

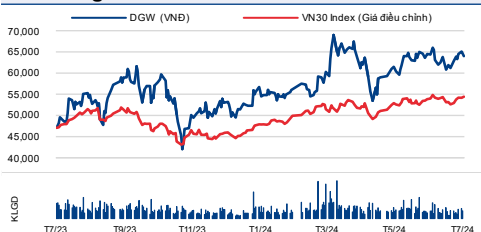
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ78,900 (từ VNĐ69,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/7/2024)	64,000
Mã Bloomberg	DGW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,050-69,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	64,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,688
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	420
Slg CP lưu hành (tr.đv)	167
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	81.8
Slg CP NN được mua (tr.đv)	41.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.1%
Tỷ lệ freefloat	56.5%
Cổ đông lớn	Created Future (32.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.62)	3.23	36.0
So với chỉ số	(1.42)	(1.30)	17.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,076	2,939	4.6
2025F	3,752	3,787	(0.9)
2026F	4,270	4,592	(7.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DGW là nhà cung cấp dịch vụ mở rộng thị trường cho các công ty công nghệ và hàng tiêu dùng. Các mảng kinh doanh chính: điện thoại di động, máy tính xách tay và máy tính bảng, thiết bị văn phòng, hàng tiêu dùng và chăm sóc sức khỏe.

Chuyên viên phân tích**Trần Đăng Mạnh**

Chuyên viên

manh.tdang@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Bắt đầu chu kỳ thay thế sản phẩm; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 78.900đ (tiềm năng tăng giá: 23%) nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận sau khi chúng tôi nhận thấy chu kỳ thay thế máy tính xách tay (MTXT) bắt đầu và có thay đổi về giả định định giá.
- HSC dự báo lợi nhuận thuần Q2/2024 tăng 16% so với cùng kỳ, mặc dù mùa thấp điểm và giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024. Trong khi đó, chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, cho thấy lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 28%.
- Tăng 3% trong 3 tháng qua, DGW giao dịch với PEG dự phóng 3 năm ở mức 0,67 lần, thấp hơn so với bình quân của khu vực. HSC cho rằng định giá của DGW xứng đáng được đánh giá lại nhờ vị thế dẫn đầu trên thị trường bán buôn trong nước, mô hình cung ứng MES độc đáo và năng lực điều hành tốt.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng MTXT + dự báo KQKD Q2/2024

Mặc dù mùa thấp điểm, HSC dự báo doanh thu và LN thuần Q2/2024 của DGW tăng lần lượt 9% và 16% so với cùng kỳ. Doanh thu của các mảng phi CNTT là động lực tăng trưởng chính (tăng 41% so với cùng kỳ). Trong khi đó, doanh thu MTXT mang lại bất ngờ với mức tăng 18% so với cùng kỳ (tăng 40% so với quý trước) nhờ MTXT tích hợp AI, báo hiệu cho sự bắt đầu chu kỳ thay thế mới, cũng như chuẩn bị cho mùa tựu trường.

Tác động: Điều chỉnh tăng bình quân 2% dự báo LN 2024-2026

Với chu kỳ thay thế MTXT mới, HSC tăng bình quân 6% dự báo doanh thu MTXT giai đoạn 2024-2026, nhưng giữ nguyên dự báo doanh thu sản phẩm ngoài CNTT giai đoạn trên, đồng thời giảm 1% dự báo doanh thu ĐTDĐ. Sau khi điều chỉnh giả định BLN/chi phí, dự báo LN thuần năm 2024 không thay đổi ở mức 519 tỷ đồng (tăng trưởng 46%). Trong khi đó, HSC tăng 2% (mỗi năm) dự báo LN thuần năm 2025 và 2026 lên 641 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và 739 tỷ đồng (tăng trưởng 15%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 28% (27% trước đó), sau khi DT thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 14% (từ mức 13%) và BLN thuần cải thiện.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, kết hợp với LN thuần tăng với tốc độ CAGR 3 năm 28%, PEG dự phóng 3 năm là 0,67 lần – thấp hơn bình quân của các công ty khu vực là 0,82 lần. Sau khi tăng dự báo LN và thay đổi giả định định giá, HSC tăng 14% giá mục tiêu lên 78.900đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 23%.

