

CTCP Thế Giới Số (HOSE: DGW)

Tăng tốc hợp tác mới, duy trì tăng trưởng mạnh mẽ

- Q2/25, lợi nhuận ròng DGW ghi nhận 116 tỷ đồng, tăng 30% svck. Điểm nhấn trong quý là KQKD các ngành hàng FMCGs, thiết bị gia dụng, thiết bị văn phòng với mức độ tăng trưởng doanh thu trung bình 57% svck.
- Trong đà phục hồi của xu hướng tiêu dùng chung, với chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm mạnh mẽ, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 25% trong năm 2025 – 26.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu cao hơn giá cũ, giá mục tiêu mới 56,300 đồng/cổ phiếu.

Q2/25, lợi nhuận ròng tăng mạnh 30% svck với sự tăng trưởng mạnh mẽ ở hầu hết các ngành hàng

Q2/25, tổng doanh thu ghi nhận 5,731 tỷ đồng, tăng 14% svck với sự chủ đạo tăng trưởng đến từ ngành máy tính bảng & máy tính xách tay (+20% svck), thiết bị văn phòng (+56% svck), thiết bị gia dụng (+15% svck), hàng tiêu dùng (+76% svck), ngược lại do nhu cầu suy giảm nên doanh thu điện thoại tiếp đã suy giảm, giảm 13% svck. Biên LN gộp ghi nhận 8.5%, thấp hơn 0.8điểm% svck. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng 40 tỷ đồng svck do (1) doanh thu tài chính tăng 20 tỷ đồng nhờ vào quy mô đầu tư ngắn hạn tăng cao, (2) chi phí tài chính giảm 20 tỷ đồng. Sự tăng trưởng từ doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động tài chính đã bù đắp cho sự tăng trưởng tổng chi phí hoạt động. Tổng kết, lợi nhuận ròng ghi nhận 116 tỷ đồng, tăng 30% svck. Lũy kế 6T2025, doanh thu và lợi nhuận ròng ghi nhận 11,250/222 tỷ đồng, tăng 13%/22% svck. Lợi nhuận ròng 6T25 phù hợp với dự phóng và đã hoàn thành 38% dự báo cả năm của chúng tôi.

Lợi nhuận ròng ước tính tăng trưởng kép 25% trong năm 25-26

Chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận ròng 2025-26 giảm 5%/4% sv dự báo cũ do (1) Về tổng doanh thu, chúng tôi điều chỉnh giảm 4%/4% chủ yếu do giảm doanh thu mảng ICT-CE khi cầu tiêu thụ đang phục hồi chậm hơn so với ước tính ban đầu, đặc biệt là lĩnh vực điện thoại thông minh (2) Tăng chi phí bán hàng lên mức 9% sv dự báo cũ do chúng tôi đẩy cao chi phí hỗ trợ bán hàng lên, trong bối cảnh cầu tiêu thụ vẫn chỉ phục hồi khá chậm. Doanh nghiệp khá cẩn trọng khi đặt ra kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận ròng của DGW, con số này tương đương với ước tính trên kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với mức giá mục tiêu 56,300 đồng/CP

Giá mục tiêu tăng 8% so với báo cáo cũ do chúng tôi (1) chuyển mô hình dự phóng sang giai đoạn 2025-26, (2) Nhờ môi trường vĩ mô thuận lợi, chúng tôi thay đổi WACC xuống chỉ còn 9.4% để phản ánh về việc chi phí vốn giảm, tăng sự tiếp cận của các nhà đầu tư với DGW. Giá cổ phiếu đang giao dịch với P/E 2025 khoảng 15x, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 18x, là mức định giá hấp dẫn để đầu tư.

| Chỉ tiêu tài chính          | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần             | 18,817 | 22,079 | 25,580 | 30,431 |
| Lợi nhuận ròng              | 354    | 444    | 548    | 691    |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | -14.6% | 17.3%  | 15.9%  | 19.0%  |
| Tăng trưởng LN ròng         | -48.2% | 25.3%  | 23.5%  | 26.0%  |
| Biên LN gộp                 | 8.3%   | 9.3%   | 9.4%   | 9.5%   |
| Biên EBITDA                 | 3.4%   | 3.3%   | 3.5%   | 3.6%   |
| ROAE                        | 14.2%  | 15.9%  | 16.2%  | 17.1%  |
| ROAA                        | 5.1%   | 5.7%   | 6.0%   | 6.3%   |
| EPS (VND/cổ phiếu)          | 1,616  | 2,024  | 2,522  | 3,179  |
| BVPS (VND/cổ phiếu)         | 11,977 | 13,733 | 17,644 | 19,853 |

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND56,300

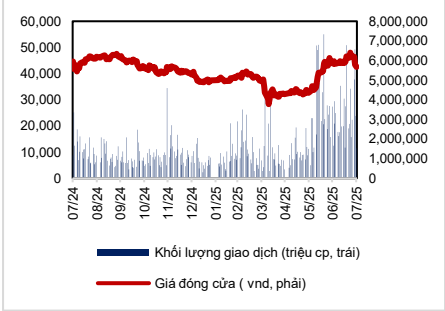
Tiềm năng tăng giá

32%

Thay đổi trọng yếu báo cáo:

