST duy trì do chịu ảnh hưởng từ chi phí SG&A, nhằm vận hành các doanh nghiệp mới sát nhập.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **45.398 đồng/cp**, tương đương với P/E fwd 2024 đạt 16x dựa trên phương pháp chiết khấu FCFF và phương pháp so sánh với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 15,08% theo CAPM ($R_f = 2,66\%$, Risk premium = 9%, beta = 1,38)

Chi phí vay = 4,9%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10,83 %

Định giá bằng FCFF:

FCFF	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029F
LNST	665	776	1.111	1.463	1.898	2.194
Khấu hao	(141)	(164)	(235)	(310)	(402)	(464)
Capex	55	53	45	41	39	37
Thay đổi WC	(45)	(28)	(34)	(36)	(33)	(34)
FCFF	(513)	(233)	(538)	(480)	(382)	(418)

NPV giai đoạn 2025-2029F	2.692
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g=2\%$)	8.409
Tổng giá trị doanh nghiệp	11.100
Giá trị VCSH	9.910
Số lượng CPLH (tr.cp)	219
Giá mục tiêu (đồng/cp)	45.187

Thông số tính toán:

P/E trung bình ngành bán lẻ: 23,6x

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E:

Trên cơ sở so sánh với các công ty bán buôn/ bán lẻ bách hóa hiện đại trong và ngoài nước.

STT	Doanh nghiệp	Mã CK	Doanh thu LTM (tỷ VNĐ)	P/E LTM	P/B LTM
1	MWG	MWG	28.122	23,7x	3,2x
2	PET	PET	2.338	15,9x	1,1x
3	PSD	PSD	547	7,6x	1,1x
4	Shenzhen Aisidi	002416 CH	309.800	23,7x	2,6x
5	Synnex (Thailand)	SYNEX TB	298.680	14,8x	2,1x
6	DKSH Holding	DKSH SW	96.672	21,9x	2,6x
	Trung vị			18,9x	2,3x
	DGW	DGW	3.012	19,1x	2,9x

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	529
P/E áp dụng (trung vị)	18,9x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	10.003
Số lượng CPLH (tr.cp)	219
Định giá	45.609

Tổng hợp định giá theo 2 phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DGW là 45.398 đồng (upside 38%).

	Định giá	Đóng góp
Phương pháp so sánh	45.609	50%
FCFF	45.187	50%
Tổng hợp	45.398	100%

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến đối với mảng ICT.
- Phụ thuộc vào các khách hàng lớn như Xiaomi và Apple do đó xuất hiện rủi ro liên quan như chấm dứt hợp đồng, thay đổi chính sách, v.v.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	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 -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Lê Nhật Hạ

Chuyên viên phân tích cao cấp

nlha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>