HSC dự báo KQKD nửa cuối năm 2024 sẽ phục hồi mạnh hơn nhờ các yếu tố nền tảng vững chắc hơn như sự cải thiện về tình hình kinh tế vĩ mô, yếu tố thời vụ và chu kỳ thay thế máy tính được mua trong đại dịch COVID-19. Trong khi đó, kinh tế phục hồi đầy đủ hơn và sự phổ biến của các thiết bị ứng dụng AI cũng như việc tăng cường danh mục hàng tiêu dùng sẽ mang lại cho DGW tiềm năng tăng trưởng dài hạn. DGW xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vị thế vững chắc trên thị trường bán buôn trong nước, năng lực điều hành tốt và mô hình cung ứng MES độc đáo. Ngoài ra, thanh khoản của cổ phiếu được cải thiện sau khi Công ty có kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 30%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	894	498	695	831	966
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	684	354	519	641	739
EPS ĐC (đồng)	4,193	2,134	3,076	3,752	4,270
DPS (đồng)	1,000	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,682	15,531	17,525	20,168	23,296
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.9	23.2	15.4	12.4	10.3
P/E ĐC (lần)	15.3	30.0	20.8	17.1	15.0
Lợi suất cổ tức (%)	1.56	0.78	1.56	1.56	1.56
P/B (lần)	4.36	4.12	3.65	3.17	2.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.49	(49.1)	44.1	22.0	13.8
ROAE (%)	32.7	14.2	18.7	20.0	19.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Chu kỳ thay thế máy tính xách tay mới thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận	3
Laptop tích hợp AI thúc đẩy chu kỳ thay thế sản phẩm trong những năm tới	3
Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026	4
Dự báo KQKD Q2/2024: Lợi nhuận thuần tăng 16% so với cùng kỳ	5
KQKD Q2/2024: Dự báo vững chắc bất chấp mùa thấp điểm	5
Định giá và khuyến nghị	7
Kết luận và phương pháp định giá	7
Bối cảnh định giá	8

Chu kỳ thay thế máy tính xách tay mới thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Sau khi nhận thấy chu kỳ thay thế máy tính xách tay mới đang diễn ra, HSC tăng dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 28% (từ mức 27% trước đó), khi doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR là 14% (tăng từ mức 13%) và tỷ suất lợi nhuận thuần cũng được cải thiện. Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, cổ phiếu DGW đang giao dịch ở mức thấp với PEG dự phóng là 0,67 lần (thấp hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 0,82%). Nhờ các yếu tố trên và việc thay đổi giả định định giá, chúng tôi tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 78.900đ. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới.

Laptop tích hợp AI thúc đẩy chu kỳ thay thế sản phẩm trong những năm tới

Trong báo cáo được phát hành gần đây, HSC đã dự báo về sự bắt đầu của chu kỳ thay thế máy tính xách tay được mua trong đại dịch COVID-19. Chúng tôi nhận thấy thế hệ laptop mới ứng dụng trí tuệ nhân tạo có thể thúc đẩy nhu cầu thay thế máy tính mới.

Laptop tích hợp AI có bộ xử lý được xem là bộ xử lý thần kinh chuyên dụng (NPU), có thể xử lý hầu hết công việc liên quan đến trí tuệ nhân tạo trên thiết bị. Bộ vi xử lý này hoạt động song song với bộ xử lý trung tâm (CPU) và bộ xử lý đồ họa (GPU) để quản lý các tác vụ phức tạp, nhằm nâng cao năng suất, cá nhân hóa và tiết kiệm điện.

Theo Counterpoint Research, sản lượng tiêu thụ laptop tích hợp AI trên toàn cầu được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2027 là 59%, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng chung 3% của toàn thị trường. Hơn nữa, số lượng laptop tích hợp AI được dự báo sẽ chiếm 75% trên tổng số laptop bán trên thị trường vào năm 2027.

Theo các chuyên gia trong ngành, giá bán bình quân của laptop tích hợp AI cao hơn laptop truyền thống từ 7 đến 10%, và laptop tích hợp AI đã có mặt ở thị trường Việt Nam từ tháng 6/2024. Sau khi nghiên cứu các dòng laptop tích hợp AI được ra mắt gần đây, chúng tôi nhận thấy rằng dòng sản phẩm này khá cao cấp và thuộc phân khúc ngách do chip bán dẫn dùng trong máy tính loại này chưa thể sản xuất đại trà. Hiện tại, chúng tôi hy vọng dòng máy tính này sẽ có tác động tích cực hơn lên KQKD của DGW trong năm 2025-2026 với hy vọng rằng các nhà sản xuất chip sẽ mở rộng khả năng ứng dụng công nghệ AI sang các sản phẩm ở cấp độ phổ thông.

Với doanh thu máy tính xách tay trong Q2/2024 cao hơn dự báo, chúng tôi tăng lần lượt 4%/6%/7% dự báo doanh thu máy tính xách tay cho năm 2024/2025/2026.

Hình 1: Ví dụ về laptop tích hợp AI tại Việt Nam

 TIẾT KIỂM 2.000.000 đ ASUS Laptop AI ASUS Zenbook 14 OLED UX3405MA-PP151W (Ultra 5-125H/RAM... 26.990.000 đ 28.990.000 đ -6.9%	 TIẾT KIỂM 1.000.000 đ ACER Laptop AI ACER Swift Go 14 SFG14-72-73YV (Ultra 7-155H/RAM 16GB/512GB SSD... 24.990.000 đ 25.990.000 đ -3.85%	 TIẾT KIỂM 2.000.000 đ ASUS Laptop AI ASUS Zenbook 14 OLED - UX3405MA-PP152W (Ultra 7-155H/RAM 32GB/1T... 32.990.000 đ 34.990.000 đ -5.72%	 MSI Laptop MSI Prestige 13 AI Evo A1MG-062VN (Ultra 7 155H) (Xám) 33.990.000 đ
---	---	---	---

Nguồn: Website Phong Vũ; HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

Dựa trên quan điểm chu kỳ thay thế máy tính xách tay đang diễn ra, HSC tăng bình quân 6% dự báo doanh thu laptop cho giai đoạn 2024-2026, trong khi giảm nhẹ 1% dự báo doanh thu điện thoại di động. Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu sản phẩm ngoài CNTT giai đoạn 2024-2026. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 1-2% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2024-2026.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận 2024-2026 cũ và mới, DGW

HSC duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu thuần	22,803	22,999	1%	22%
Lợi nhuận thuần	518	519	0%	46%
2025F				
Doanh thu thuần	25,128	25,417	1%	11%
Lợi nhuận thuần	630	641	2%	24%
2026F				
Doanh thu thuần	27,209	27,645	2%	9%
Lợi nhuận thuần	728	739	2%	15%

Nguồn: DGW, HSC

Bảng 3: Dự báo doanh thu theo mảng cũ và mới, DGW

HSC nâng dự báo doanh thu bán laptop và máy tính bảng, bù đắp cho việc hạ dự báo doanh thu mảng điện thoại di động

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	
Điện thoại di động	8,067	9,609	10,306	10,821	9,528	10,217	10,727	-1%	-1%	-1%	
Tăng trưởng	-25.0%	18.1%	7.2%	5.0%	18%	7%	5%				
Laptop & máy tính bảng	5,906	6,235	6,783	7,170	6,512	7,162	7,701	4%	6%	7%	
Tăng trưởng	-16.0%	9.6%	7.1%	5.7%	10%	10%	8%				
Thiết bị văn phòng	3,441	4,962	5,504	6,066	4,962	5,504	6,066	0%	0%	0%	
Tăng trưởng	3.6%	44.2%	10.9%	10.2%	44%	11%	10%				
Thiết bị gia dụng	728	1,046	1,374	1,736	1,046	1,374	1,736	0%	0%	0%	
Tăng trưởng	30.9%	43.7%	31.4%	26.3%	44%	31%	26%				
Hàng tiêu dùng	676	951	1,160	1,416	951	1,160	1,416	0%	0%	0%	
Tăng trưởng	70.3%	40.7%	22.0%	22.1%	41%	22%	22%				
Tổng	18,818	22,803	25,128	27,209	22,999	25,417	27,645	1%	1%	2%	
Tăng trưởng	-14.7%	21.2%	10.2%	8.3%	22%	11%	9%				

Nguồn: DGW, HSC

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tỷ suất lợi nhuận duy trì đà tăng trong giai đoạn 2024-2026, nhưng với tốc độ chậm hơn. Kết quả này có được là do chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo doanh thu sản phẩm CNTT. Tuy nhiên, cơ cấu doanh thu dự kiến sẽ cải thiện trong giai đoạn dự báo, nhờ mảng ngoài CNTT tăng trưởng nhanh hơn so với mảng CNTT (Bảng 3).

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 28% (từ mức 27% trước đó), trong khi doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR là 14% (tăng từ mức 13%) và tỷ suất lợi nhuận thuần cũng được cải thiện. So với bình quân dự báo thị trường, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần cao hơn 5% trong 2024, sát với dự báo thị trường cho năm 2025 và thấp hơn 7% trong năm 2026.

Chi tiết về dự báo KQKD Q2/2024 được trình bày trong phần sau của báo cáo này.

Bảng 4: Dự báo tỷ suất lợi nhuận, DGW

Tỷ suất lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trong giai đoạn 2024-2026 nhưng tốc độ chậm hơn dự báo trước đây

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh (điểm cơ bản)		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8.5%	8.7%	8.9%	9.0%	8.5%	8.7%	8.8%	(20)	(20)	(20)	
Chi phí BH&QL/Doanh thu thuần	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%	5.9%	5.8%	5.7%	10	10	-	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.3%	2.5%	2.7%	2.8%	2.3%	2.5%	2.7%	(30)	(20)	(10)	

Nguồn: DGW, HSC

Dự báo KQKD Q2/2024: Lợi nhuận thuần tăng 16% so với cùng kỳ

Mặc dù KQKD quý 2 thường kém ở các mảng kinh doanh chính do yếu tố thời vụ, nhưng HSC dự báo Công ty DGW sẽ ghi nhận KQKD Q2/2024 vững chắc với doanh thu và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 9% và 16% so với cùng kỳ. Trong khi doanh thu sản phẩm ngoài CNTT vẫn là động lực tăng trưởng chính (tăng 41% so với cùng kỳ), doanh thu máy tính xách tay có thể sẽ mang lại điều bất ngờ (tăng 18% so với cùng kỳ và 40% so với quý trước) nhờ laptop tích hợp AI và mùa tựu trường.

KQKD Q2/2024: Dự báo vững chắc bất chấp mùa thấp điểm

HSC lưu ý rằng quý 2 thường rơi vào mùa thấp điểm của thị trường sản phẩm CNTT ở Việt Nam, khi người tiêu dùng dành thời gian và chi phí cho việc nghỉ ngơi trong mùa hè. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo DGW có thể đạt mức doanh thu khá tốt trong quý ở mức 4.988 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ và không đổi so với quý trước) và lợi nhuận thuần 96 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ, tăng 4% so với quý trước)

Với kết quả trên, Công ty dự kiến sẽ đạt lần lượt 44% và 36% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần cho năm 2024 của chúng tôi.

Bảng 5: Ước tính lợi nhuận Q2/2024, DGW

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q2/2024 của DGW sẽ tăng 16% so với cùng kỳ và đạt 96 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q2/23	Q1/24	Q2/24F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024F	% so với cùng kỳ	2024 HSC dự báo	% đạt dự báo HSC
Doanh thu thuần	4,596	4,985	4,988	9%	0%	8,556	9,973	17%	22,803	44%
Lợi nhuận thuần	83	92	96	16%	4%	162	188	16%	518	36%

Nguồn: DGW, HSC ước tính

Bảng 6: Ước tính doanh thu các mảng Q2/2024, DGW

Mảng sản phẩm ngoài CNTT được kỳ vọng sẽ tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24F cũ	Q2/24F Mới	% svck	Q1/24	% sv quý trước	6T2023	6T2024F Mới	% svck	2024F HSC dự báo	% đạt dự báo
Mảng CNTT	3,532	3,343	3,493	-1%	3,581	-2%	6,525	7,074	8%	15,844	45%
Điện thoại di động	2,204	2,190	1,904	-13%	2,442	-22%	4,089	4,346	6%	9,609	45%
Laptop & MT bảng	1,139	1,342	1,589	18%	1,139	40%	2,436	2,728	12%	6,235	44%
Mảng ngoài CNTT	1,064	1,645	1,495	41%	1,404	6%	2,031	2,899	43%	6,959	42%
Thiết bị văn phòng	728	1,200	1,050	44%	1,010	4%	1,410	2,060	46%	4,962	42%
Thiết bị gia dụng	166	230	230	39%	210	10%	331	440	33%	1,046	42%
Hàng tiêu dùng	170	215	215	26%	184	17%	290	399	38%	951	42%
Doanh thu thuần	4,596	4,988	4,988	9%	4,985	0%	8,556	9,973	17%	22,803	44%

Nguồn: DGW, HSC ước tính

Dự báo doanh thu theo mảng kinh doanh

HSC dự báo tăng trưởng doanh thu Q2/2024 chủ yếu nhờ vào mảng ngoài CNTT, vốn đang tăng trưởng nhanh hơn mảng CNTT (gần như không đổi).

- Doanh thu **mảng CNTT** dự báo giảm nhẹ 1% xuống 3.581 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu điện thoại di động giảm 13% so với cùng kỳ, gần như bù trừ cho mức tăng trưởng doanh thu máy tính xách tay (tăng 18% so với cùng kỳ lên 1.589 tỷ đồng). Lưu ý, doanh thu điện thoại di động Q2/2023 của DGW rất cao do Công ty hưởng lợi từ việc bán được số lượng lớn iPhone cho MWG trong cuộc chiến về giá bán. Doanh thu điện thoại di động trong Q2/2024 giảm chủ yếu là do doanh thu iPhone giảm, trong khi doanh thu sản phẩm Xiaomi tăng nhờ vào chiến lược giá bán và giá trị cạnh tranh. Có vẻ Xiaomi như đã giành thêm thị phần.

Cho nửa đầu năm 2024, chúng tôi dự báo tổng doanh thu mảng CNTT của DGW tăng 8% so với cùng kỳ, trong đó doanh thu laptop và máy tính bảng tăng 12% so với cùng kỳ, và doanh thu điện thoại di động tăng 6% so với cùng kỳ. Theo quan điểm của chúng tôi, kết quả này có vẻ cao hơn bình quân thị trường, vốn vẫn đang tăng trưởng khá chậm. Đây là dấu hiệu cho thấy DGW đã giành được thêm thị

phần ở phân khúc máy tính xách tay, máy tính bảng và điện thoại di động (nhờ Xiaomi).

- HSC dự báo doanh thu **sản phẩm ngoài CNTT** tăng mạnh 44% so với cùng kỳ lên 1.495 tỷ đồng. Trong đó, phân khúc thiết bị văn phòng, tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng chuyển đổi số, được dự báo có doanh thu tăng mạnh 44% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước đạt 1.050 tỷ đồng.

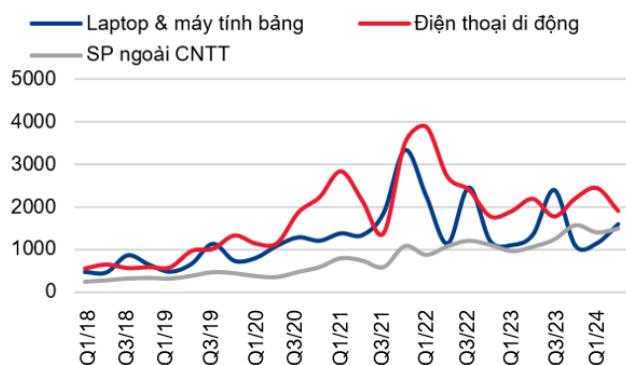
Các mảng có quy mô nhỏ hơn nhưng tỷ suất lợi nhuận cao hơn bao gồm hàng điện máy và hàng tiêu dùng đang thể hiện mức độ thâm nhập thị trường cao hơn với doanh thu đạt lần lượt 230 tỷ đồng (tăng 39% so với cùng kỳ và 10% so với quý trước) và 215 tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ và 17% so với quý trước).

Dự báo lợi nhuận thuần

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q2/2024 tăng 16% so với cùng kỳ đạt 96 tỷ đồng. Cơ cấu doanh thu tốt hơn và mức đóng góp ngày càng tăng của sản phẩm ngoài CNTT (có tỷ suất lợi nhuận cao ở mức 30% trong Q2/2024 so với mức 23% Q2/2023) giúp lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn so với doanh thu thuần và cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Biểu đồ 7: Doanh thu các mảng theo quý (tỷ đồng), DGW

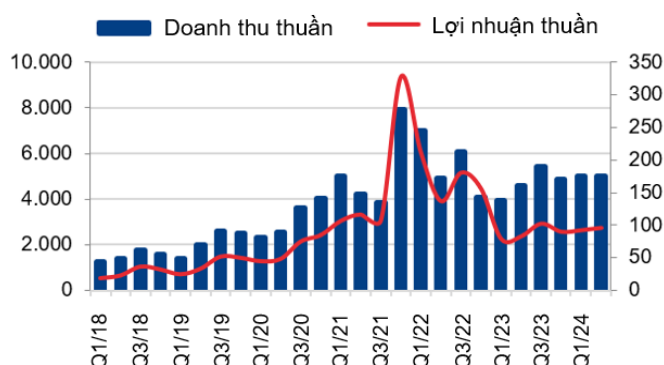
Doanh thu tất cả các mảng đều cao hơn nhiều so với mức trước dịch Covid



Nguồn: DGW, HSC ước tính

Biểu đồ 8: Doanh thu thuần và LN theo quý (tỷ đồng), DGW

Lợi nhuận đã chạm đáy từ Q1/2023



Nguồn: DGW, HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 78.900đ (tiềm năng tăng giá: 23%) từ mức 69.400đ trước đó nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi giả định định giá. Tại giá mục tiêu mới, DGW có P/E dự phóng năm 2025 là 21,1 lần. DGW xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vị thế vững chắc trên thị trường bán buôn trong nước, mô hình kinh doanh năng động, và năng lực điều hành tốt. Với triển vọng tích cực trong nửa cuối năm 2024 và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025-2026, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 78.900đ (tiềm năng tăng giá: 23%) từ mức 69.400đ trước đó nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi giả định định giá. DGW xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vị thế vững chắc trên thị trường bán buôn trong nước, mô hình kinh doanh năng động, và năng lực điều hành tốt. Tại giá mục tiêu mới, DGW có P/E dự phóng năm 2025 là 21,1 lần. Với triển vọng tích cực trong nửa cuối năm 2024 và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025-2026, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Về mặt giả định định giá, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% (không thay đổi), chi phí nợ trước thuế 5% (đối với DGW, không thay đổi) và hệ số beta là 1,1 (không thay đổi). Trên cơ sở đó, giả định WACC là 10,2% (không thay đổi).

Chúng tôi đưa ra giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 4% (từ mức 3% trước đó). Điều này cho thấy giá trị hiện tại của giá trị dài hạn đóng góp gần 80% định giá của DGW. Mức định giá được nâng lên nhằm phản ánh mô hình kinh doanh năng động của Công ty, cũng như vị thế vững chắc trên thị trường bán buôn trong nước. Do đó, việc có thêm các thương hiệu, danh mục sản phẩm mới, sự kết hợp của các hoạt động M&A gần đây (như các hoạt động kinh doanh trong tương lai, tài chính tiêu dùng, kinh doanh điện thoại di động đã qua sử dụng) hoặc hoàn tất bất kỳ thương vụ M&A nào, có thể tạo ra bất ngờ cho NĐT và củng cố vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn của Công ty.

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DGW

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	18,817	22,999	25,417	27,645	29,802	32,103
Tỷ suất EBIT	2.22%	2.62%	2.89%	3.12%	3.34%	3.55%
EBIT	417	603	733	863	996	1,140
- Thuế đã điều chỉnh	92	133	165	173	199	228
NOPLAT	326	470	569	691	796	912
+ Khấu hao	(21)	35	36	37	38	39
- Tăng/giảm vốn lưu động	316	544	49	(156)	(112)	(114)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(30)	9	(6)	(7)	(7)	(8)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	592	1,058	647	565	716	829

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định và tính toán định giá, DGW

Giá mục tiêu mới dựa trên phương pháp DCF của HSC là 78.900đ/cp

	Cuối 2024		Đơn vị	Cuối 2024	Cuối 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	3,209	2,370
Beta	1.10	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	9,494	10,460
Chi phí vốn CSH	13.4%	Tiền mặt/(nợ) thuần	Tỷ đồng	126	712
Chi phí nợ	5.0%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	12,829	13,541
Chi phí nợ sau thuế	4.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	167	167
Tỷ trọng vốn CSH	65.9%	Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng	76,799	81,059
Tỷ trọng nợ	34.1%	Giá mục tiêu/cp (giữa năm 2025)	Đồng		78,900
WACC	10.2%				

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, DGW

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 4%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%	76,893	73,468	70,359	67,524	64,929
	3.5%	81,825	77,878	74,322	71,103	68,173
	4.0%	87,654	83,044	78,900	75,232	71,893
	4.5%	94,646	89,178	84,348	80,050	76,200
	5.0%	103,190	96,581	90,816	85,744	81,247

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua (giảm 1% trong 1 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn VN Index một chút, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2021 ở mức 17,3 lần. Do đó, DGW có PEG 3 năm – dựa trên P/E trượt dự phóng và dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm 0,67% – thấp hơn so với bình quân dự báo của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 0,82 lần.

HSC nhận thấy DGW có cả động lực tăng trưởng ngắn hạn và dài hạn. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của Công ty sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2024 nhờ những cải thiện vững chắc hơn ở các yếu nền tảng như tình hình kinh tế vĩ mô (do tâm lý người tiêu dùng) cũng như việc ra mắt sản phẩm mới. Cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến ở mức 30% được dự kiến chi trả trong những tháng tới cũng là yếu tố giúp nâng cao tính thanh khoản của cổ phiếu và từ đó nâng cao tâm lý NĐT. Trong khi đó, sản phẩm tích hợp AI và khả năng mở rộng thị phần của danh mục hàng tiêu dùng sẽ giúp thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DGW.

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGW

Dựa trên ước tính của HSC, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,8 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DGW

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 17,3 lần



Nguồn: HSC

Bảng 14: So sánh các công ty cùng ngành trong khu vực, DGW

Với chỉ số PEG là 0,67 lần và ROAE là 19%, DGW đang có định giá thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực (có PEG trung vị là 0,82 lần & ROAE trung vị là 18%)

	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	P/E trượt dự phóng	CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần	PEG	ROAE 2024
Metrodata Elec	Indonesia	483	10.3	9.0	9.6	15%	0.66	22%
Erajaya Swasemba	Thái Lan	377	6.2	5.2	5.7	16%	0.36	13%
Vstecs Bhd	Malaysia	336	25.1	21.7	23.4	8%	2.99	15%
Sis Distribution	Thái Lan	250	12.0	10.9	11.4	12%	0.99	21%
Bình quân		362	13.4	11.7	12.5	12.5%	1.25	18%
Trung vị		357	11.1	9.9	10.5	13.1%	0.82	18%
DGW	Việt Nam	428	20.8	17.1	18.8	28%	0.67	19%

Ghi chú: Dữ liệu ngày 10/7.
Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	22,028	18,817	22,999	25,417	27,645
Lợi nhuận gộp	1,663	1,559	1,952	2,198	2,439
Chi phí BH&QL	(858)	(1,142)	(1,348)	(1,464)	(1,575)
Thu nhập khác	82.7	47.0	57.4	63.5	69.1
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	888	464	661	797	932
Lãi vay thuần	(36.3)	(116)	(85.4)	(90.4)	(104)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.83)	(4.31)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	13.0	126	89.3	115	119
LNTT	862	471	665	821	947
Chi phí thuế TNDN	(179)	(108)	(133)	(165)	(190)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.18	(8.20)	(12.5)	(15.4)	(18.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	684	354	519	641	739
Lợi nhuận thuần ĐC	684	354	519	641	739
EBITDA ĐC	894	498	695	831	966
EPS (đồng)	4,193	2,134	3,076	3,752	4,270
EPS ĐC (đồng)	4,193	2,134	3,076	3,752	4,270
DPS (đồng)	1,000	500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	163	166	169	171	173
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	163	167	169	171	174
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	163	167	169	171	174

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	828	1,450	1,911	2,706	3,514
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	1,496	1,982	2,070	2,033	2,212
Hàng tồn kho	3,254	3,003	3,093	3,379	3,629
Các tài sản ngắn hạn khác	204	407	232	261	287
Tổng tài sản ngắn hạn	5,782	6,842	7,307	8,379	9,642
TSCĐ hữu hình	32.3	38.3	38.4	38.3	37.9
TSCĐ vô hình	63.4	92.8	91.4	90.0	88.4
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	8.54	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	8.54	19.1	19.1	19.1	19.1
Tài sản dài hạn khác	460	509	435	408	380
Tổng tài sản dài hạn	573	659	584	555	526
Tổng cộng tài sản	6,355	7,501	7,891	8,934	10,168
Nợ ngắn hạn	1,915	2,321	1,780	1,988	2,318
Phải trả người bán	1,210	1,557	2,075	2,293	2,494
Nợ ngắn hạn khác	622	810	808	900	981
Tổng nợ ngắn hạn	3,882	4,858	4,863	5,400	6,027
Nợ dài hạn	41.1	5.50	5.50	5.50	5.50
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91
Nợ dài hạn khác	5.86	7.77	7.77	7.77	7.77
Tổng nợ dài hạn	49.9	16.2	16.2	16.2	16.2
Tổng nợ phải trả	3,932	4,874	4,880	5,416	6,044
Vốn chủ sở hữu	2,394	2,595	2,966	3,458	4,046
Lợi ích cổ đông thiểu số	28.9	32.5	45.0	60.4	78.5
Tổng vốn chủ sở hữu	2,423	2,627	3,011	3,518	4,124
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,355	7,501	7,891	8,934	10,168
BVPS (đ)	14,682	15,531	17,525	20,168	23,296
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,128	877	(126)	(712)	(1,191)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	888	464	661	797	932
Khấu hao	(6.29)	(33.8)	(33.8)	(33.8)	(33.8)
Lãi vay thuần	(36.3)	(116)	(85.4)	(90.4)	(104)
Thuế TNDN đã nộp	(212)	(100)	(133)	(165)	(190)
Thay đổi vốn lưu động	(1,970)	316	544	49.2	(156)
Khác	149	(30.1)	59.9	48.8	48.0
LCT thuần từ HKKD	(1,176)	568	1,080	674	565
Đầu tư TS dài hạn	(13.2)	(29.9)	9.03	(6.29)	(6.73)
Góp vốn & đầu tư	(300)	(201)	0	0	0
Thanh lý	0	38.5	0	0	0
Khác	52.6	75.3	61.5	67.6	73.1
LCT thuần từ HĐĐT	(260)	(117)	70.5	61.3	66.4
Cổ tức trả cho CSH	(90.6)	(167)	(169)	(171)	(174)
Thu từ phát hành CP	22.0	39.8	22.1	22.0	22.0
Tăng/giảm nợ	838	299	(542)	209	329
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	770	171	(689)	59.5	178
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,494	828	1,450	1,911	2,706
LCT thuần trong kỳ	(667)	623	461	794	809
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	828	1,450	1,911	2,706	3,514
Dòng tiền tự do	(1,189)	538	1,089	667	558

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.55	8.29	8.49	8.65	8.82
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.06	2.65	3.02	3.27	3.50
Tỷ suất LNT (%)	3.10	1.88	2.26	2.52	2.67
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.7	22.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.04	(14.6)	22.2	10.5	8.77
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.5	(44.3)	39.5	19.6	16.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	4.01	(48.2)	46.4	23.6	15.3
Tăng trưởng EPS (%)	1.49	(49.1)	44.1	22.0	13.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.49	(49.1)	44.1	22.0	13.8
Tăng trưởng DPS (%)	0	(50.0)	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	23.8	23.4	32.5	26.7	23.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	32.7	14.2	18.7	20.0	19.7
ROACE (%)	41.6	18.1	23.3	24.3	24.3
Vòng quay tài sản (lần)	3.41	2.72	2.99	3.02	2.89
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.33)	1.22	1.63	0.85	0.61
Số ngày tồn kho	58.3	63.5	53.6	53.1	52.5
Số ngày phải thu	26.8	41.9	35.9	32.0	32.0
Số ngày phải trả	21.7	32.9	36.0	36.0	36.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	51.1	39.1	1.45	(15.2)	(24.4)
Nợ/tài sản (%)	32.3	32.9	24.8	24.4	24.9
EBIT/lãi vay (lần)	24.4	4.01	7.74	8.82	8.98
Nợ/EBITDA (lần)	2.30	4.95	2.81	2.63	2.62
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.49	1.41	1.50	1.55	1.60
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.53	0.61	0.47	0.40	0.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.9	23.2	15.4	12.4	10.3
P/E (lần)	15.3	30.0	20.8	17.1	15.0
P/E ĐC (lần)	15.3	30.0	20.8	17.1	15.0
P/B (lần)	4.36	4.12	3.65	3.17	2.75
Lợi suất cổ tức (%)	1.56	0.78	1.56	1.56	1.56

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn