

CTCP Thế giới Số - DGW

Sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới

Hàng tiêu dùng | Báo cáo lần đầu

Khả quan

Giá mục tiêu (12T)

VND44.400

Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

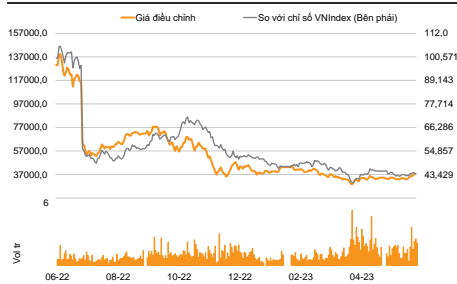
Giá mục tiêu / Consensus: %

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/a

Giá thị trường	VND36.200
Cao nhất 52 tuần (VND)	139.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	28.700
GTGDQBQ 3 tháng (tr VND)	52.657
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.914
Free float	66%
Tỷ suất cổ tức	1,57%
P/E trượt (x)	11
P/B hiện tại (x)	2,46

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Created Future Co.,Ltd.	33,6%
Khác	66,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

- > DGW là một trong những công ty dẫn đầu thị trường phân phối sản phẩm ICT với hơn 6.000 điểm bán hàng (POS) tại Việt Nam.
- > Chúng tôi ước tính LN ròng 2023 sẽ giảm 28,8% svck do nhu cầu tiêu dùng yếu nhưng sẽ tăng trưởng trở lại 23,3%/năm trong giai đoạn 2024-26.
- > Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan, giá mục tiêu là 44.400 đồng.

Nhà phân phối ICT hàng đầu với tăng trưởng nhanh trong 3 năm qua

DGW đã tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt tăng trưởng kép 38,6% trong 2018-22 để trở thành nhà phân phối ICT (các sản phẩm công nghệ thông tin) hàng đầu Việt Nam, vượt qua FPT Synnex và PET về doanh thu. Hiện tại, DGW là doanh nghiệp phân phối có số lượng POS lớn nhất với 6.000 (PET:1.700; FPT Synnex: 3.800), thống trị thị phần sản phẩm Xiaomi (~80%) cũng như là một trong những nhà phân phối ủy quyền lớn của Apple tại Việt Nam.

Tăng trưởng cùng với các xu hướng tiêu dùng phát triển tại Việt Nam

Với dân số hơn 100 triệu người và nhóm nhân khẩu học trẻ với 70% dưới 35 tuổi, trong đó, số đông dân số nắm bắt về xu hướng công nghệ, cũng như sự tăng trưởng của thương mại điện tử và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, đang kích thích nhu cầu về nhiều loại sản phẩm điện tử tiêu dùng và gia dụng với tốc độ tăng trưởng bền vững từ 6%-10% mỗi năm trong giai đoạn 2023-26, theo Euromonitor. Do vậy, các nhà phân phối như DGW, với khả năng cung cấp chuỗi dịch vụ phân phối toàn diện, từ nghiên cứu thị trường đến dịch vụ hậu mãi, đã được chứng minh bằng việc xây dựng thương hiệu Xiaomi từ con số không đến Top 3 trên thị trường điện thoại thông minh VN, sẽ sẵn sàng gạt hái thành công trong thị trường đầy màu mỡ này.

Sẵn sàng hồi phục trong giai đoạn 2024-26 sau khó khăn trong năm 2023

DGW đang đối mặt với một năm đầy thách thức trong năm 2023 khi tiêu dùng người dân suy giảm và sự thắt chặt tài chính tiêu dùng đối với sản phẩm không thiết yếu. Chúng tôi ước tính doanh thu/LN ròng của DGW sẽ giảm 2,8%/28,9% svck trong năm 2023, trước khi quay trở lại chu kỳ tăng trưởng từ 2024. Trong 2024-26, khi nhu cầu ICT phục hồi, đặc biệt là các sản phẩm của Xiaomi và Apple, kết hợp với việc DGW mở rộng sang các mảng kinh doanh khác, như sản phẩm thiết bị gia dụng (Whirlpool, Xiaomi...), hàng tiêu dùng (nước giải khát) và thiết bị công nghiệp thông qua sáp nhập Achison, sẽ giúp tăng trưởng doanh thu/LN ròng của DGW có thể đạt 11,9% /23,3% mỗi năm trong giai đoạn 2024-26.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 44.400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi bắt đầu theo dõi DGW với khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 44.400 đồng/cp, dựa trên kết hợp đều giữa định giá theo phương pháp chiếu khấu dòng tiền và P/E mục tiêu 2023-24 là 12,0 lần. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại - tương đương với P/E năm 2023-24 là 10,0 lần là cơ hội tốt để nắm giữ để chuẩn bị cho một chu kỳ tiêu dùng mới. Tiềm năng tăng giá: 1) nhu cầu ICT cao hơn kỳ vọng, đặc biệt là Xiaomi/Apple và 2) mở rộng phân phối các thương hiệu mới tốt hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá: 1) nhu cầu ICT thấp hơn kỳ vọng 2) mức độ mở rộng thương hiệu ít hơn kỳ vọng và 3) chấm dứt phân phối nhân hàng như Xiaomi/Apple.

Tổng quan tài chính (VND)	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần (tỷ)	22.059	21.440	24.431	26.879
Tăng trưởng DT thuần	5,2%	(2,8%)	14,0%	10,0%
Biên lợi nhuận gộp	7,5%	6,7%	7,1%	7,5%
Biên EBITDA	3,9%	2,9%	3,5%	3,8%
LN ròng (tỷ)	684	486	690	825
Tăng trưởng LN ròng	4,0%	(28,9%)	41,9%	19,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	4.193	2.981	4.231	5.060
EPS điều chỉnh	4.193	2.981	4.231	5.060
BVPS	14.683	17.668	21.904	26.970
ROAE	32,7%	18,4%	21,4%	20,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sẵn sàng cho chu kỳ tiêu dùng mới

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích DGW vì:

- Thị trường tiêu dùng Việt Nam là một thị trường tiềm năng trong thời gian tới nhờ vào 1) dân số trên 100 triệu người và dân số trẻ với 70% dưới 35 tuổi, 2) trong đó phần lớn giới trẻ nắm bắt xu hướng công nghệ cùng với 3) sự phát triển của thương mại điện tử và 4) sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, đang kích thích nhu cầu của nhiều loại sản phẩm từ điện tử tiêu dùng đến thiết bị gia dụng. Theo Euromonitor, những yếu tố này dự kiến sẽ giúp tốc độ tăng trưởng doanh thu các sản phẩm này bền vững là 6% -10% mỗi năm trong giai đoạn 2023-26. Do đó, DGW, doanh nghiệp chuyên phân phối hàng điện tử tiêu dùng và thiết bị gia dụng, được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong những năm tới, bất chấp những biến động kinh tế vĩ mô bất lợi đã tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động của DGW trong năm 2023.
- DGW đã xây dựng được hệ thống phân phối mạnh với thị phần ICT dẫn đầu về doanh thu với sự tăng trưởng vượt bậc về doanh thu và LN ròng trong 5 năm qua, đạt tốc độ tăng trưởng kép lần lượt là 38,6%/57,6%. Trong 2 năm gần đây, DGW đã ký hợp đồng phân phối sản phẩm với nhiều thương hiệu tiềm năng như Apple (từ cuối năm 2020), Whirlpool và Joyong trong ngành hàng gia dụng, hàng tiêu dùng với ABInBev và thiết bị công nghiệp thông qua sáp nhập Achison. Đây sẽ là chất xúc tác tăng trưởng cho DGW trong giai đoạn tiếp theo của tiêu dùng Việt Nam. Chúng tôi ước tính doanh thu/lợi nhuận ròng của DGW sẽ duy trì tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2024-26 ở mức 11,9%/23,3%/năm sau khi giảm mạnh trong năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng sóng gió của ngành hàng tiêu dùng kể từ Q4/22 đã được phản ánh vào giá của DGW với mức giảm gần 60% kể từ mức đỉnh vào tháng 4/2022. Với mức giá hiện tại là 36.200 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2023-24 10,0 lần là một cơ hội tốt để nắm giữ để chuẩn bị cho một chu kỳ tiêu dùng mới kể từ năm 2024.

Chúng tôi bắt đầu theo dõi DGW với khuyến nghị KHẢ QUAN với mức giá mục tiêu cho DGW là 44.400 đồng, dựa trên sự kết hợp đều giữa định giá chiết khấu dòng tiền 10 năm và P/E mục tiêu 2023-24 là 12,0 lần. Các giả định của chúng tôi là lãi suất phi rủi ro 4% và tỷ lệ chiết khấu WACC = 11,9%.

Hình 1: Chỉ số P/E của DGW giai đoạn 2018 – 2023 (lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá: 1) nhu cầu các sản phẩm ICT cao hơn mong đợi, đặc biệt là Xiaomi hoặc Apple hoặc máy tính xách tay & máy tính bảng và 2) khả năng mở rộng các thương hiệu mới tốt hơn kỳ vọng, đặc biệt là khi có thể tìm thấy một thương hiệu tốt như Xiaomi và Apple.

Rủi ro giảm giá: 1) nhu cầu sản phẩm ICT thấp hơn dự phóng 2) mở rộng thương hiệu mới ít hơn dự kiến và 3) chấm dứt phân phối các sản phẩm, đặc biệt là Xiaomi hay Apple.

Rủi ro đầu tư

- Chúng tôi cho rằng rủi ro lớn nhất đối với hoạt động phân phối của DGW nằm ở các hợp đồng phân phối với các thương hiệu, chẳng hạn như việc mất vị thế độc quyền phân phối Xiaomi kể từ T1/2022 đã khiến kỳ vọng tăng trưởng của Xiaomi chậm lại. Do đó, mọi trường hợp chấm dứt hợp đồng phân phối hoặc thay đổi điều khoản phân phối sẽ làm giảm lợi ích cho DGW đều là rủi ro khi đầu tư vào DGW.
- Các yếu tố vĩ mô toàn cầu ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng sản phẩm của DGW như các xung đột khiến việc cung ứng sản phẩm đồ vỡ, thiếu chip do thay đổi chính sách quốc tế khiến hàng hóa khan hiếm hay suy thoái mới khiến nhu cầu ICT giảm mạnh sẽ tác động đáng kể đến kết quả kinh doanh của DGW.

Hình 2: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	45.422	50%	22.711
Phương pháp P/E mục tiêu	43.331	50%	21.665
Giá mục tiêu			44.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá hệ số P/E

LN ròng bình quân 2023-24 (tỷ đồng)	589
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	163
EPS 2023-24	3.611
PE mục tiêu (x)	12,0
Định giá / cổ phiếu (đồng)	43.331

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá chiết khấu dòng tiền

Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Giá trị
Giá trị hiện tại của FCFF (tỷ đồng)	4.514
Giá trị hiện tại năm cuối (tỷ đồng)	3.981
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	8.495
Trừ: Tổng nợ (tỷ đồng)	1.915
Cộng: Tiền và các khoản tương đương tiền (tỷ đồng)	828
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	7.407
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	163
Định giá / cổ phiếu(đồng)	45.422

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh ngành

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ			12T	2023		Hiện tại	2023	12T	2023	12T	2023
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	Khả quan	39.300	61.500	2.448	22,3	11,4	0,2	2,49	2,04	4,6	8,4	11,7	18,3	
CTCP Bán lẻ KTS FPT	FRT VN	na	64.900	na	327	35,4	18,5	636,7	3,90	2,77	2,2	3,7	11,5	14,1	
CTCP DV Tổng hợp D.khí	PET VN	na	26.200	na	110	26,3	N/a	16,5	1,38	N/a	0,8	N/a	4,3	N/a	
Trung bình						28,0	14,9	217,8	2,59	2,41	2,5	6,0	9,2	16,2	
CTCP Thế giới Số	DGW VN	Khả quan	36.200	44.400	258	11,0	7,2	66,4	2,46	1,34	8,8	7,9	24,7	18,4	

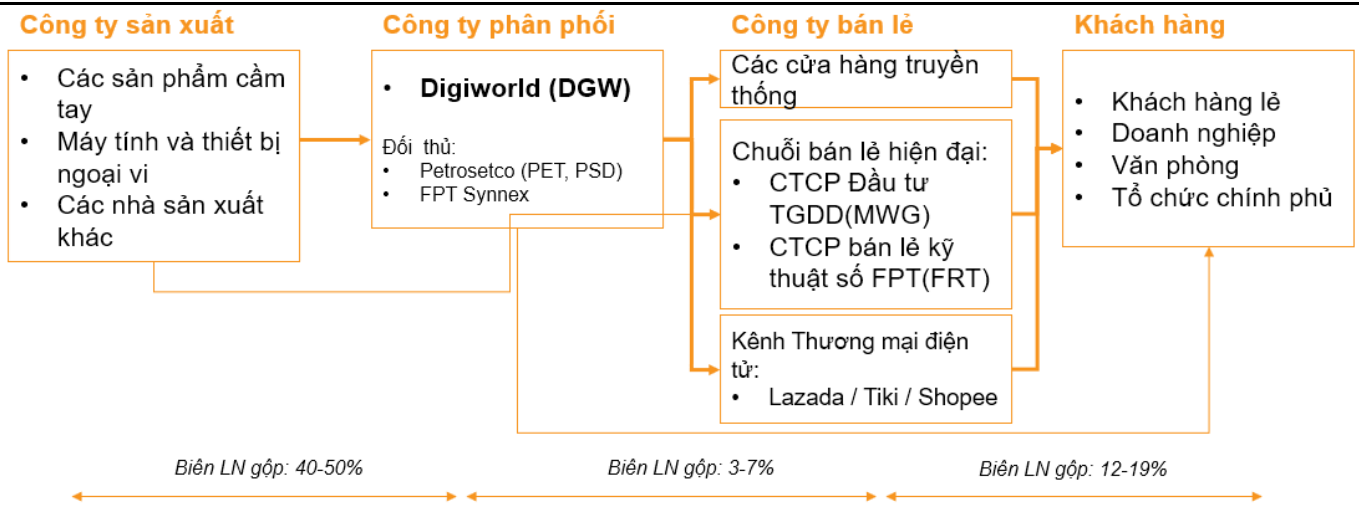
Dữ liệu tại ngày 2/6/2023
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Hai thập kỷ trở thành nhà phân phối ICT lớn nhất

Hai thập kỷ phát triển với “Dịch vụ mở rộng thị trường – MES”

DGW là công ty phân phối được thành lập năm 1997 và niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM từ năm 2015. Hiện nay, DGW đang phân phối các sản phẩm trong lĩnh vực ICT (máy tính xách tay & máy tính bảng, điện thoại di động), thiết bị văn phòng và hàng tiêu dùng với các thương hiệu lớn trên toàn cầu. DGW hiện đang phân phối hơn 30 thương hiệu, có thể kể đến những thương hiệu nổi bật gồm Xiaomi và Apple ở mảng điện thoại di động, HP & Asus ở mảng Laptop & máy tính bảng hay Logitech ở mảng Thiết bị văn phòng.

Hình 6: Chuỗi giá trị của DGW



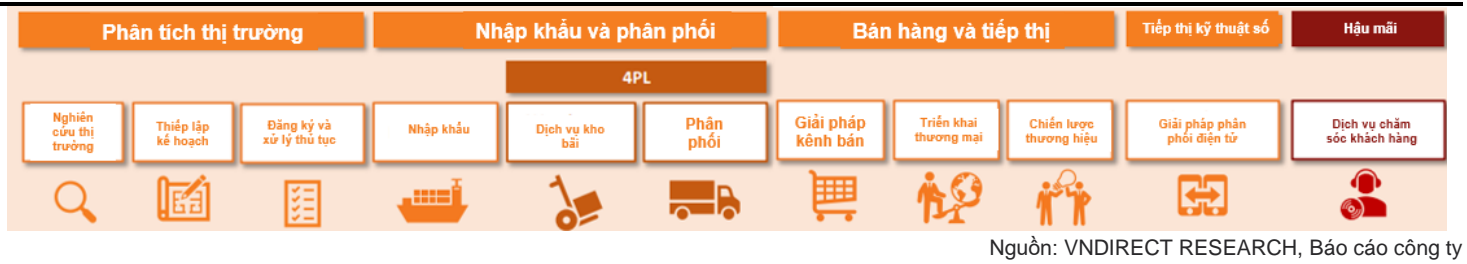
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

DGW cung cấp dịch vụ phân phối toàn diện, gọi là MES (Market Expansion Services) cho các nhãn hàng, với 5 dịch vụ từ nghiên cứu thị trường, phân phối, marketing & bán hàng, thương mại điện tử đến hậu mãi. Nói đơn giản hơn, DGW cung cấp dịch vụ toàn diện và chất lượng so với các nhà phân phối cùng ngành như PET, FPT Synnex khi ngoài việc cung cấp dịch vụ ở khâu phân phối (bao gồm khâu nhập khẩu, lưu kho và phân phối), DGW còn cung cấp thêm các dịch vụ đi kèm như dịch vụ phân tích, dự báo thị trường cũng như chiến lược phát triển thương hiệu tại Việt Nam. Nhờ đó, DGW tăng cường kết nối với các nhà sản xuất và bán lẻ để phát huy vai trò quan trọng hơn trong chuỗi giá trị phân phối nhờ vào việc nắm bắt trọn vẹn nhu cầu giữa sản xuất và tiêu dùng.

Hiện DGW đang triển khai MES cho khoảng 40% các hợp đồng mà DGW đã ký kết. Với dịch vụ MES, DGW có thể thu hút, mở rộng tệp khách hàng mới và tạo sự trung thành của những khách hàng này khi họ muốn gia nhập thị trường Việt Nam, tạo giá trị gia tăng cho DGW đối với khách hàng mới.

Câu chuyện thành công của MES chính là Xiaomi, công ty mà DGW đã cung cấp dịch vụ MES cho Xiaomi và xây dựng mạng lưới phân phối cho Xiaomi từ con số 0 đến Top 3 về thị phần điện thoại thông minh tại Việt Nam với khoảng 15% thị phần vào năm 2022.

Hình 7: Dịch vụ mở rộng thị trường của DGW - MES

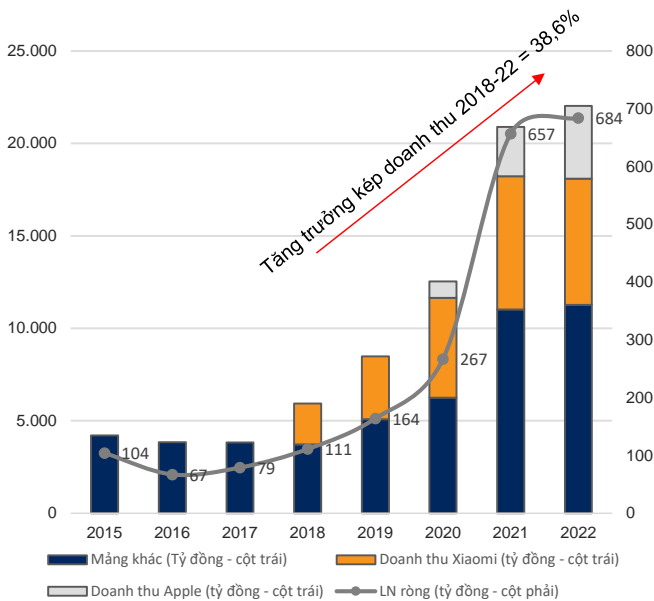


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

DGW là nhà phân phối ICT lớn nhất về doanh thu và mạng lưới phân phối

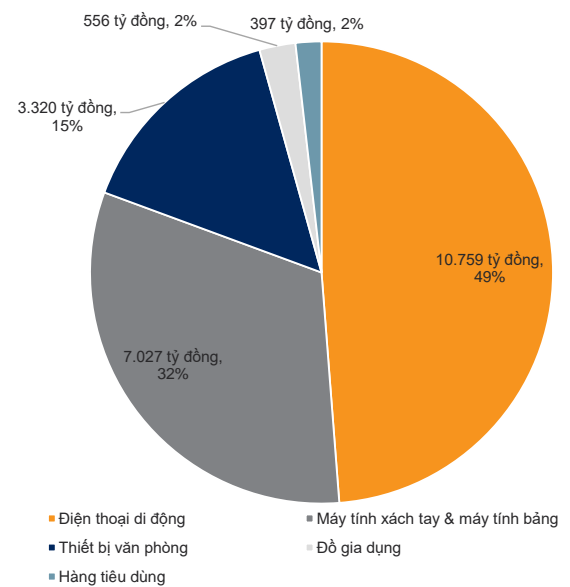
DGW đạt mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong giai đoạn 2018-22 với tăng trưởng kép 38,6% và đạt 22.107 tỷ đồng trong năm 2022. Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ này chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng của điện thoại thông minh Xiaomi trong cùng kỳ, đạt tốc độ tăng trưởng kép khoảng 43,2% và đóng góp 30,1% vào doanh thu năm 2022 của DGW. Bên cạnh đó, với hợp đồng phân phối sản phẩm Apple từ năm 2020, doanh thu từ Apple bắt đầu đóng góp 12,7%/17,8% vào tổng doanh thu DGW trong năm 2021/2022. Ngoài ra, với nhu cầu sử dụng laptop & máy tính bảng tăng cao trong giai đoạn chịu ảnh hưởng của dịch Covid -19, doanh thu máy tính xách tay & máy tính bảng cũng đạt tốc độ tăng trưởng kép là 29,1% trong giai đoạn 2018-22, đóng góp 25,6% vào tổng doanh thu của DGW vào năm 2021. Lợi nhuận sau thuế của DGW cũng đạt tốc độ tăng trưởng kép là 57,6% trong giai đoạn 2018 – 2022.

Hình 8: Doanh thu và lợi nhuận ròng của DGW từ 2015 – 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

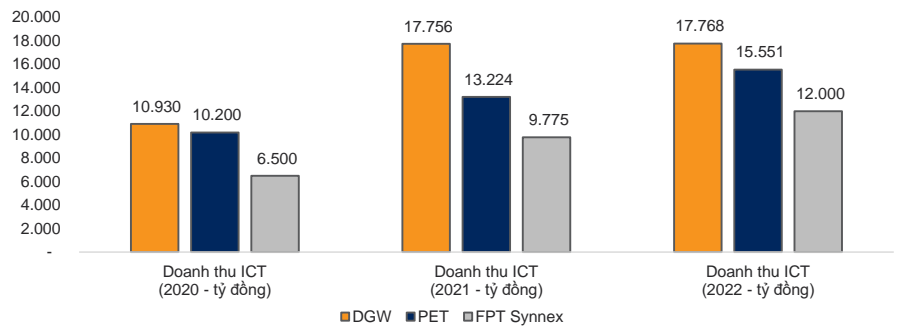
Hình 9: Cơ cấu doanh thu của DGW theo mảng kinh doanh năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 4 năm qua, DGW đã trở thành công ty phân phối ICT (các sản phẩm Công nghệ thông tin & Truyền thông như điện thoại, laptop, máy tính bảng) dẫn đầu tại Việt Nam về doanh thu. Theo ước tính của chúng tôi, với doanh thu ICT của DGW đạt 17.756 tỷ đồng vào năm 2021 và 17.768 tỷ đồng trong 2022, DGW có doanh thu ICT cao hơn các công ty phân phối khác trong ngành bao gồm PET, Synnex FPT.

Hình 10: Doanh thu ICT của DGW, PET và FPT Synnex năm 2020/22 (tỷ đồng – theo ước tính của chúng tôi)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Bên cạnh quy mô doanh thu, DGW còn sở hữu chuỗi phân phối lớn nhất so với các công ty phân phối ICT kể trên với vị trí dẫn đầu khi có mạng lưới khoảng 6.000 điểm bán hàng (POS) so với 1.700 POS của PET và 3.800 POS của Synnex FPT.

Hình 11: So sánh các yếu tố mô hình kinh doanh giữa các doanh nghiệp phân phối ICT

Công ty phân phối	Doanh thu ICT (2020 - tỷ đồng)	Doanh thu ICT (2021 - tỷ đồng)	Doanh thu ICT (2022 - tỷ đồng)	Số điểm bán	Doanh thu theo ngành hàng	Dịch vụ	Số lượng nhân phân phối
Công ty phân phối							
DGW	12.709	21.303	22.107	6.000	49% điện thoại di động 32% từ máy tính xách tay và máy tính bảng 15% từ thiết bị gia đình và văn phòng	Phân phối truyền thống MES - Dịch vụ mở rộng thị trường	30+
PET	13.666	17.921	17.665	1.700	88% từ thiết bị CNTT-TT	phân phối truyền thống	22
FPT Synnex	13.110	19.550	24.000	3.800	50% từ thiết bị CNTT	phân phối truyền thống	51
Công ty bán lẻ							
MWG	108.546	124.142	133.405	3.374	26% từ điện thoại di động 51,7% từ thiết bị CE	Chuỗi bán lẻ hiện đại	
FRT	14.661	22.620	4.100	937	69% từ thiết bị CNTT-TT	Chuỗi bán lẻ hiện đại	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

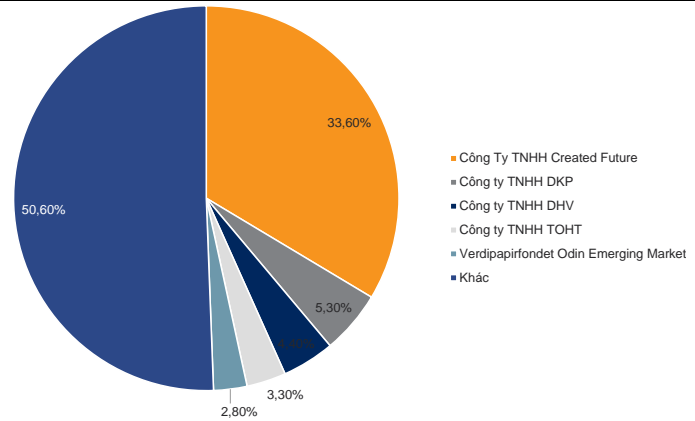
Cam kết mạnh mẽ từ ban lãnh đạo của DGW

Chủ tịch HĐQT Đoàn Hồng Việt là người đứng đầu DGW kể từ khi thành lập và vẫn là cổ đông lớn nhất của công ty. Ban lãnh đạo sở hữu 46,6% cổ phần của DGW và tỷ lệ sở hữu này hầu như không thay đổi kể từ khi DGW niêm yết. Cơ cấu sở hữu này thể hiện cam kết mạnh mẽ của ban lãnh đạo DGW vì nó có thể gắn kết lợi ích của họ với kết quả hoạt động và giá cổ phiếu của DGW.

Hơn nữa, cơ cấu sở hữu này cũng giúp ban lãnh đạo DGW có nhiều quyền quyết định hơn so với các nhà phân phối hàng đầu khác vốn là công ty thành viên của các tập đoàn lớn khiến các quyết định của họ bị ảnh hưởng bởi công ty mẹ (Synnex FPT là công ty liên kết của Tập đoàn FPT và Tập đoàn Synnex; PET là công ty con thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam) sở hữu 23% PET).

Các cổ đông lớn nội bộ bao gồm Công ty TNHH Created Future (Công ty mẹ của TGD), Công ty TNHH DKP (Đặng Kiên Phương – TGD kiêm TV HĐQT), Công ty TNHH DHV (Đoàn Hồng Việt – Chủ tịch HĐQT), Công ty TNHH TOHT (Tô Hồng Trang – Phó TGD kiêm TV HĐQT) giúp đà tăng trưởng của DGW gắn liền với lợi ích của HĐQT, là điểm mạnh để DGW duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn tiếp theo.

Hình 12: Cơ cấu cổ đông của DGW (cuối năm 2022)



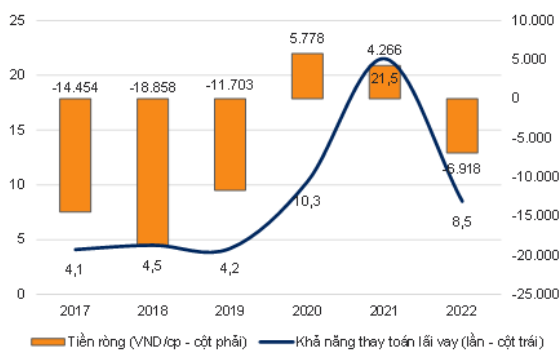
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Rủi ro gia tăng trong bảng cân đối kế toán với nợ ròng lớn sau khi mở rộng mạnh mẽ gần đây

DGW duy trì tỷ lệ đòn bẩy ổn định trong giai đoạn 2019 – 2021 với tỷ lệ D/E quanh mức 0,5x – 0,7x với khả năng chi trả lãi vay cao, đạt 21,5x vào năm 2021. Tuy nhiên, DGW đã tăng các khoản vay ngắn hạn (+71 % svck vào cuối 2022) để tài trợ cho hoạt động kinh doanh với lượng hàng tồn kho tăng 12,7% svck vào cuối 2022 mặc dù phải đối mặt với nhu cầu giảm đối với các sản phẩm ICT. Do đó, khả năng chi trả lãi vay giảm từ 21,5 lần vào cuối 2021 xuống còn 8,5 lần vào cuối 2022.

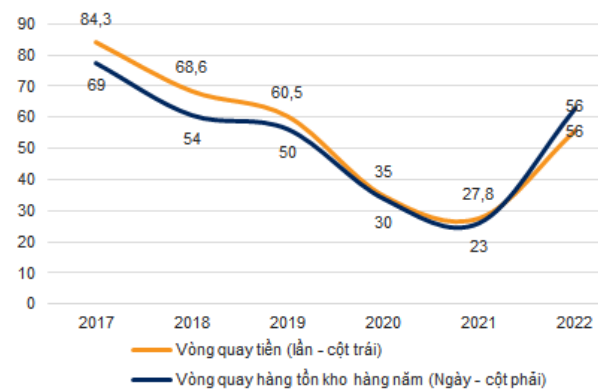
Với sự gia tăng liên tục của hàng tồn kho trong giai đoạn 2021-22, số ngày tồn kho và vòng quay tiền tăng từ 23 lên 56 ngày và 27,8 lên 56 ngày, cho thấy rủi ro gia tăng trong cơ cấu đòn bẩy và quản lý hàng tồn kho trong nội dung của lãi suất cao và nhu cầu thị trường yếu.

Hình 13: Tiền ròng và tỷ lệ bao phủ lãi vay của DGW từ 2017-2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, Dstock

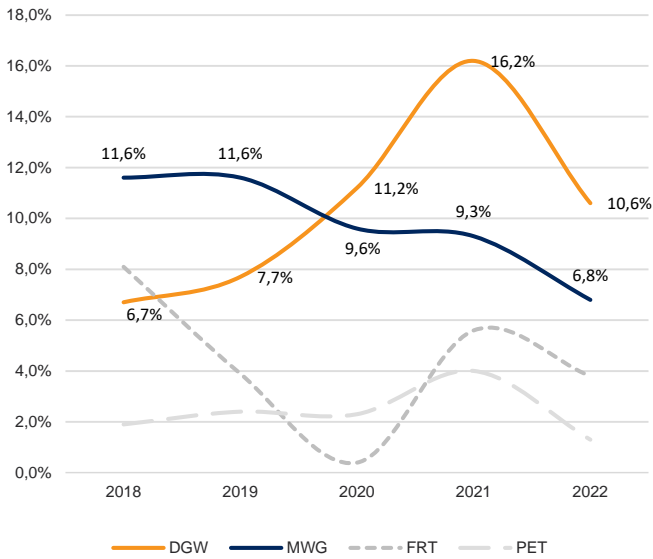
Hình 14: Vòng quay tiền mặt và số ngày tồn kho của DGW từ 2017-2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, Dstock

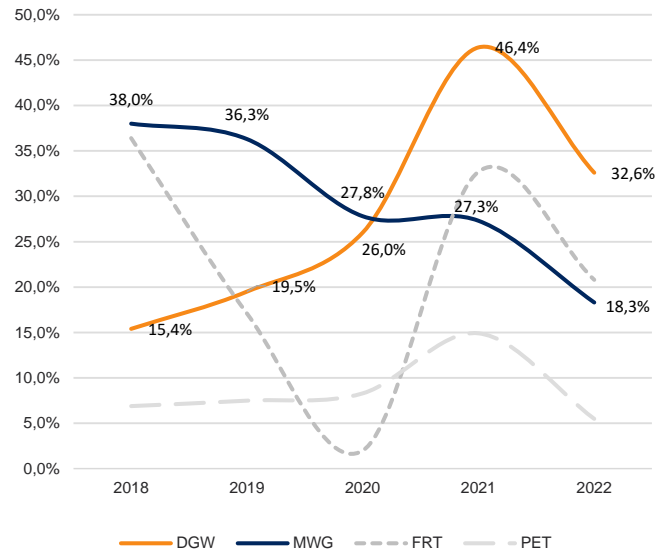
Xét về khả năng sinh lời, ROA và ROE của DGW đều vượt trội so với các nhà phân phối và bán lẻ khác trên thị trường. Trong đó, ROA năm 2022 của DGW đạt 10,6%, cao hơn MWG, FRT, PET lần lượt là 6,8%, 3,8% và 1,3%. ROE 2022 của DGW đạt 32,6%, cao hơn so với 20,8%, 18,3% và 5,5% của FRT, MWG và PET.

Hình 15: ROA của các nhà phân phối và bán lẻ ICT niêm yết từ 2018 – 22



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, Dstock

Hình 16: ROE của các nhà phân phối và bán lẻ ICT niêm yết từ 2018 –22



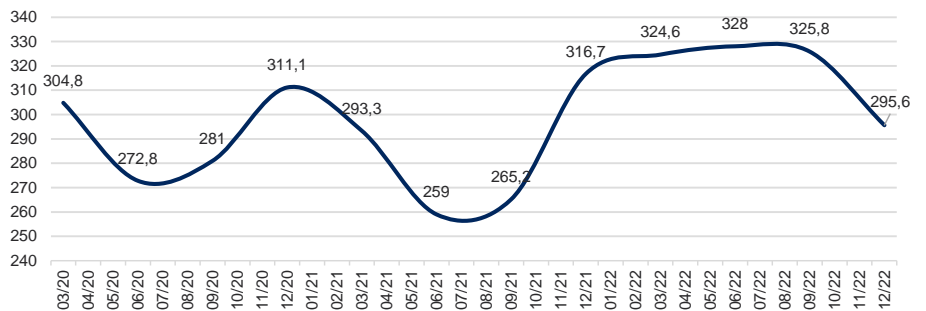
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty, Dstock

Triển vọng 2023: Khó khăn khi tiêu dùng yếu ở các mảng sản phẩm

Năm 2023 là một năm khó khăn đối với DGW khi 1) chi tiêu của người dân cho các sản phẩm không thiết yếu giảm, 2) thắt chặt tài chính tiêu dùng và 3) các doanh nghiệp bán lẻ ưu tiên giảm hàng tồn kho để bảo vệ dòng tiền thay vì tăng nhập hàng từ nhà phân phối.

Thu nhập của người dân giảm kể từ Q4/22 khiến chi tiêu của người dân đối với các sản phẩm không thiết yếu giảm: Các biến động kinh tế vĩ mô toàn cầu cũng như tại Việt Nam đã khiến thu nhập người dân sụt giảm trong quý 4/22, ở mức giảm 9% so với quý trước và niềm tin của người tiêu dùng giảm sút khiến sức tiêu thụ các sản phẩm không thiết yếu như ICT sụt giảm. Dựa trên dữ liệu của International Data Corporation (IDC), lượng điện thoại thông minh xuất xưởng toàn cầu sẽ giảm 1,1% svck trong 2023 xuống còn 1,19 tỷ chiếc do thị trường tiếp tục gặp khó khăn do nhu cầu yếu theo xu hướng tiêu cực.

Hình 17: Thu nhập hàng tháng bình quân tại Việt Nam từ 2020 đến 2022 (Đơn vị: USD/tháng)

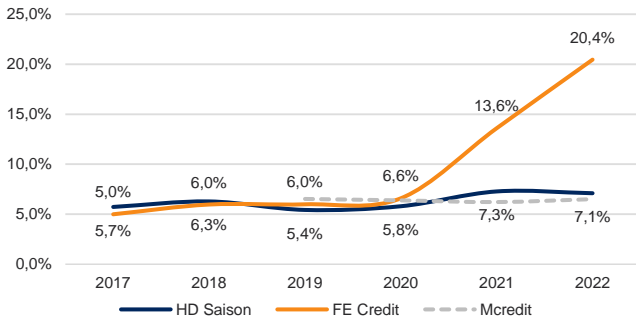


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CEIC, GSO

Siết chặt tài chính tiêu dùng tác động mạnh đến ngân sách chi tiêu: Tài chính tiêu dùng Việt Nam tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2020-21 nhờ nền lãi suất thấp và nền kinh tế vững vàng vượt qua đại dịch, với mức tăng trưởng lần lượt đạt 15,2% svck và 32% svck trong giai đoạn 2020/2021 đạt 167.580 tỷ đồng vào cuối năm 2021. Tín dụng tiêu dùng tăng trưởng thuận lợi phần nào

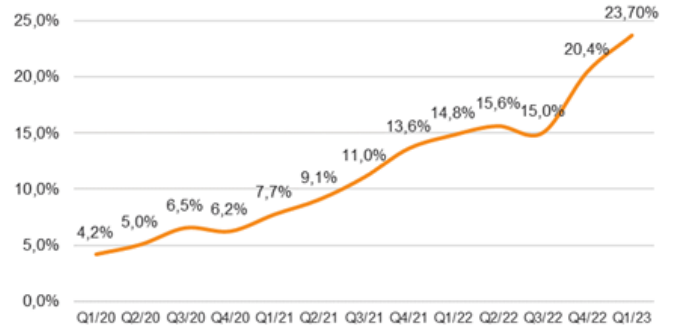
phản ánh tăng trưởng doanh thu của các công ty bán lẻ và phân phối khi người dân có thêm nguồn vốn để chi tiêu. Theo ước tính của chúng tôi, khoảng 30-40% doanh thu bán lẻ của các chuỗi bán lẻ lớn đến từ tài chính tiêu dùng trong giai đoạn này.

Hình 18: Tỷ lệ nợ xấu hàng năm của Top 3 công ty tài chính tiêu dùng từ 2017 - 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 19: Tỷ lệ nợ xấu theo quý của FE Credit từ 2020 - 2023



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Tuy nhiên, sự tăng trưởng mạnh này đi kèm với rủi ro nợ xấu gia tăng trong bối cảnh 1) thu nhập của người dân giảm sút làm giảm khả năng trả nợ và 2) một số công ty tài chính tiêu dùng bị điều tra khiến khả năng đòi nợ khó khăn hơn. Như vậy, các tổ chức cho vay tài chính sẽ khắt khe hơn trong việc xét duyệt các đơn xin cấp tín dụng mới. Theo số liệu chúng tôi tính toán, FE Credit, công ty chiếm thị phần cho vay tiêu dùng lớn nhất trên thị trường với 45%, có tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh từ 15% vào cuối Q3/22 lên 23,7% vào cuối Q1/23. Do đó, trong ít nhất 6 tháng tới, việc thắt chặt tài chính tiêu dùng sẽ làm giảm dòng tiền chảy vào tiêu dùng và tác động tiêu cực đến tăng trưởng doanh thu của các nhà phân phối, bán lẻ trong năm nay.

Nhà bán lẻ ưu tiên giảm hàng tồn để bảo vệ dòng tiền hơn là tăng hàng từ nhà phân phối: Để bảo vệ dòng tiền kinh doanh trong giai đoạn tiêu dùng suy giảm, các nhà bán lẻ lớn đã chú trọng quản trị hiệu quả chi phí và giảm hàng tồn kho, điển hình là MWG khi liên tục giảm hàng tồn kho của họ kể từ cuối Q3/22, giảm 27% xuống chỉ còn khoảng 21.267 tỷ đồng vào cuối Q1/23, cho thấy nhu cầu nhập khẩu từ các nhà phân phối sẽ tiếp tục giảm trong năm nay.

Do đó, DGW sẽ gặp khó khăn lớn trong năm 2023 để duy trì thị phần với sự đánh đổi là lợi nhuận giảm mạnh và biên lợi nhuận gộp thấp hơn nhằm hỗ trợ các kênh bán lẻ. Chúng tôi dự báo doanh thu của DGW trong năm 2023 sẽ giảm 2,7% svck trong khi lợi nhuận ròng giảm 28,8% svck trước khi quay trở lại chu kỳ tăng trưởng từ năm 2024.

Mảng di động: Tăng trưởng bất chấp thị trường bão hòa từ 2024

Mặc dù có dấu hiệu bão hòa nhưng chúng tôi kỳ vọng mảng điện thoại thông minh, mảng đóng góp gần 50% doanh thu của DGW trong năm 2022, sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng kể từ năm 2024 sau khi phục hồi sau những khó khăn trong năm 2023.

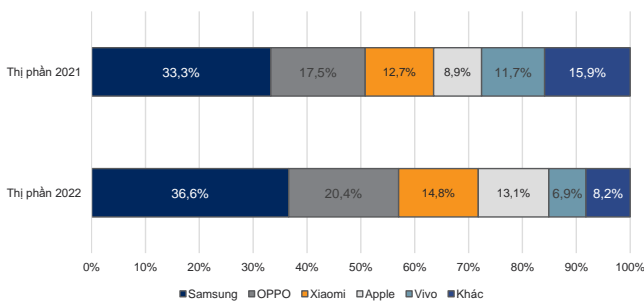
Dựa trên dữ liệu từ Euromonitor, tốc độ tăng trưởng hàng năm của doanh số điện thoại thông minh tại Việt Nam trong giai đoạn 2023-2027 chỉ dao động ở mức 0,1% - 2,1% svck, cho thấy sự bão hòa của thị trường điện thoại thông minh. Tuy nhiên, tổng giá trị thị trường điện thoại thông minh vẫn duy trì mức tăng trưởng 7,7% - 9,4% hàng năm, chủ yếu nhờ giá trung bình của điện thoại

thông minh tăng để đạt tổng quy mô thị trường điện thoại thông minh là 182.162 tỷ đồng vào năm 2027.

Mặc dù tăng trưởng giá trị thị trường điện thoại thông minh của Việt Nam ở mức dưới 2 con số, chúng tôi nhận thấy vẫn có một số điểm sáng cho tăng trưởng của DGW trong 5 năm tới, đến từ 1) lộ trình tắt 2G và tăng trưởng mạng 5G để đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng nhờ vào chuyển đổi từ phổ thông sang điện thoại thông minh, 2) siết chặt hàng xách tay để khuyến khích các nhà phân phối chính hãng như DGW, 3) Nhu cầu cao đối với điện thoại thông minh cao cấp tạo nên sự tăng trưởng mạnh mẽ của các sản phẩm Apple và 4) sự bùng nổ của dịch vụ giải trí trực tuyến và tiêu thụ để hỗ trợ thương hiệu doanh thu chính của DGW: Xiaomi và Apple.

Lộ trình tắt mạng 2G và sự phát triển của mạng 5G đẩy nhanh quá trình chuyển đổi từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh. Bộ TT&TT yêu cầu dừng công nghệ 2G/3G từ năm 2024. Hiện tại với 24 triệu thuê bao 2G đang sử dụng điện thoại phổ thông và giá định chuyển dịch sang phân khúc smartphone tầm trung đến bình dân (3-10 triệu đồng/chiếc), tương đương 72 nghìn tỷ đồng quy mô thị trường, sẽ làm tăng nhu cầu đối với các sản phẩm từ trung cấp đến bình dân và chúng tôi cho rằng Xiaomi sẽ hưởng lợi nhiều nhất. Do đó, với việc chuyển đổi từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh, chúng tôi cho rằng DGW sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi chiếm thị phần hơn 80% trong việc phân phối các sản phẩm Xiaomi tại Việt Nam.

Hình 20: Thị phần điện thoại di động Việt Nam năm 2021 và 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Counterpoint

Hình 21: Bản đồ 5G khu vực ASEAN



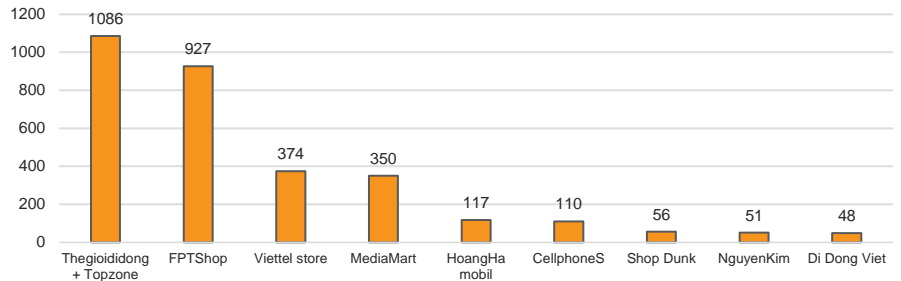
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Ookla

5G tiếp tục phát triển và sẽ chiếm 62% số điện thoại thông minh được xuất xưởng trên toàn thế giới vào năm 2023 và tăng lên mức 83% vào năm 2027, dựa trên dự báo của IDC. Theo số liệu từ Ookla, trong khu vực ASEAN, độ phủ trạm phát sóng 5G của Việt Nam thấp hơn các nước khi chỉ có khoảng 17 trạm, so với hơn 1.600 trạm của Thái Lan, 88 trạm của Philippines hay 114 trạm ở Malaysia. Vì vậy, những bước tăng trưởng tiếp theo về hạ tầng mạng 5G sẽ là động lực tăng trưởng doanh số điện thoại thông minh 5G trong giai đoạn tới. Như vậy, điều này cũng hỗ trợ cho việc bán smartphone 5G giai đoạn tiếp theo tại Việt Nam.

Hạn chế hàng xách tay tạo lợi thế cho các nhà phân phối chính hãng: Nghị định 98/2020/NĐ-CP của Chính phủ siết chặt hàng xách tay vào Việt Nam sẽ hỗ trợ các nhà phân phối ủy quyền chính hãng, trong đó có nhiều mặt hàng cao cấp như điện thoại iPhone sẽ được bán qua đại lý ủy quyền để có tốc độ tăng trưởng tốt hơn, khi nhu cầu tập trung vào kênh chính hãng. Do đó, các nhà bán lẻ sản phẩm iPhone sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2023-24 khi giành được thị phần từ thị trường hàng xách tay, bao gồm chuỗi Topzone và

Thegioididong của MWG, chuỗi FPTShop của FRT hay Viettel Store,... Tăng trưởng bán lẻ của các chuỗi này sẽ là động lực tăng trưởng cho các nhà phân phối sản phẩm iPhone như DGW, PET hay FPT Synnex trong giai đoạn này.

Hình 22: Số lượng cửa hàng bán lẻ theo chuỗi đã phân phối Apple iPhone vào cuối năm 2022

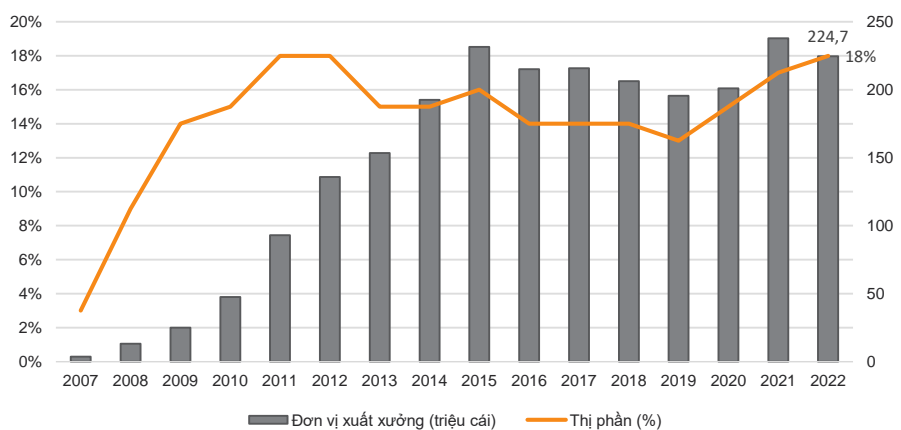


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Company websites

Sản phẩm cao cấp như Apple vẫn có nhu cầu tốt: Trong thời kỳ đại dịch, doanh số bán iPhone toàn cầu của Apple vẫn duy trì đà tăng trưởng, đặc biệt trong năm 2022 khi con số đạt 225 triệu chiếc (-0,5% svck) đạt thị phần 18%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng của sản phẩm iPhone sẽ duy trì trên mức trung bình ngành nhờ một số yếu tố như: 1) Apple đã xây dựng được lượng khách hàng trung thành cho sản phẩm của mình để duy trì nhu cầu iPhone mới mạnh mẽ, 2) người dùng cao cấp các sản phẩm như iPhone có xu hướng ít bị ảnh hưởng về thu nhập hơn và 3) Apple có nhiều khả năng nâng cấp sản phẩm của mình về thiết kế và tính năng hơn so với các thương hiệu điện thoại khác để tăng doanh số bán hàng trong tương lai.

Tại Việt Nam, sau khi bắt đầu siết chặt hàng xách tay cũng như nhu cầu cao hơn đối với hàng iPhone chính hãng, thị phần iPhone đã đạt 13,1% (+4,2 điểm % svck) và lọt vào top 4 thị phần điện thoại lớn nhất Việt Nam năm 2022.

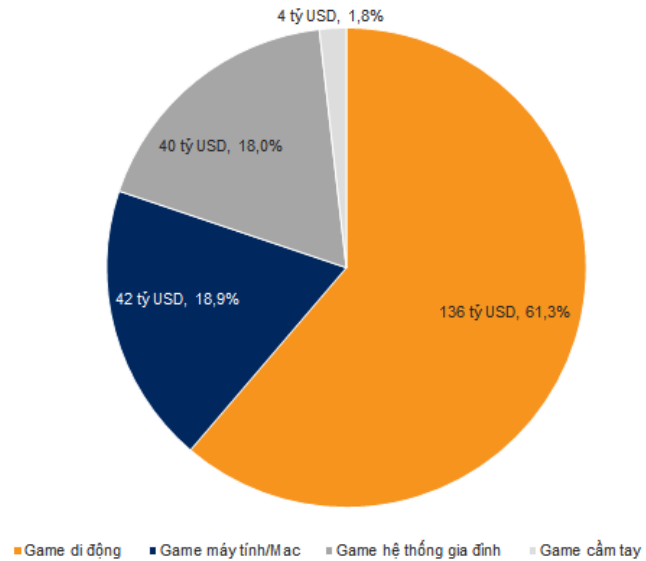
Hình 23: Số đơn vị xuất xưởng và thị phần Apple iPhone từ 2007 – 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Counterpoint

Xu hướng bùng nổ game di động làm tăng nhu cầu điện thoại tầm trung cấu hình tốt, thời lượng sử dụng lâu: Theo thống kê của SLA Digital, quy mô thị trường game toàn cầu đạt 222 tỷ USD vào năm 2022, trong đó game di động là động lực chính của tăng trưởng tiêu thụ trò chơi kỹ thuật số với quy mô khoảng 136 tỷ đô la Mỹ (61% chi tiêu cho trò chơi vào năm 2022). Do đó, với các sản phẩm hướng đến hiệu năng để đáp ứng yêu cầu giải trí thông qua chơi game cũng như các dịch vụ giải trí khác, chúng tôi tin rằng các sản phẩm của Xiaomi sẽ hưởng lợi rất nhiều trong xu hướng này.

Hình 24: Chi tiêu của người tiêu dùng trên toàn thế giới cho các trò chơi theo nhóm thiết bị chính vào năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SLA Digital

Mặc dù DGW không còn là nhà phân phối độc quyền sản phẩm Xiaomi tại Việt Nam kể từ T1/22, sau khi FPT Synnex trở thành nhà phân phối thứ 2 của thương hiệu này, tuy nhiên, với mạng lưới phân phối lớn và chất lượng dịch vụ tốt, chúng tôi kỳ vọng DGW sẽ duy trì việc nắm giữ hơn 80% thị phần của Xiaomi tại thị trường Việt Nam trong 3 năm tới. Chúng tôi ước tính doanh thu từ Xiaomi của DGW sẽ tăng trưởng 14,9% svck trong năm 2024 sau khi giảm mạnh 30,2% svck trong năm 2023, sau đó đi ngang cho đến năm 2026, đóng góp từ 20%-22% vào doanh thu của DGW trong giai đoạn 2023-26.

Đối với sản phẩm Apple, với thị phần đạt 13,1% (+23,6% svck) vào năm 2022 nhờ 1) lượng khách hàng và POS lớn, và 2) sản phẩm Apple chính hãng được hưởng lợi nhờ hạn chế hàng xách tay và siết chặt yêu cầu xuất xứ khi bảo hành, chúng tôi tin rằng doanh thu từ Apple sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của DGW trong giai đoạn 2023-26, ở mức tăng 14% hàng năm và đóng góp 22,4-23,6% vào doanh thu của DGW, vượt doanh thu của Xiaomi. Như vậy, đối với doanh thu điện thoại thông minh của DGW, chúng tôi kỳ vọng doanh thu có thể tăng trưởng 8,6% hàng năm trong giai đoạn 2024-26, chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh thu từ Apple.

Máy tính xách tay và máy tính bảng: Doanh thu tăng trưởng một con số từ năm 2024 sau khi sụt giảm mạnh trong năm 2023

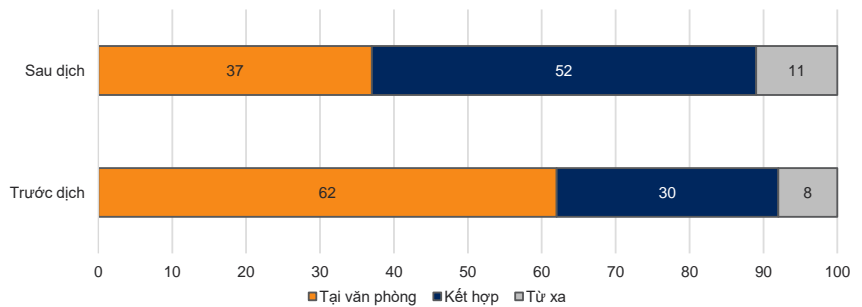
Theo Tổng điều tra dân số và nhà ở năm 2019 của Tổng cục Thống kê, 91,9% hộ gia đình sở hữu ti vi; 91,7% hộ gia đình sử dụng điện thoại (điện thoại cố định, di động hoặc máy tính bảng); 30,7% hộ gia đình có máy vi tính (bao gồm cả máy tính để bàn và máy tính xách tay). Như vậy, có thể thấy thị trường máy tính vẫn còn dư địa phát triển trong thời gian tới.

Chúng tôi tin rằng doanh thu mảng máy tính xách tay & máy tính bảng của DGW có thể quay trở lại đà tăng trưởng kể từ năm 2024 sau khi giảm mạnh 22% trong năm 2023 trước khi tăng trưởng 2-7,5%/năm từ năm 2023-26, đóng góp vào khoảng 22,6%-22,9% doanh thu của DGW trong giai đoạn này nhờ 1) xu hướng

làm việc tại nhà và thay đổi phong cách làm việc của nhân viên sau đại dịch vẫn được duy trì và 2) nhu cầu giải trí, đặc biệt là chơi game đang tăng lên.

Theo khảo sát của McKinney, nhu cầu làm việc từ xa và công việc kết hợp tăng 25% so với trước dịch bệnh đang xác định lại xu hướng này, 52% người lao động sẽ thích mô hình làm việc linh hoạt hơn sau đại dịch.

Hình 25: Mô hình làm việc trước Covid-19 và mô hình làm việc mong muốn sau Covid-19 (% người tham gia khảo sát – n = 5.043)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, McKinsey

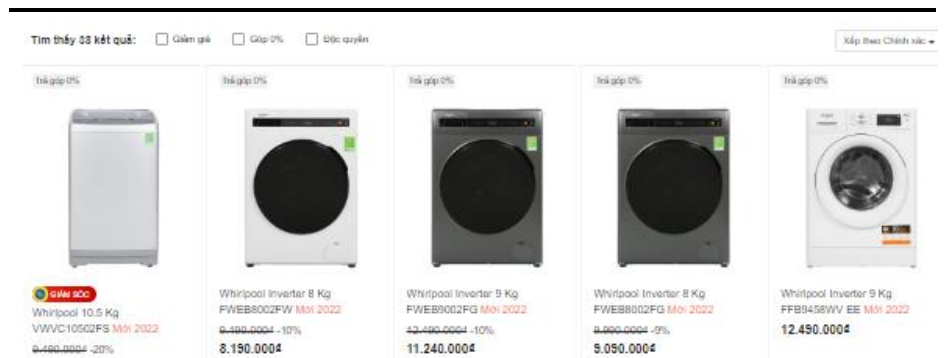
Các mảng kinh doanh khác: Không ngừng mở rộng tới các thương hiệu và sản phẩm mới

Các thiết bị sinh hoạt cơ bản cũng được đa số hộ gia đình sử dụng năm 2019 tăng khá so với năm 2009. Tăng cao nhất là tỷ lệ hộ sử dụng tủ lạnh, tăng 48,9% (năm 2009: 31,6%, năm 2019: 80,5%); tiếp đến là máy giặt tăng 37,3% (năm 2009: 14,9%, năm 2019: 52,2%) và máy điều hòa nhiệt độ tăng 25,5% (năm 2009: 5,9%, năm 2019: 31,4%). Sự tăng trưởng của các sản phẩm này tạo cơ hội cho DGW mở rộng sang các thương hiệu mới thuộc mảng gia dụng.

Whirlpool: tay chơi mới trên thị trường đồ gia dụng Việt Nam: Whirlpool là tập đoàn nổi tiếng của Mỹ được thành lập năm 1911 với nền tảng và kinh nghiệm kinh doanh trong ngành đồ gia dụng hơn 110 năm. Tập đoàn Whirlpool sản xuất và tiếp thị các thiết bị gia dụng như thiết bị giặt là, tủ lạnh, thiết bị điều hòa không khí, thiết bị nấu ăn, máy rửa bát, máy trộn và các thiết bị gia dụng nhỏ khác. Whirlpool là nhà sản xuất thiết bị gia dụng hàng đầu thế giới với vị trí vững chắc trên thị trường ở các quốc gia trọng điểm bao gồm Hoa Kỳ, Brazil, Vương quốc Anh, Canada, Ý, Pháp và Nga.

DGW đã ký kết thỏa thuận hợp tác chiến lược với Tập đoàn Whirlpool, theo đó DGW sẽ trở thành đối tác độc quyền triển khai MES cho thiết bị gia dụng Whirlpool từ cuối năm 2021 để thâm nhập thị trường điện tử Việt Nam với quy mô thị trường khoảng 2,4 tỷ USD.

Hình 26: Các sản phẩm Whirlpool phân phối thông qua các nhà bán lẻ lớn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dienmayxanh.com

Ngoài Whirlpool, DGW tiếp tục phát triển thị trường cho các sản phẩm gia dụng Xiaomi, nổi bật là sản phẩm Xiaomi TV đã ra mắt từ Q2/22 và dự kiến sẽ đóng góp khoảng hơn 1% vào tổng doanh thu của DGW trong giai đoạn 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thiết bị gia dụng của DGW có thể tăng trưởng 33,8% trong giai đoạn 2022-26 và đóng góp từ 4,3-5,8% vào tổng doanh thu của DGW trong cùng kỳ.

Sáp nhập Achison để mở rộng mạng lưới phân phối sang thiết bị công nghiệp: Cuối năm 2022, DGW cũng hoàn tất việc nâng tỷ lệ sở hữu lên 60% tại Achison, công ty chuyên phân phối các sản phẩm bảo hộ lao động và thiết bị công nghiệp như: Đồng phục bảo hộ, thiết bị vệ sinh thiết bị phòng, đá mài, đá cắt, máy đánh bóng, v.v. Với tiềm năng phát triển công nghiệp của Việt Nam, cùng với nhu cầu về thiết bị công nghiệp ngày càng tăng, chúng tôi cho rằng đây có thể là đòn bẩy tăng trưởng của DGW trong thời gian tới, khi chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu của Achilles có thể đạt 34,2%/năm trong giai đoạn 2023-2026 sau khi DGW tiếp quản, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 27: Các sản phẩm mà Achison phân phối



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Sản phẩm tiêu dùng: Thai InBev là thương hiệu tiềm năng mới cho DGW: Năm 2023, DGW gia nhập ngành đồ uống với các sản phẩm bia nhập khẩu từ tập đoàn ABInBev như Budweiser, Corona, Beck, ... Với sự phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch của mảng lưu trú và ẩm thực doanh thu dịch vụ tại Việt Nam tăng trưởng 52% svck vào năm 2022, chúng tôi kỳ vọng mảng hàng tiêu dùng này sẽ giúp tăng trưởng doanh thu hàng tiêu dùng của DGW đạt 58% hàng năm để đóng góp từ 2,8% - 4,9% doanh thu của DGW trong giai đoạn 2023-26.

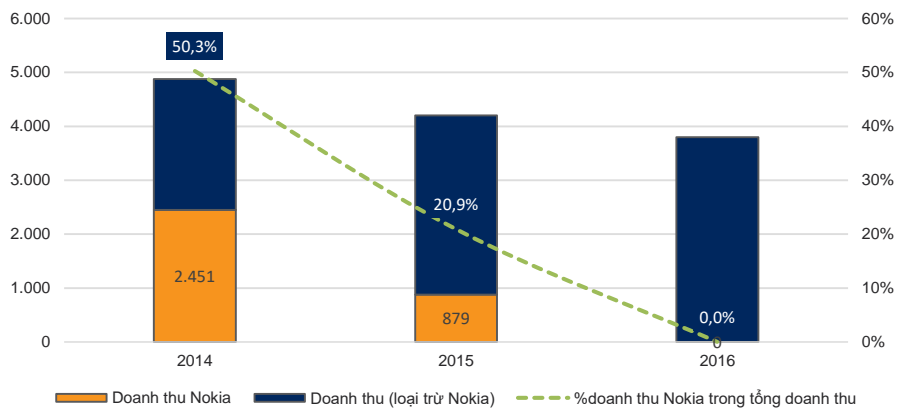
Với việc liên tục mở rộng phân phối qua các nhóm hàng và phân khúc mới, DGW sẽ đa dạng hóa hơn để giảm rủi ro phụ thuộc vào phân phối ICT. Với kết quả này, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thiết bị gia dụng, hàng tiêu dùng và thiết bị công nghiệp sẽ tăng tỷ trọng trong doanh thu của DGW trong 2023-26, tăng từ 11,9% trong năm 2023 lên 17,6% trong năm 2026.

Rủi ro đầu tư đối với DGW

Phụ thuộc vào sự tăng trưởng của các thương hiệu lớn, tiềm ẩn nhiều rủi ro khi xuất hiện những biến cố bất ngờ: Chúng tôi cho rằng rủi ro lớn nhất đối với hoạt động phân phối của DGW chính là các hợp đồng phân phối với các thương hiệu, điển hình như việc Xiaomi mất vị thế độc quyền vào tay FPT Synnex từ T1/22 vừa qua khiến kỳ vọng tăng trưởng của Xiaomi chậm lại. Do đó, mọi trường hợp chấm dứt hợp đồng phân phối hoặc thay đổi điều khoản phân phối làm giảm lợi ích cho DGW đều là rủi ro hoạt động của công ty. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng DGW gặp áp lực lớn trong việc duy trì vị trí dẫn đầu về doanh thu và dịch vụ để tiếp tục duy trì mối quan hệ phân phối với Xiaomi. Như vậy, nguy cơ Xiaomi cắt giảm dịch vụ hoặc tiếp tục mở rộng nhà phân phối sẽ gây áp lực lên DGW.

Bên cạnh đó, một trường hợp mà DGW gặp phải trong giai đoạn 2014-2016 là sự kiện Microsoft mua lại Nokia và thay đổi chiến lược bán hàng tại Việt Nam. Tính đến năm 2014, doanh thu của Nokia chiếm 50% tổng doanh thu của DGW và giảm dần về 0% vào năm 2016 khiến tổng doanh thu của DGW giảm kếp 11,7% trong giai đoạn này.

Hình 28: Doanh thu của Nokia trong DGW từ 2014 – 2016 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Theo ước tính của chúng tôi, trong giai đoạn 2022-24, doanh thu của Xiaomi và Apple đang đóng góp 20-25% mỗi nhãn hàng vào tổng doanh thu của DGW và DGW vẫn gặp rủi ro lớn khi xuất hiện vướng mắc hợp đồng phân phối với các hãng này, mặc dù rủi ro này thấp hơn so với trong năm 2014-16. Đối với trường hợp của Xiaomi, theo dữ liệu ước tính đến năm 2022 của chúng tôi, 10% doanh thu của Xiaomi sẽ tương ứng với 2,6% lợi nhuận gộp của DGW.

Thương mại điện tử hay các kênh phân phối B2C sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng của các sản phẩm do DGW phân phối: Chúng tôi cho rằng mặc dù DGW đang phát triển các trang thương mại điện tử cho Xiaomi như một dịch vụ trong hoạt động phân phối Xiaomi tại Việt Nam, nhưng nếu Xiaomi cắt giảm các dịch vụ này thì sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh của DGW.

Khả năng tìm kiếm một thương hiệu mạnh mới như Xiaomi hay Apple sẽ tương đối khó khăn trong thời gian tới: Trong 5 năm qua, có thể nói sự tăng trưởng mạnh mẽ của DGW được hỗ trợ bởi chất lượng sản phẩm và chính sách của Xiaomi; và trong 3 năm tới là Apple. Việc tìm được “con gà đẻ trứng vàng” tương tự để tạo đột biến doanh thu mới là khá thách thức đối với DGW khi hầu hết các thương hiệu mạnh toàn cầu đều đã phát triển tại Việt Nam.

KQKD Q1/23 và các dự phóng

Doanh thu Q1/23 giảm 43,5% svck xuống 3.960 tỷ đồng do 1) chi tiêu tiêu dùng giảm do thu nhập người dân thấp hơn do biến động vĩ mô mạnh trên toàn cầu và Việt Nam, 2) mức cơ sở cao khi so với Q1/22 khi đây là mùa cao điểm sau đại dịch và 3) chính sách thắt chặt tài chính tiêu dùng cũng tác động tiêu cực vào nhu cầu sản phẩm của ICT.

- Trong đó, doanh thu Máy tính xách tay & máy tính bảng và Điện thoại di động cùng giảm 51% svck xuống lần lượt là 1.094 tỷ đồng và 1.899 tỷ đồng, phản ánh nhu cầu sụt giảm mạnh của mảng ICT.
- Doanh thu thiết bị văn phòng giảm nhẹ 8% svck.
- Doanh thu đồ gia dụng tăng mạnh, đạt 158% svck đạt 165 tỷ đồng nhờ phân phối sản phẩm mới của Whirlpool, TV Xiaomi từ cuối năm 2022.

Thu nhập tài chính thuần giảm 82% svck xuống 10,4 tỷ đồng do lãi suất tăng trong khi nợ ngắn hạn tăng 13% svck lên 1.979 tỷ đồng trong quý 1 năm 2023.

Kết quả là, LN ròng Q1/23 của DGW đạt 79,4 tỷ đồng, giảm 62,3% so với cùng kỳ, có khả năng đã chạm đáy về LN ròng, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 29: So sánh KQKD Q1/23

(tỷ đồng)	Q1/22	Q1/23	%svck	Q4/22	%sv quý trước
Doanh thu	7.009,0	3.960,0	-43,5%	4.075,0	-2,8%
GVHB	-6.542,0	-3.699,0	-43,5%	-3.605,0	2,6%
LN góp	466,5	260,7	-44,1%	469,8	-44,5%
Biên LNG	6,7%	6,6%	-0,1 điểm %	11,5%	-4,9 điểm %
Thu nhập tài chính ròng	58,0	10,0	-82,0%	-5,6	-285,6%
Chi phí BH	-232,0	-118,0	-49,0%	-223,2	-47,0%
Chi phí QLDN	-25,0	-46,0	84,3%	-40,2	13,2%
Chi phí BH&QLDN	-257,0	-164,0	-36,1%	-263,5	-37,8%
Chi phí BH/Doanh thu	-3,3%	-3,0%	0,3 điểm %	-5,5%	2,5 điểm %
Chi phí QLDN/Doanh thu	-0,4%	-1,2%	-0,8 điểm %	-1,0%	-0,2 điểm %
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	-3,7%	-4,1%	-0,4 điểm %	-6,5%	2,4 điểm %
LN hoạt động	266,0	105,1	-60,5%	200,0	-47,5%
LN trước thuế	265,2	106,6	-59,8%	197,5	-46,0%
LN ròng	210,8	79,4	-62,3%	155,8	-49,0%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

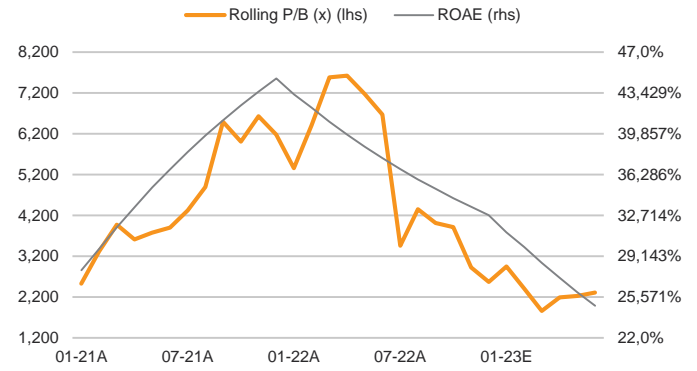
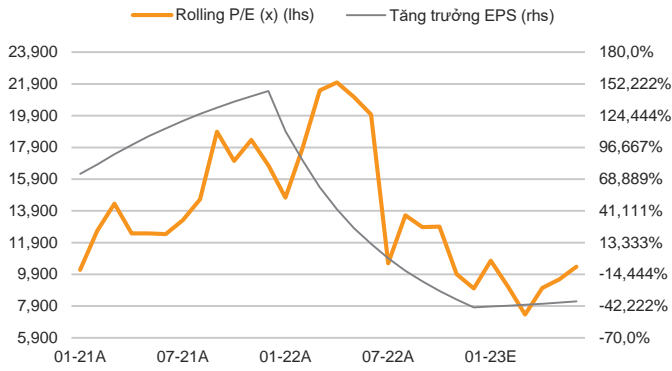
Dự phóng năm 2023-24

Hình 30: Dự phóng của VND về kết quả kinh doanh của DGW năm 2023-24

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	12.536	20.971	22.059	21.440	24.431
tăng trưởng svck (%)	47,7%	67,3%	5,2%	-2,8%	14,0%
Laptop & máy tính bảng	4.350	7.799	7.027	5.495	5.605
Điện thoại di động	6.384	9.872	10.759	9.576	11.116
Thiết bị văn phòng	1.504	2.617	3.320	3.818	4.200
Hàng tiêu dùng	251	376	397	1.032	1.342
Khác (công nghiệp, gia dụng)	47	307	556	1.517	2.167
% trong tổng doanh thu					
Laptop & máy tính bảng	34,7%	37,2%	31,9%	25,6%	22,9%
Điện thoại di động	50,9%	47,1%	48,8%	44,7%	45,5%
Thiết bị văn phòng	12,0%	12,5%	15,1%	17,8%	17,2%
Hàng tiêu dùng	2,0%	1,8%	1,8%	4,8%	5,5%
Khác (công nghiệp, gia dụng)	0,4%	1,5%	2,5%	7,1%	8,9%
LN góp	803	1.511	1.662	1.428	1.732
Biên LN góp	6,4%	7,2%	7,5%	6,7%	7,1%
Chi phí BH	-434	-708	-722	-701	-799
Chi phí QLDN	-90	-114	-136	-134	-152
Chi phí BH&QLDN	-525	-822	-858	-835	-951
Chi phí BH/Doanh thu	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
Chi phí QLDN/Doanh thu	0,7%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
LN trước thuế	334	823	862	608	863
LN ròng	267	657	684	486	690
tăng trưởng svck (%)	62,5%	146,1%	4,0%	-28,8%	41,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	21.440	24.431	26.879
Giá vốn hàng bán	(20.012)	(22.699)	(24.863)
Chi phí quản lý DN	(134)	(152)	(168)
Chi phí bán hàng	(701)	(799)	(879)
LN hoạt động thuần	593	781	970
EBITDA thuần	607	781	970
Chi phí khấu hao	(14)	0	0
LN HĐ trước thuế & lãi vay	593	781	970
Thu nhập lãi	16	83	63
Chi phí tài chính			
Thu nhập ròng khác	(1)	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	608	863	1.032
Thuế	(122)	(173)	(207)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	486	690	825
Thu nhập trên vốn	486	690	825
Cổ tức phổ thông	(89)	(163)	(163)
LN giữ lại	397	527	662

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	946	1.291	1.802
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.935	2.205	2.426
Hàng tồn kho	2.401	2.724	2.984
Các tài sản ngắn hạn khác	121	121	121
Tổng tài sản ngắn hạn	5.404	6.341	7.333
Tài sản cố định	109	116	123
Tổng đầu tư	71	71	71
Tài sản dài hạn khác	396	398	399
Tổng tài sản	5.979	6.925	7.925
Vay & nợ ngắn hạn	1.005	1.140	1.249
Phải trả người bán	1.606	1.821	1.995
Nợ ngắn hạn khác	411	316	208
Tổng nợ ngắn hạn	3.022	3.277	3.451
Vay & nợ dài hạn	41	41	41
Các khoản phải trả khác	6	6	6
Vốn điều lệ và	1.632	1.632	1.632
LN giữ lại	1.194	1.884	2.710
Vốn chủ sở hữu	2.881	3.572	4.398
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	29	29
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.979	6.925	7.925

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	608	863	1.032
Khấu hao	(14)	0	0
Thuế đã nộp	(122)	(173)	(207)
Các khoản điều chỉnh khác	(31)	(15)	(6)
Thay đổi VLD	563	(461)	(406)
LC tiền thuần HĐKD	1.004	214	413
Đầu tư TSCĐ	(14)	(14)	(14)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(14)	(14)	(14)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	2	3	4
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(910)	135	109
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(89)	(163)	(163)
LC tiền thuần HĐTC	(997)	(25)	(50)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	828	946	1.291
LC tiền thuần trong năm	(7)	174	348
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	821	1.121	1.639

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	2,3%	2,8%	3,1%
Vòng quay TS	3,48	3,79	3,62
ROAA	7,9%	10,7%	11,1%
Đòn bẩy tài chính	2,34	2,00	1,86
ROAE	18,4%	21,4%	20,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	30,7	30,8	30,7
Số ngày nắm giữ HTK	43,8	43,9	43,8
Số ngày phải trả tiền bán	29,3	29,4	29,3
Vòng quay TSCĐ	209,71	217,62	225,65
ROIC	12,3%	14,4%	14,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,9	2,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,1	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,5
Vòng quay tiền	45,3	45,4	45,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(2,8%)	14,0%	10,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(26,3%)	31,6%	24,3%
Tăng trưởng LN ròng	(28,9%)	41,9%	19,6%
Tăng trưởng EPS	(28,9%)	41,9%	19,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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