- Chuyển mô hình định giá sang 25-26
- Giảm EPS 25-26 xuống 5%/4%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND)    | 42,550 |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 48,000 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 28,316 |
| Vốn hóa (tỷ đồng)       | 9,325  |
| P/E (TTM)               | 19.2   |
| P/B                     | 3.0    |
| Thị suất cổ tức (%)     | 2.0    |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 26.3   |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Ownership structure

|               |      |
|---------------|------|
| Create Future | 31.7 |
| MTV Dkp       | 5.1  |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

[Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn](mailto:Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn)

## Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

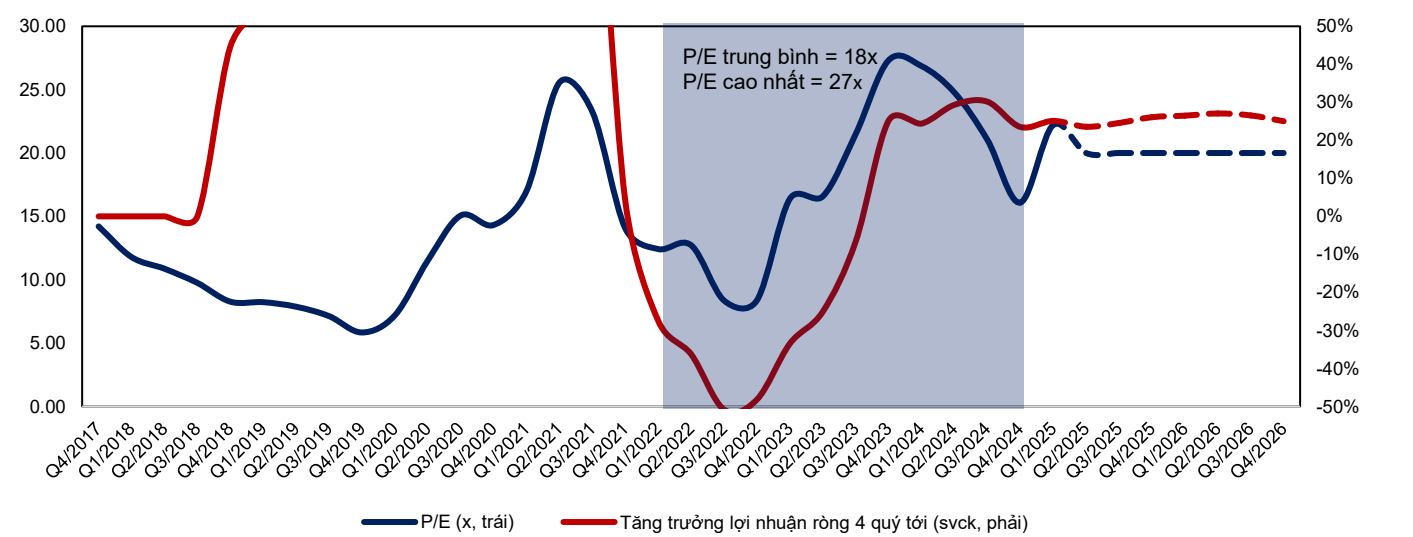
### Luận điểm đầu tư.

- Không chỉ dừng lại ở fulfillment distribution (phân phối hoàn tất đơn hàng), DGW sở hữu mô hình MES, giúp cho các khách hàng được bao quát từ khâu nghiên cứu thị trường, phân phối, bán hàng và truyền thông cho đến hỗ trợ chăm sóc khách hàng sau khi mua sản phẩm, từ đó gia tăng hiệu quả kinh doanh cho thương hiệu. Điều này sẽ gia tăng uy tín của DGW, dễ dàng mở rộng các kênh phân phối dành cho thương hiệu, đặc biệt là kênh phân phối độc quyền. Với FMCGs và thiết bị gia dụng, với thể mạnh của mô hình kinh doanh và giá trị thương hiệu, kỳ vọng danh mục sản phẩm và kênh phân phối sẽ được mở rộng mạnh mẽ, mang lại mức tăng trưởng kép 38% trong năm 25-26
- Trên thị trường phân phối điện tử tiêu dùng (ICT-CE), DGW có được vị thế vững chắc nhờ vào lượng khách hàng dồi dào (hơn 6,000 cửa hàng bán lẻ) và sức khỏe tài chính lành mạnh. Do vậy, trong đà phục hồi của tiêu dùng, xu hướng lan tỏa nhanh chóng của việc sử dụng AI giúp tối đa hiệu năng công việc sẽ thúc đẩy chu kỳ thay thế sản phẩm AI, giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ máy tính xách tay & máy tính bảng, từ đó kỳ vọng doanh thu máy tính bảng & máy tính xách tay sẽ tăng trưởng kép 16% trong năm 2025-26.
- Trong lĩnh vực thiết bị văn phòng, với nhu cầu mở rộng trung tâm dữ liệu càng ngày càng lớn mạnh, cùng với nhu cầu bảo mật của các hộ gia đình cá nhân tăng cao, kết hợp với các danh mục sản phẩm IoT mở rộng mạnh mẽ, chúng tôi ước tính doanh thu thiết bị văn phòng tăng trưởng kép 32% trong năm 2025-26
- Nhà nước đang thực hiện siết chặt hàng giả, hàng kém chất lượng cùng việc kiểm soát mạnh mẽ các giao dịch mua – bán bằng việc (1) trực tiếp kết nối hóa đơn điện tử với các doanh nghiệp có doanh thu trên 1 tỷ đồng/năm, (2) Dự thảo bỏ thuế khoán theo Nghị quyết 68. Theo chúng tôi, điều này sẽ thanh lọc các doanh nghiệp không chính thống, giảm bớt đối thủ cạnh tranh, tạo điều kiện thuận lợi phát triển cho các doanh nghiệp đã và đang hoạt động chuyên nghiệp như DGW. Do vậy chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng trung – dài hạn của DGW rõ rệt hơn, đặc biệt ở các lĩnh vực FMCGs và thiết bị gia dụng.

### Khuyến nghị và đánh giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp DCF (WACC: 9.4%) và P/E (20x) cho mức giá mục tiêu của DGW là 56,300 đồng (tiềm năng tăng giá 34%, bao gồm thị suất cổ tức 2%). Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu trung bình 25-26 là 20x, cao hơn trung bình trong giai đoạn phục hồi và tăng trưởng gần đây (18x) để phản ánh tiềm năng tăng trưởng trung – dài hạn của DGW cao hơn giai đoạn trước đây, nhờ việc tập trung đẩy mạnh danh mục sản phẩm ở các lĩnh vực thiết bị văn phòng, gia dụng và FMCGs (giai đoạn trước chỉ tập trung vào điện tử tiêu dùng). P/E forward 2025 hiện vào khoảng 15x, là mức định giá hấp dẫn cùng tiềm năng tăng trưởng trung – dài hạn tốt hơn, do vậy chúng tôi nhận thấy DGW là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong giai đoạn hiện tại.

Hình 1: P/E của DGW



Hình 2: Dòng tiền DCF

|                                    | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | /// | 2036F         |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-----|---------------|
| EBIT                               | 692   | 872   | 1,089 | 1,352 |     | 5,416         |
| (+) Khấu hao                       | 55    | 57    | 58    | 59    |     | 70            |
| (-) CAPEX                          | 29    | 13    | 12    | 12    |     | 12            |
| (-) Thay đổi vốn lưu động          | 1,112 | 1,099 | 1,229 | 1,388 |     | 2,630         |
| Dòng tiền tự do (FCF)              | -479  | -364  | -319  | -268  |     | 1,735         |
| Giá trị cuối cùng (Terminal value) |       |       |       |       |     |               |
| PV của FCFF                        | -438  | -335  | -296  | -250  |     | 1,678         |
| PV của giá trị cuối cùng           |       |       |       |       |     | 8,610         |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)          |       |       |       |       |     | 13,163        |
| (+) Tiền và tương đương tiền       |       |       |       |       |     | 1,929         |
| (-) Nợ vay                         |       |       |       |       |     | 2,847         |
| <b>Giá trị VCSH</b>                |       |       |       |       |     | <b>12,256</b> |
| Tổng số cổ phiếu (triệu cp)        |       |       |       |       |     | 219           |
| <b>Giá cổ phiếu (VND)</b>          |       |       |       |       |     | <b>55,883</b> |

Hình 3: Định giá theo FCFF và tổng hợp phương pháp định giá

| WACC và tăng trưởng dài hạn (%) |             | Phương pháp                        | Giá    | Tỷ trọng      |
|---------------------------------|-------------|------------------------------------|--------|---------------|
| Tăng trưởng dài hạn             | 2.0%        | P/E (P/E 20x)                      | 57,010 | 50%           |
| Chi phí VCSH                    | 13.00%      | DCF (WACC: 9.4%)                   | 55,883 | 50%           |
| Chi phí nợ vay                  | 5.00%       |                                    |        |               |
| E/V                             | 60%         |                                    |        |               |
| D/V                             | 40%         |                                    |        |               |
| Mức thuế                        | 20.00%      | <b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b> |        | <b>56,250</b> |
| <b>WACC</b>                     | <b>9.4%</b> |                                    |        |               |

Nguồn: MBS Research

Rủi ro giảm giá:

- Nhu cầu tiêu thụ ICT-CE yếu hơn kỳ vọng có thể khiến cho DGW duy trì tỷ lệ chi phí SG&A/tổng doanh thu ở mức cao, tương đương năm 2023

Hình 4: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty                      | Mã Bloomberg    | Vốn hóa   | P/E (lần) |      | P/B (lần) |      | ROA% |      | ROE (%) |      |
|------------------------------|-----------------|-----------|-----------|------|-----------|------|------|------|---------|------|
|                              |                 | triệu USD | 2025      | 2026 | 2025      | 2026 | 2025 | 2026 | 2025    | 2026 |
| Doanh nghiệp bán lẻ          |                 |           |           |      |           |      |      |      |         |      |
| CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT  | FRT VN EQUITY   | 1,020     | 42.1      | 30.0 | 8.2       | 6.3  | 3.7  | 4.4  | 20.7    | 22.4 |
| CTCP Đầu tư Thế giới Di động | MWG VN EQUITY   | 3,931     | 18.8      | 15.3 | 3         | 2.6  | 7.5  | 9.2  | 17.1    | 18.3 |
| Doanh nghiệp bán buôn        |                 |           |           |      |           |      |      |      |         |      |
| VSTECs Berhad                | VST MK EQUITY   | 270       | 13        | 11   | N/A       | N/A  | 9.5  | 9.2  | 16.7    | 16.3 |
| Synnex Thailand PCL          | SYNEX TB EQUITY | 297       | 14.2      | 12.8 | 2.1       | 1.9  | 4.8  | 5    | 15.2    | 16   |
| Trung bình                   |                 |           | 22.0      | 17.3 | 4.4       | 3.6  | 6.4  | 7.0  | 17.4    | 18.3 |
| CTCP Thế Giới Số             | DGW VN EQUITY   | 394       | 17.2      | 13.7 | 2.4       | 2.2  | 6.0  | 6.3  | 16.2    | 17.0 |

Nguồn: MBS Research

6T2025: Lợi nhuận ròng tăng 22% svck với tăng trưởng doanh thu trên 20% ở hầu hết mọi ngành hàng

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q2/2025 và nửa đầu năm 2025 (Tỷ đồng)

| Các tiêu chí KQKD                     | Q2/2025 | qoq (%) | yoy (%) | 6T25   | yoy (%) | % vs báo cáo cũ | Đánh giá                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|--------|---------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu thuần                       | 5,731   | 3.8%    | 14.4%   | 11,251 | 12.6%   | 42%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Máy tính xách tay và máy tính bảng    | 1,882   | 35.3%   | 20.0%   | 3,273  | 20.9%   | 43%             | Trên thị trường, các sản phẩm AI laptop đã dễ dàng tiếp cận hơn với người dùng khi mức giá trung bình giảm 20-30% svck, giúp cho sản lượng tiêu thụ tăng trưởng, nhờ đó tổng doanh thu tăng 20% svck                                                                                                                                                                                                                                      |
| Điện thoại di động                    | 1,932   | -13.5%  | -13.0%  | 4,167  | -10.6%  | 40%             | Nhìn chung, nhu cầu tiêu thụ điện thoại thông minh còn khá yếu khiến cho tổng doanh thu giảm 13% svck                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Thiết bị văn phòng                    | 1,338   | 5.1%    | 56.0%   | 2,611  | 39.8%   | 42%             | Trong lĩnh vực thiết bị văn phòng, doanh thu server và data center ghi nhận mức tăng trưởng tích cực nhất khi được hưởng lợi từ nhiều dự án được triển khai và dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam, bên cạnh đẩy các ngành hàng còn lại giữ vững đà tăng trưởng                                                                                                                                                                         |
| Thiết bị gia dụng                     | 346     | -13.7%  | 73.9%   | 747    | 82.6%   | 71%             | Thiết bị gia dụng có mức tăng trưởng cao nhất các lĩnh vực kinh doanh của DGW nhờ vào việc sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh mẽ, chủ yếu do (1) DGW tích cực đẩy mạnh hợp tác với các thương hiệu đồ gia dụng mới, tiêu biểu là Philips, Funiki (Hòa Phát), Cuckoo giúp gia tăng danh mục sản phẩm, tiếp cận được đa dạng nhu cầu người tiêu dùng, (2) Mở rộng mạng lưới phân phối.                                                     |
| Hàng tiêu dùng                        | 227     | 3.1%    | 40.0%   | 447    | 29.1%   | 38%             | DGW đang khá tích cực trong việc mở rộng danh mục sản phẩm và mở rộng tệp khách hàng khi được các hãng mở thêm các kênh phân phối, đặc biệt là Ontrade với thương hiệu ABInbev, việc được mở rộng thêm kênh phân phối từ 2H24 giúp cho tệp khách hàng mở rộng, từ đó doanh thu hàng tiêu dùng tăng mạnh 40% svck                                                                                                                          |
| Lợi nhuận gộp                         | 487     | 1.4%    | 5.0%    | 968    | 13.6%   | 43%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Biên lợi nhuận gộp                    | 8.5%    | -0.2d%  | -0.8d%  | 8.6%   | 0.1d%   |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Chi phí bán hàng                      | 377     | 59.1%   | 31.7%   | 613    | 22.6%   | 47%             | Chi phí bán hàng tăng mạnh 32% svck do DGW vẫn đang đẩy mạnh chi phí quảng cáo, KM, hỗ trợ bán hàng trong bối cảnh (1) cầu tiêu thụ ICT-CE còn nhiều khó khăn, (2) mở rộng mạnh mẽ danh mục khách hàng phân phối                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí quản trị DN                   | 56      | 0.9%    | -4.5%   | 111    | -1.7%   | 40%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| % chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu | 7.5%    | 2.3d%   | 0.7d%   | 6.4%   | 0.3d%   |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Doanh thu tài chính                   | 65      | 26.0%   | 58.9%   | 116    | 79.3%   | 54%             | Doanh thu tài chính tăng 59% do quy mô tiền và tương đương tiền + đầu tư ngắn hạn tăng mạnh svck                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí tài chính                     | 20      | -80.7%  | -57.9%  | 124    | 78.4%   | -85%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| LNTT                                  | 107     | -21.9%  | -5.0%   | 244    | 5.4%    | 33%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thuế TNDN                             | 29      | -6.5%   | 14.4%   | 59     | 16.7%   | 40%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| LN ròng                               | 116     | 9.3%    | 30.0%   | 222    | 22.1%   | 38%             | Trong đà phục hồi của xu hướng tiêu dùng, DGW đã nhanh chóng mở rộng danh mục sản phẩm, tập trung vào các lĩnh vực có tốc độ tăng trưởng tốt hơn, phải kể đến là thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng. Kết hợp với việc tối ưu chi phí bán hàng sau giai đoạn hỗ trợ đáng kể cho các nhà bán lẻ điện tử tiêu dùng, lợi nhuận ròng tăng 29% svck. <b>Kết quả này phù hợp với dự phóng và đã hoàn thành 38% dự báo cả năm của chúng tôi.</b> |

Nguồn: DGW, MBS Research

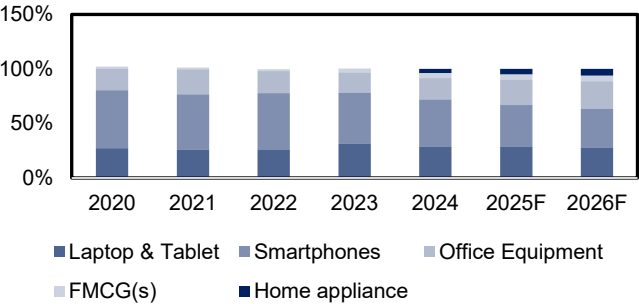
Điều chỉnh dự phóng 2025-26

Hình 6: Dự phóng 2025-26

| Tỷ đồng                               | 2024   | 2025F  | yoy%   | Δ%  | 2026F  | yoy% | Δ%   | Đánh giá                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|-----|--------|------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu thuần                       | 22,079 | 25,580 | 15.9%  | -4% | 30,431 | 19%  | -4%  | Điều chỉnh giảm 5% so với dự báo cũ do chúng tôi hạ kỳ vọng vào mức cầu tiêu thụ các sản phẩm máy tính xách tay và máy tính bảng. Trong bối cảnh cầu tiêu thụ phục hồi chậm trên mức nền thấp, 2H2024 là một mức nền cao khó có khả năng bứt phá do vậy mức tăng trưởng có thể chậm hơn svck, do vậy tổng doanh thu cả năm ước tính tăng 16%/16% svck trong năm 2025-2026 |
| Máy tính xách tay và máy tính bảng    | 6,279  | 7,252  | 15.5%  | -5% | 8,376  | 16%  | -5%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Điện thoại di động                    | 9,580  | 9,858  | 2.9%   | -6% | 10,868 | 10%  | -10% |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thiết bị văn phòng                    | 4,386  | 5,925  | 35.1%  | -5% | 7,695  | 30%  | -2%  | Điều chỉnh giảm 5% so với dự báo cũ do giảm cầu tiêu thụ các sản phẩm PPE (thuộc Achison), trong bối cảnh các rủi ro từ chính sách thuế quan của Mỹ đặc biệt các khách hàng lớn như Intel chưa có khả năng mở rộng quy mô sản xuất có thể khiến Achison khó có khả năng mở rộng tệp khách hàng,                                                                           |
| Thiết bị gia dụng                     | 840    | 1,294  | 54.0%  | 11% | 1,850  | 43%  | 21%  | Điều chỉnh tăng 11% so với dự báo cũ nhờ vào việc tăng tiêu thụ các sản phẩm đồ gia dụng vừa và nhỏ, bằng việc mở rộng danh mục sản phẩm mạnh mẽ (thương hiệu mới hợp tác bao gồm Philips,                                                                                                                                                                                |
| Hàng tiêu dùng                        | 993    | 1,251  | 26.0%  | 18% | 1,642  | 31%  | 14%  | Điều chỉnh tăng 18% so với dự báo cũ do chúng tôi tăng cầu tiêu thụ các sản phẩm, chủ yếu do khả năng mở rộng danh mục sản phẩm của DGW đang khá tốt khi hợp tác thêm với 3 thương hiệu mới.                                                                                                                                                                              |
| Lợi nhuận gộp                         | 2,055  | 2,401  | 16.8%  | 6%  | 2,901  | 21%  | 7%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Biên lợi nhuận gộp                    | 9.3%   | 9%     | 0.1d%  | 1%  | 10%    | 0d%  | 1%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Chi phí bán hàng                      | 1,285  | 1,427  | 11.0%  | 9%  | 1,697  | 19%  | 9%   | Điều chỉnh tăng chi phí bán hàng 10% sv dự báo cũ do chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí hỗ trợ bán hàng lên 0.4d% trong năm 25/26                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí quản trị DN                   | 244    | 283    | 15.9%  | 1%  | 337    | 19%  | 1%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| % chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu | 7%     | 7%     | -0.2d% | 1%  | 7%     | 0d%  | 1%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Doanh thu tài chính                   | 192    | 205    | 6.8%   | -4% | 243    | 19%  | -4%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Chi phí tài chính                     | 163    | 220    | 34.9%  | 50% | 258    | 17%  | 52%  | Điều chỉnh tăng 50%/50% do quy mô nợ vay tăng nhiều hơn ước tính cũ                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| LNTT                                  | 569    | 692    | 21.6%  | -6% | 872    | 26%  | -5%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thuế TNDN                             | 120    | 138    | 15.0%  | -6% | 174    | 26%  | -5%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| LN ròng                               | 444    | 548    | 23.5%  | -5% | 691    | 26%  | -4%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

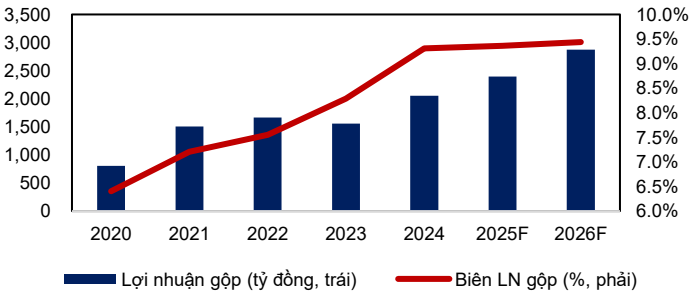
Nguồn: DGW, MBS Research

Hình 7: Doanh thu theo từng mảng kinh doanh của DGW (%)



Nguồn: DGW, MBS Research

Hình 8: Lợi nhuận gộp và biên LN gộp theo năm



Nguồn: DGW, MBS Research

**Mảng bán buôn ICT-CE:** Chúng tôi ước tính tổng doanh thu tăng trưởng 8%/13% svck trong năm 2025-26 với động lực chính từ tăng trưởng mảng máy tính xách tay & máy tính bảng. Cụ thể:

- Chúng tôi thay đổi dự báo doanh thu tăng trưởng 5%/5% so với dự báo cũ do kỳ vọng tiêu thụ của thị trường ít hơn ước tính. Nhờ việc mở rộng danh mục từ 2H2024, DGW có thêm sản phẩm phân phối chính hãng cho các đại lý, cùng việc nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng 1 chữ số, đặc biệt là các sản phẩm laptop AI, chúng tôi kỳ vọng doanh thu máy tính xách tay và máy tính bảng tăng trưởng 16%/16% trong năm 2025-26.
- Bên cạnh đấy, nhu cầu điện thoại đang chậm hơn dự tính, ước tính giảm nhẹ svck do vậy chúng tôi giảm dự báo doanh thu -6%/-10% so với dự báo cũ. 2H25, (1) chúng tôi nhận thấy việc giảm thuế VAT 8% với việc bổ sung các mặt hàng điện thoại, máy tính sẽ phần nào giảm áp lực về giá và giúp người tiêu dùng dễ dàng tiếp cận và thay thế sản phẩm, (2) mùa thay thế sản phẩm mới trong bối cảnh xu hướng tiêu dùng phục hồi sẽ giúp cho tổng doanh thu điện thoại ước tính tăng trưởng trở lại trong 2H2025. Tổng kết, tổng doanh thu điện thoại thông minh cả năm ước tăng 3%/10% trong năm 2025-26.

**Mảng thiết bị văn phòng:** Trong mảng thiết bị văn phòng, chúng tôi điều chỉnh giảm -5%/-2% so với dự báo cũ do tổng doanh thu Archison đang tăng trưởng chậm, do ảnh hưởng của thuế quan, tác động đến việc mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam. Bên cạnh đấy, chúng tôi duy trì tăng trưởng của mảng server, thiết bị bảo mật (camera), IoT nhờ vào nhu cầu tiêu thụ tại Việt Nam ngày càng gia tăng mạnh mẽ. Tổng kết, chúng tôi ước tính doanh thu thiết bị văn phòng tăng 35%/30% svck

**Mảng thiết bị gia dụng:** Chúng tôi duy trì dự phóng mảng thiết bị gia dụng tăng trưởng mạnh mẽ 38%/38% svck với khả năng tăng tốc mở rộng danh mục sản phẩm của DGW. Từ năm 2023-2025, DGW đã nâng số hãng phân phối thiết bị gia dụng lên 6 (2023: 3 thương hiệu) cùng danh mục sản phẩm đa dạng từ gia dụng nhỏ đến lớn, giúp cho tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR 2023-26 đạt 23%. Năm 2025, DGW tiếp tục mở mới thương hiệu Cooko cùng hàng loạt sản phẩm hàng gia dụng nhỏ, tiếp tục tìm kiếm cơ hội nhằm gia tăng doanh thu mạnh mẽ trong năm 2026. Với thị trường điện tử tiêu dùng, tăng trưởng hàng gia dụng nhỏ và vừa được đánh giá cao nhất với tốc độ tăng trưởng kép đạt 5% với sựBên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy (1) việc siết chặt các giao dịch mua – bán bằng việc bỏ thuế khoán, cùng với (2) mạnh mẽ thanh tra các giao dịch hàng kém chất lượng là yếu tố hỗ trợ tích cực cho DGW trong trung – dài hạn khi doanh nghiệp không chính thống mất đi lợi thế cạnh tranh về giá – vốn là cạnh tranh lớn nhất của các doanh nghiệp chính thống và không chính thống

**Mảng hàng tiêu dùng:** Chúng tôi tăng dự phóng mảng hàng tiêu dùng 18%/14% so với dự báo cũ. Bên cạnh việc mở rộng hãng phân phối, DGW đã thành công mở rộng kênh phân phối Ontrade với ABInbev nhằm gia tăng danh mục khách hàng. Bước đầu, kênh phân phối này đã mang lại sự tăng trưởng doanh thu vượt trội cho DGW trong lĩnh vực hàng tiêu dùng (bên cạnh việc phân phối offtrade như DGW đang thường làm). Mảng hàng tiêu dùng có biên LN gộp lớn nhất trong số các lĩnh vực phân phối của DGW, chúng tôi nhận thấy tiềm năng mở rộng vùng phân phối của kênh ontrade còn lớn, tạo động lực tăng trưởng cho DGW. Do vậy, chúng tôi ước tính tổng doanh thu tăng 26%/31% trong năm 2025-26.



Báo cáo tài chính

| Báo cáo kết quả HĐKD               |              |              |               |               | Báo cáo lưu chuyển tiền tệ                 |              |              |              |              |
|------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                    | 31/12/23     | 31/12/24     | 31/12/25      | 31/12/26      |                                            | 31/12/23     | 31/12/24     | 31/12/25     | 31/12/26     |
| Doanh thu thuần                    | 18,817       | 22,079       | 25,580        | 30,431        | LN trước thuế                              | 471          | 569          | 692          | 872          |
| Giá vốn hàng bán                   | (17,258)     | (20,023)     | (23,179)      | (27,530)      | Khấu hao                                   | 42           | 55           | 55           | 57           |
| Lợi nhuận gộp                      | 1,559        | 2,055        | 2,401         | 2,901         | Thuế đã nộp                                | (108)        | (120)        | (138)        | (174)        |
| Chi phí quản lý DN                 | (198)        | (244)        | (283)         | (337)         | Các khoản điều chỉnh khác                  | (145)        | (51)         | 853          | (8)          |
| Chi phí bán hàng                   | (944)        | (1,285)      | (1,427)       | (1,697)       | Thay đổi VLĐ                               | 233          | (560)        | (1,112)      | (1,099)      |
| LN từ HĐKD                         | 417          | 527          | 691           | 867           | <b>LCTT từ HĐKD</b>                        | <b>493</b>   | <b>(108)</b> | <b>350</b>   | <b>(352)</b> |
| EBITDA thuần                       | 459          | 582          | 746           | 924           | Đầu tư TSCĐ                                | (30)         | (45)         | 29           | (13)         |
| <b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>417</b>   | <b>527</b>   | <b>691</b>    | <b>867</b>    | Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ                 | 0            | 3            | -            | -            |
| Thu nhập lãi                       | 195          | 192          | 205           | 243           | <b>LCTT từ đầu tư</b>                      | <b>(62)</b>  | <b>(37)</b>  | <b>31</b>    | <b>(13)</b>  |
| Chi phí tài chính                  | (139)        | (163)        | (220)         | (258)         | Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | 40           | 25           | (0)          | -            |
| Thu nhập ròng khác                 | 1            | 12           | 14            | 17            | Tiền vay ròng nhận được                    | 319          | 160          | 361          | 469          |
| TN từ các Cty LK & LD              | (3)          | 1            | 1             | 1             | Dòng tiền từ HĐTC khác                     | -            | 0            | -            | -            |
| <b>LN trước thuế</b>               | <b>471</b>   | <b>569</b>   | <b>692</b>    | <b>872</b>    | Cổ tức, LN đã trả cho CSH                  | (167)        | (84)         | (219)        | (219)        |
| Thuế TNDN                          | (108)        | (120)        | (138)         | (174)         | <b>LCTT từ hoạt động TC</b>                | <b>191</b>   | <b>101</b>   | <b>141</b>   | <b>250</b>   |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 363          | 449          | 554           | 697           | Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 828          | 1,450        | 1,407        | 1,928        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | (8)          | (5)          | (5)           | (6)           | LC tiền thuần trong năm                    | 623          | (44)         | 521          | (116)        |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>              | <b>354</b>   | <b>444</b>   | <b>548</b>    | <b>691</b>    | <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>1,450</b> | <b>1,407</b> | <b>1,928</b> | <b>1,812</b> |
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>        |              |              |               |               | <b>Các chỉ số cơ bản</b>                   |              |              |              |              |
|                                    | 31/12/23     | 31/12/24     | 31/12/25      | 31/12/26      |                                            | 31/12/23     | 31/12/24     | 31/12/25     | 31/12/26     |
| Tiền và tương đương tiền           | 1,450        | 1,407        | 1,928         | 1,812         | Tăng trưởng doanh thu thuần                | -14.6%       | 17.3%        | 15.9%        | 19.0%        |
| Đầu tư ngắn hạn                    | -            | 2            | 1             | 1             | Tăng trưởng EBITDA                         | -43.5%       | 26.6%        | 28.3%        | 23.8%        |
| Phải thu khách hàng                | 1,982        | 2,373        | 2,747         | 3,262         | Tăng trưởng LN từ HĐKD                     | 51.8%        | 26.2%        | 31.3%        | 25.5%        |
| Hàng tồn kho                       | 3,016        | 3,501        | 4,613         | 5,479         | Tăng trưởng LN trước thuế                  | -45.4%       | 20.9%        | 21.6%        | 25.9%        |
| Tổng tài sản ngắn hạn              | 6,802        | 7,772        | 9,762         | 11,153        | Tăng trưởng LN ròng                        | -48.2%       | 25.3%        | 23.5%        | 26.0%        |
| Tài sản cố định                    | 38           | 67           | 38            | 38            | Tăng trưởng EPS                            | -48.2%       | 25.3%        | 23.5%        | 26.0%        |
| Xây dựng cơ bản dở dang            | 15           | 2            | 2             | 2             | Biên LN gộp                                | 8.3%         | 9.3%         | 9.4%         | 9.5%         |
| BĐS đầu tư                         | -            | -            | -             | -             | Biên EBITDA                                | 3.4%         | 3.3%         | 3.5%         | 3.6%         |
| Đầu tư vào công ty con             | -            | -            | -             | -             | Biên LN ròng                               | 1.9%         | 2.0%         | 2.1%         | 2.3%         |
| Đầu tư vào công ty LD, LK          | 19           | 12           | 12            | 12            | ROAE                                       | 14.2%        | 15.9%        | 16.2%        | 17.0%        |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác      | 492          | 200          | 287           | 445           | ROAA                                       | 5.1%         | 5.7%         | 6.0%         | 6.3%         |
| Tổng tài sản dài hạn               | 657          | 385          | 424           | 577           | ROIC                                       | 7.2%         | 8.1%         | 8.2%         | 9.0%         |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>7,459</b> | <b>8,157</b> | <b>10,186</b> | <b>11,730</b> | Vòng quay tài sản                          | 2.7          | 2.8          | 2.8          | 2.8          |
| Vay & nợ ngắn hạn                  | 2,321        | 2,487        | 2,847         | 3,316         | Cổ tức chi trả/LN ròng                     | 47.1%        | 18.8%        | 39.6%        | 31.5%        |
| Phải trả người bán                 | 1,530        | 2,303        | 2,732         | 3,192         | Tổng nợ vay/VCSH                           | 88.6%        | 82.6%        | 74.3%        | 76.9%        |
| Phải trả ngắn hạn khác             | 558          | 174          | 202           | 240           | Nợ vay ròng/VCSH                           | 33.4%        | 35.9%        | 24.4%        | 35.2%        |
| Tổng nợ ngắn hạn                   | 4,816        | 5,485        | 6,331         | 7,397         | Nợ vay ròng/Tổng tài sản                   | 11.8%        | 13.2%        | 9.2%         | 13.0%        |
| Vay & nợ dài hạn                   | 6            | -            | -             | -             | Khả năng thanh toán lãi vay                | 3.4          | 5.5          | 4.9          | 5.2          |
| Các khoản phải trả khác            | 11           | 3            | 3             | 3             | Số ngày phải thu                           | 38.4         | 39.2         | 39.2         | 39.1         |
| Tổng Nợ dài hạn                    | 16           | 3            | 3             | 3             | Số ngày nắm giữ hàng tồn kho               | 63.8         | 63.8         | 72.6         | 72.6         |
| <b>Tổng nợ</b>                     | <b>4,832</b> | <b>5,487</b> | <b>6,333</b>  | <b>7,400</b>  | Số ngày phải trả tiền bán                  | 32.4         | 42.0         | 43.0         | 42.3         |
| Vốn điều lệ                        |              |              |               |               | Khả năng thanh toán ngắn hạn               | 1.4          | 1.4          | 1.5          | 1.5          |
| Thặng dư vốn cổ phần               | 1,672        | 2,193        | 2,193         | 2,193         | Khả năng thanh toán nhanh                  | 0.8          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
| Cổ phiếu quỹ                       | 61           | 61           | 61            | 61            | Khả năng thanh toán tiền mặt               | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.2          |
| LN giữ lại                         | (6)          | (6)          | (6)           | (6)           | <b>Định giá</b>                            |              |              |              |              |
| Các quỹ thuộc VCSH                 | 867          | 725          | 1,558         | 2,026         | EPS                                        | 1,616        | 2,024        | 2,500        | 3,150        |
| Vốn chủ sở hữu                     | 0            | 0            | 7             | 18            | BVPS                                       | 11,977       | 13,733       | 17,566       | 19,746       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 2,594        | 2,974        | 3,814         | 4,292         | P/E                                        | 38.7         | 21.0         | 17.2         | 13.7         |
| Tổng vốn chủ sở hữu                | 32           | 38           | 38            | 38            | P/B                                        | 5.2          | 3.1          | 2.4          | 2.2          |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>             | <b>2,627</b> | <b>3,012</b> | <b>3,852</b>  | <b>4,330</b>  |                                            |              |              |              |              |



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

**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 -15% đến 15%

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

**KHẢ QUAN** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG LẬP** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**KÉM KHẢ QUAN** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hương

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly