

## Điểm rơi vào 2025-2026 nhờ chu kỳ thay đổi hàng điện tử

**Doanh thu tăng trưởng từ mức nền thấp trong 2023.** Lũy kế 6T2024, doanh thu hợp nhất đạt 9.993 tỷ đồng (+17,0% YoY) và LNST đạt 181 tỷ đồng (+12,0% YoY), lần lượt hoàn thành 43,0% và 37,0% kế hoạch năm 2024.

**Biên lợi nhuận gộp ấn tượng nhờ các sản phẩm có biên tốt.** Biên gộp trong Q2/2024 đạt 9,1%, cải thiện 50bps so với cùng kỳ 2023. Mức cải thiện nhờ tỷ trọng doanh thu của mảng thiết bị văn phòng (mảng có biên gộp cao) lên hơn 17% trong Q2/2024 so với cùng kỳ 2023 ở mức 15% và tỷ trọng của ĐTDĐ (biên gộp thấp) giảm từ 47,7% xuống 44,3%.

**Biên lợi nhuận ròng giảm so với cùng kỳ.** Trong Q2/2024, biên ròng của DGW đạt 1,78% giảm so với mức 1,81% trong Q2/2023 do gia tăng chi phí SG&A và chi phí tài chính.

**Trong 1H2024, các ngành hàng đều phục hồi từ nền thấp trong 2023.** Ngành hàng MTXT đạt 2.707 tỷ đồng doanh thu (+11% YoY), điện thoại di động đạt 4.663 tỷ đồng (+14% YoY), thiết bị văn phòng đạt 1.868 tỷ đồng (+32% YoY). Các ngành hàng khác như đồ gia dụng, hàng tiêu dùng tăng trưởng lần lượt 24% và 19% so với cùng kỳ 2023. Theo quan điểm của BVSC, mức tăng trưởng trên trong 1H2024 của DGW có phần dưới kỳ vọng của thị trường, chúng tôi cho rằng 2H2024 tốc độ tăng trưởng sẽ tốt hơn với động lực chính từ ĐTDĐ và MTXT.

**MTXT tích hợp AI và điểm rơi của chu kỳ thay thế sẽ là chất xúc tác cho tăng trưởng KQKD.** Theo Canalys, trong 2024 dự kiến sẽ có 48 triệu máy PC tích hợp AI (máy tính cây và máy tính xách tay) được phân phối từ nhà sản xuất, dự báo có 100 triệu máy được phân phối trong 2025, qua đó mở đầu cho một chu kỳ thay thế/nâng cấp mới đối với người dùng PC. Ngoài ra, năm 2025 cũng sẽ là năm bản lề cho chu kỳ thay thế máy tính mới khi Microsoft sẽ ngừng hỗ trợ dịch vụ với người dùng Windows 10.

**KQKD trong 2024F-2025F tăng trưởng khả quan.** BVSC dự báo doanh thu thuần tăng trưởng 14,1% và 8,4% trong 2024F-2025F, lần lượt đạt 21.474 tỷ đồng và 23.275 tỷ đồng. Với LNST-CĐTTS, BVSC dự phóng lần lượt cho 2024F-2025F ở mức 456 tỷ đồng (+28,6% YoY) và 568 tỷ đồng (+24,7% YoY).

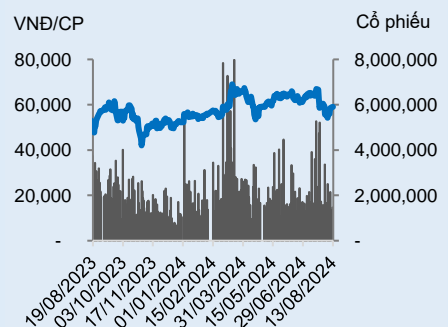
**Khuyến nghị đầu tư:** BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DGW, giá kỳ vọng **68.000 đồng/cp** ở thời điểm giữa năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DCF.

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	<b>68.000</b>
Giá thị trường (13/8/2024)	59.000
Lợi nhuận kỳ vọng	<b>+15,3%</b>

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	42.050-69.000
Vốn hóa	9.856 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	167.053.274
KLGD bình quân 10 ngày	1.779.905
% sở hữu nước ngoài	24,67%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0,9%
Beta	2,24

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGW	12,8%	-7,8%	-7,5%	5,4%
VNIndex	8,7%	-3,0%	-2,9%	0,3%

Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

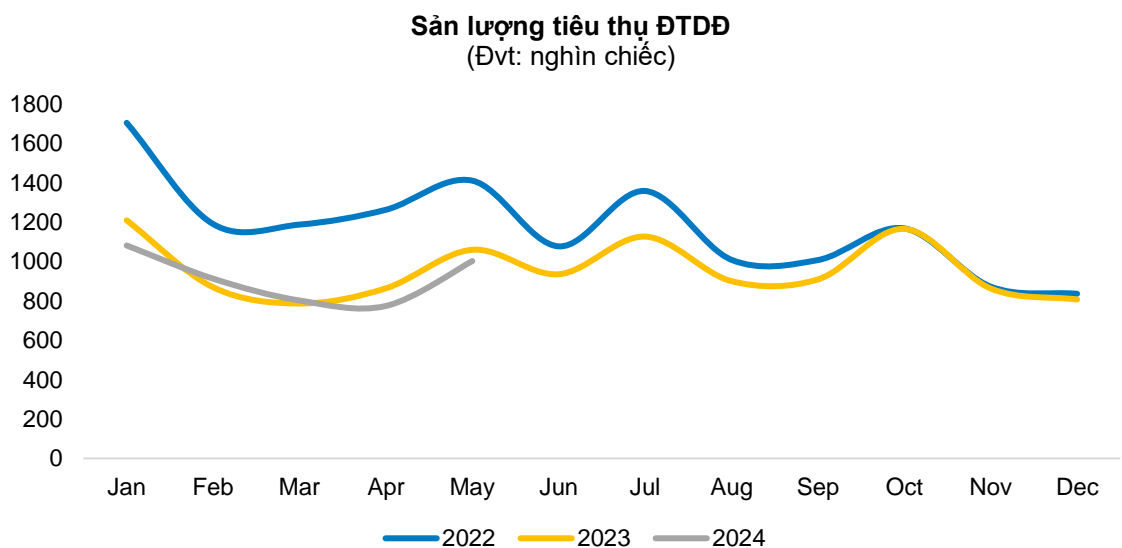
(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

## KQKD 1H2024 tăng trưởng ở tất cả các ngành hàng

Lũy kế 6T2024, doanh thu hợp nhất đạt 9.993 tỷ đồng (+17% YoY) và LNST đạt 181 tỷ đồng (+12% YoY), lần lượt hoàn thành 43% và 37% kế hoạch năm 2024. Tất cả các ngành hàng đều tăng trưởng 2 chữ số so với cùng kỳ. Thiết bị văn phòng và hàng gia dụng đạt tốc độ cao nhất với 32% và 24%. Hai ngành hàng chính là MTXT và ĐTDD tăng trưởng lần lượt 11% và 14%.

- ĐTDD:** thị trường giảm nhẹ trong Q1 và đi ngang trong quý 2/2024. Phân khúc smartphones giá rẻ tăng trưởng tốt hơn khi người tiêu dùng vẫn có xu hướng chi tiêu dè dặt. Giá bán bình quân tăng nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu tới từ việc chuyển đổi từ điện thoại cơ bản (các dòng ĐTDD 2G) sang điện thoại thông minh. Trong 1H2024, doanh thu của Xiaomi cao hơn Apple nhờ lấy được thêm thị phần trong khi Apple đi ngang so với cùng kỳ. BVSC kỳ vọng thị trường ĐTDD sẽ khởi sắc hơn trong Q3/4 2024 khi series Iphone mới ra mắt.



Nguồn: DGW, BVSC tổng hợp

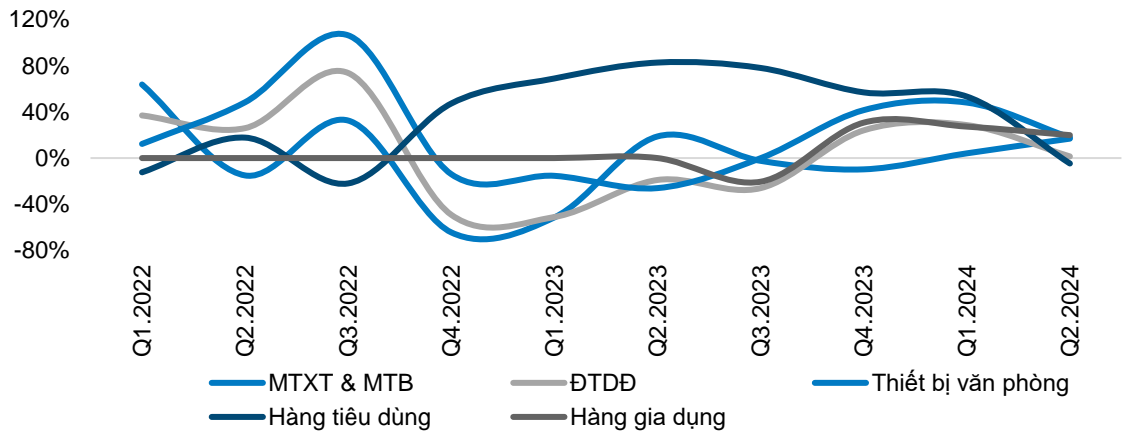
- MTXT và MTB:** Q2/2024 tăng trưởng nhờ Lenovo và Acer, trong khi doanh số từ Macbook (Apple) giảm so với cùng kỳ. Các sản phẩm Laptop tích hợp AI cũng đang bắt đầu được đặt hàng tuy nhiên chưa chiếm tỷ trọng lớn. BVSC kỳ vọng có tăng trưởng trong Q3 nhờ mùa tựu trường cũng như mức nền thấp từ 2023. Từ Q3/2024 DGW sẽ bắt đầu phân phối laptop gaming MSI (đây là một thương hiệu lớn trong phân khúc Gaming, chiếm 18% thị phần) sẽ tiếp tục củng cố cho tăng trưởng của ngành hàng này.
- Thiết bị văn phòng:** tăng trưởng doanh thu trong 1H2024 đạt 20% YoY và chưa được như kỳ vọng ban đầu (sau hợp nhất Achison) do hoạt động của Achison tương đối chậm và thị trường chung chưa tích cực. Cụ thể, Achison đóng góp 360 tỷ đồng doanh thu và 8 tỷ đồng lợi nhuận trong 1H2024. Như vậy, nếu loại bỏ Achison thì mảng thiết bị văn phòng ghi nhận tăng trưởng 7,0% YoY. DGW ước tính cả năm 2024F, doanh thu đóng góp từ Achison khoảng 800-900 tỷ đồng.

- **Ngành hàng tiêu dùng:** kỳ vọng sẽ tốc độ tăng trưởng tốt hơn trong 2H2024 khi ABInBev lấy thêm được kênh bán hàng. Ngoài ra, DGW cũng kỳ vọng sẽ có thêm nhãn hiệu nước uống giải khát trong năm nay.

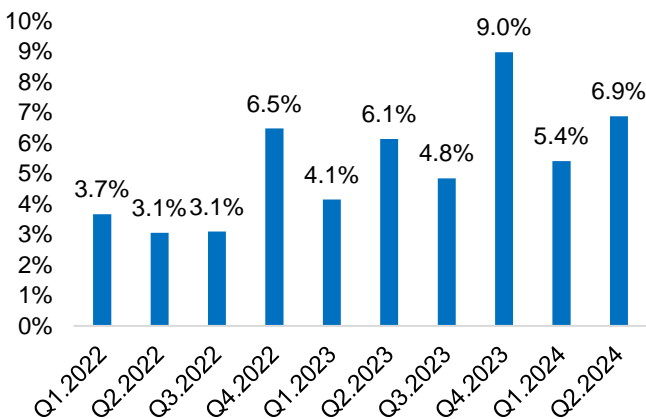
**Cập nhật HĐKD của Vietmoney:** 16 cửa hàng với doanh thu/cửa hàng tăng 20% YoY trong 1H2024. Vietmoney lỗ mỗi tháng khoảng 1 tỷ đồng, đã giảm so với trước đây. Về định hướng, Vietmoney đang tái cấu trúc và định vị lại tệp khách hàng, và sẽ không chỉ hoạt động đơn thuần dịch vụ cầm đồ như trước.

**Cập nhật HĐKD B2X:** hiện nay có 18 trung tâm bảo hành và sẽ mở rộng ít nhất khoảng 30 trung tâm để bao phủ các tỉnh thành quan trọng. Hiện tại, doanh thu/cửa hàng là 2 tỷ và đã hòa vốn và có lời nhẹ.

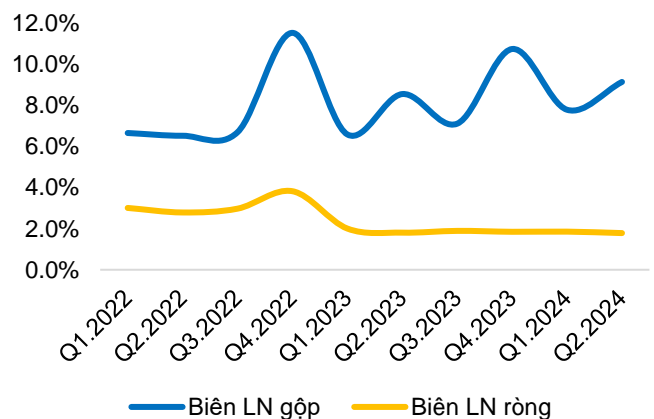
**Tốc độ tăng trưởng doanh thu ngành hàng**



**Tỷ trọng chi phí SG&A**



**Biên lợi nhuận theo quý**

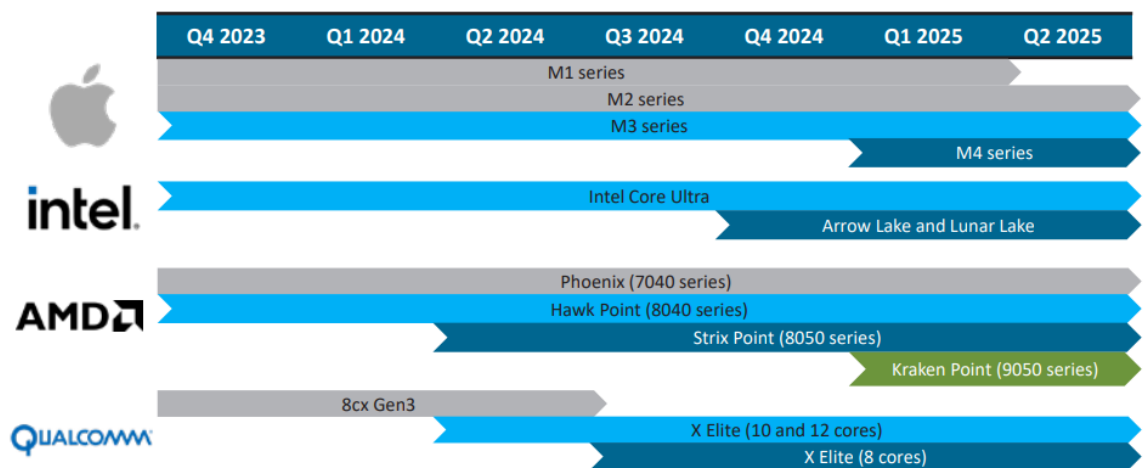


Nguồn: DGW, BVSC

**Biên lợi nhuận gộp cải thiện tuy nhiên biên ròng giảm nhẹ.** Trong quý 2/2024, biên lợi nhuận gộp đạt 9,1%, cải thiện so với mức 8,6% trong Q2/2023, tuy nhiên, biên ròng giảm nhẹ từ 1,81% xuống 1,78% do đẩy mạnh chi phí quảng cáo nhằm kích thích nhu cầu và chi phí chuyển văn phòng mới của DGW.

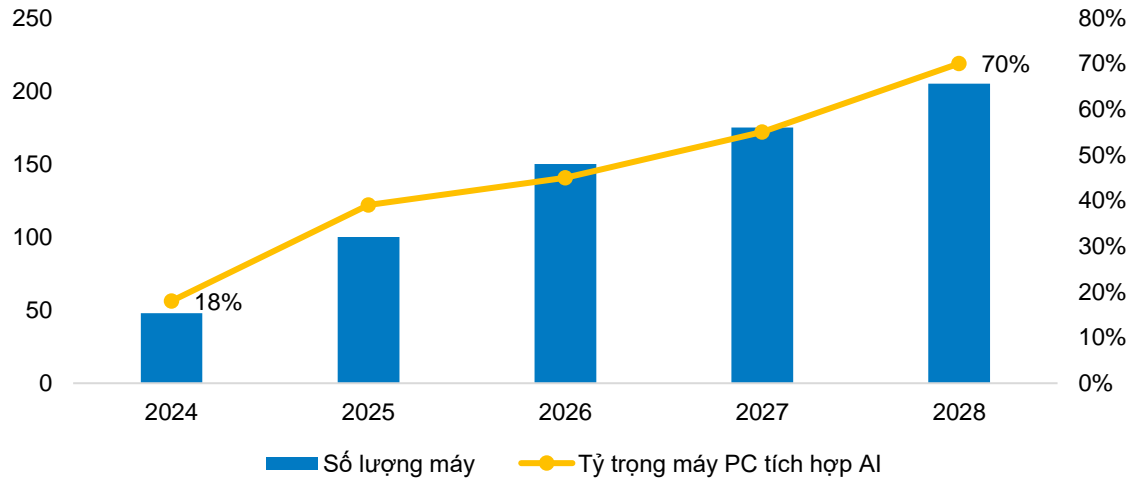
## MTXT tích hợp AI và điểm rơi của chu kỳ thay thế sẽ là chất xúc tác cho KQKD 2025F-2026F

Hiện tại, các nhà sản xuất chip x86 (Intel, AMD) và ARM (Apple, Qualcomm) đều nâng cấp thông số nhằm đáp ứng những ứng dụng và xu hướng mới tới từ AI. Một trong những điểm nổi bật phải kể tới việc tích hợp NPUs (Neural processing unit) nhằm xử lý các tác vụ liên quan tới AI. Việc tích hợp NPUs giúp tăng cường khả năng tính toán, giảm thời gian phản hồi và đặc biệt giảm tiêu thụ điện năng của CPU.



Hầu hết tất cả các người dùng máy tính hiện tại đều có thể sử dụng các ứng dụng AI trên đám mây (cloud-based AI) trên thiết bị cá nhân của mình, chỉ cần các thiết bị này có CPUs và GPUs đủ mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi ích của các thiết bị tích hợp AI sẵn có trên máy (on-device AI) như thời gian phản hồi nhanh, độ trễ thấp, tính bảo mật cao và đặc biệt có thể xử lý các thao tác AI mà không cần tới kết nối Internet sẽ là một trong các tiêu chí quan trọng khi người tiêu dùng thay thế/nâng cấp máy tính hiện tại.

Theo nghiên cứu của Canalys, trong 2024 dự kiến sẽ có 48 triệu máy PC tích hợp AI (máy tính cây và máy tính xách tay) được phân phối từ nhà sản xuất – tương đương 18% tổng sản lượng phân phối trong năm. Báo cáo cũng đưa ra dự báo với 100 triệu máy được phân phối (tương đương 40% tổng lượng máy) trong 2025, qua đó mở đầu cho một chu kỳ thay thế/nâng cấp mới đối với người dùng PC (bao gồm cả máy tính cây và máy tính xách tay). Ngoài ra, năm 2025 cũng sẽ là năm bản lề cho chu kỳ thay thế máy tính mới khi Microsoft sẽ ngừng hỗ trợ dịch vụ với người dùng Windows 10. Trung bình từ 2024-2028F, tốc độ tăng trưởng bình quân của máy tính PC tích hợp AI được dự báo đạt 44%/năm và chiếm tỷ trọng 70% tổng lượng máy được phân phối trong 2028.

**Số lượng máy tích hợp AI phân phối toàn cầu**  
 (Đvt: triệu chiếc)


Nguồn: Canalys

## Dự phóng KQKD 2024F-2025F

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng trưởng 14,1% và 8,4% trong 2024F-2025F, lần lượt đạt 21.474 tỷ đồng và 23.275 tỷ đồng. Với LNST-CĐTTS, BVSC dự phóng lần lượt cho 2024F-2025F ở mức 456 tỷ đồng (+28,6% YoY) và 568 tỷ đồng (+24,7% YoY).

(Đvt: tỷ đồng)	2024F	y/y (%)	2025F	y/y (%)
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>21.474</b>	<b>14,1%</b>	<b>23.275</b>	<b>8,4%</b>
Laptops và Máy tính bảng	6.764	14,5%	7.237	7,0%
Điện thoại di động	8.950	10,9%	9.398	5,0%
Thiết bị văn phòng	4.046	17,6%	4.653	15,0%
Hàng tiêu dùng	809	19,7%	947	17,0%
Đồ gia dụng	905	24,3%	1.041	15,0%
Lợi nhuận gộp	1.848	18,5%	2.025	9,6%
SG&A	1.302	14,0%	1.336	2,6%
Lợi nhuận hoạt động	546	31,0%	689	26,0%
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>456</b>	<b>28,6%</b>	<b>568</b>	<b>24,7%</b>
Biên lợi nhuận gộp	8,6%		8,7%	
Biên lợi nhuận ròng	2,1%		2,4%	

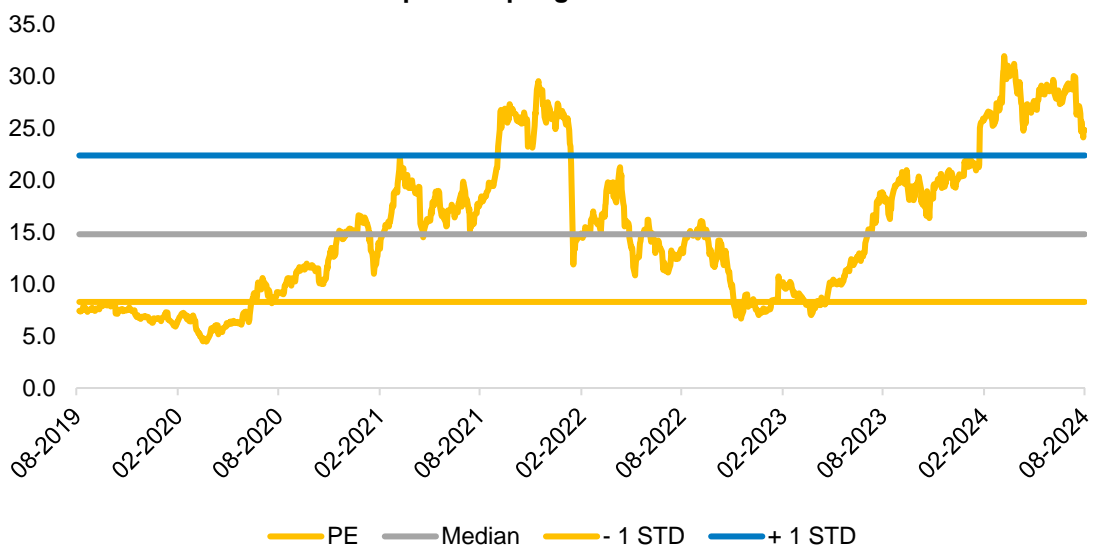
**Định giá theo phương pháp DCF**

Giả định	Giá trị
Chi phí VCSH	15,0%
Chi phí vay	5,0%
Tỷ trọng VCSH	81,6%
Tỷ trọng nợ vay	18,4%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%

Kết quả (Đvt: Tỷ đồng)	2024F	2025F
PV FCFE	3.884	4.103
PV Giá trị cuối	4.897	5.629
(+) Tiền mặt	1.831	2.201
(+) Cổ tức tiền mặt	167	80
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	28	28
Giá trị vốn cổ phần tại cuối năm	10.751	11.985
Số lượng cổ phần (cp)	167.053.274	167.053.274
Giá trị cổ phiếu cuối năm (đồng/cp)	64.379	71.768
<b>Giá trị cổ phiếu Mid-2025 (đồng/cp)</b>	<b>68.074</b>	
<b>PE tại giá mục tiêu 2024F (x)</b>	<b>23,5</b>	
<b>PE tại giá mục tiêu 2025F(x)</b>	<b>21,1</b>	

**Tăng trưởng dài hạn**

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
<b>Ke</b> 16,0%	60.353	61.401	62.528	63.746	65.066
15,5%	62.758	63.923	65.181	66.544	68.025
15,0%	65.367	66.666	68.074	69.604	71.273
14,5%	68.204	69.658	71.238	72.963	74.851
14,0%	71.299	72.932	74.713	76.664	78.810

**Lịch sử định giá P/E 5 năm**


Hiện tại, DGW đang được giao dịch ở mức PE là 24,8x, cao hơn mức +1 STD so với PE trung vị trong 5 năm gần nhất là 22,4x. Mức P/E hiện tại cao hơn 61,9% so với mức P/E trung bình 5 năm gần nhất là 15,3x.

Tại mức giá mục tiêu, PE tại thời điểm cuối 2024/2025 lần lượt là 23,5x và 21,1x, cao hơn 53,5% và 37,9% so với mức P/E trung bình 5 năm là 15,3x. BVSC cho rằng mức định giá P/E tại giá mục tiêu cao hơn trung bình trước đây phản ánh tiềm năng tăng trưởng của DGW khi mở rộng thêm các hoạt động kinh doanh mới như Vietmoney, B2X và thời điểm 2024F-2025F dự kiến sẽ là khởi đầu cho chu kỳ thay thế/nâng cấp thiết bị điện tử mới.

### **Khuyến nghị**

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DGW, giá kỳ vọng **68.000 đồng/cp** ở thời điểm giữa năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DCF.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>22.028</b>	<b>18.817</b>	<b>21.474</b>	<b>23.275</b>
Giá vốn	(20.365)	(17.258)	(19.626)	(21.250)
Lợi nhuận gộp	1.663	1.559	1.848	2.025
Doanh thu tài chính	209	195	186	119
Chi phí tài chính	144	138	175	97
<b>Lợi nhuận sau thuế - CĐTS</b>	<b>684</b>	<b>363</b>	<b>456</b>	<b>568</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	828	1.450	1.831	2.201
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.533	2.074	2.281	2.027
Hàng tồn kho	3.254	3.003	1.888	3.161
Tài sản cố định	32	38	34	41
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	71	19	12	12
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.355</b>	<b>7.501</b>	<b>7.024</b>	<b>7.874</b>
Nợ ngắn hạn	3.882	4.858	4.101	4.460
Nợ dài hạn	50	16	12	15
Vốn chủ sở hữu	2.423	2.627	2.911	3.399
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6.355</b>	<b>7.501</b>	<b>7.024</b>	<b>7.874</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	5%	-15%	14%	8%
Tăng trưởng LNST	4%	-48%	29%	25%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	8%	8%	9%	9%
Lợi nhuận thuần biên	3%	2%	2%	2%
ROA	11%	5%	6%	8%
ROE	33%	14%	17%	18%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản	31%	31%	30%	22%
Tổng nợ/Tổng VCSH	81%	89%	72%	50%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	5.432	2.145	2.724	3.398
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.669	15.516	17.241	20.160



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lương Ngọc Tuấn Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

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

**Hệ thống nhận định của BVSC** được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
<b>OUTPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
<b>NEUTRAL</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
<b>UNDERPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

## LIÊN HỆ

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

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng  
hoangnd@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT  
phuts@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng  
thaotp@bvsc.com.vn

#### Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép  
minhtnn@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng  
anhnhm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không  
dannv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường  
hoanh@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn

#### Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng  
dunglnt@bvsc.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán  
phuonglh@bvsc.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

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