

CÔNG TY CỔ PHẦN THẾ GIỚI SỐ (HSX: DGW)
Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 29/11/2023 (đồng/cp):	51.500	Khuyến nghị MUA
Giá mục tiêu (đồng/cp):	58.700	
Chênh lệch:	+14,0%	

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc phân tích đầu tư

TIÊU THỤ ICT DỰ KIẾN PHỤC HỒI TRONG 2024, ĐỘNG LỰC DÀI HẠN ĐẾN TỪ MẢNG NGOÀI ICT

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DGW – CTCP Thế Giới Số bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của DGW là **58.700 đồng/cp**, cao hơn 14,0% so với mức giá đóng cửa ngày 29/11/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DGW dựa trên các luận điểm sau.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

➤ **Triển vọng năm 2024 khả quan hơn nhờ nhu cầu máy tính xách tay & máy tính bảng và điện thoại di động phục hồi**

Doanh thu của DGW năm 2023 ước đạt 19.182 tỷ đồng (-13,0% YoY) do sự sụt giảm doanh thu MTXT và MTB (-12,5% YoY) và doanh thu ĐTĐĐ (-24,5% YoY), do lạm phát tăng cao khiến nhu cầu chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu suy giảm và các công ty tài chính tiêu dùng thắt chặt chính sách cho vay tiêu dùng cá nhân. Tuy nhiên, doanh thu năm 2024 của DGW dự kiến phục hồi +16,0% YoY lên mức 22.253 tỷ đồng, nhờ nhu cầu tiêu thụ chung phục hồi. Đối với MTXT & MTB, doanh thu năm 2024 dự báo đạt 7.071 tỷ đồng (+15,0% YoY) nhờ nền kinh tế chung phục hồi và nhu cầu thay thế MTXT bùng nổ. Đối với ĐTĐĐ, doanh thu năm 2024 dự kiến đạt 9.414 tỷ đồng (+15,9% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ chung được phục hồi và triển vọng tiêu thụ điện thoại thông minh giá rẻ khả quan nhờ việc tắt sóng 2G trong năm 2024 ([Chi tiết](#)).

➤ **Thiết bị công nghiệp là động lực tăng trưởng chính trong mảng thiết bị văn phòng**

Doanh thu thiết bị công nghiệp được hợp nhất vào kết quả kinh doanh của DGW trong năm 2023 khi DGW nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Achison lên 60% vào cuối T12/2022. Chúng tôi cho rằng thiết bị công nghiệp sẽ là phân khúc có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhất trong mảng thiết bị văn phòng. Cụ thể, doanh thu thiết bị công nghiệp ước tính sẽ đạt 550 tỷ đồng trong năm 2023, và sẽ tăng trưởng với CAGR = +22,0/năm trong giai đoạn 2023-2028F, nhờ xu hướng Việt Nam trở thành công xưởng của thế giới và M&A các doanh nghiệp trong ngành ([Chi tiết](#)).

➤ **Thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng có triển vọng khả quan**

Doanh thu thiết bị gia dụng năm 2023 dự kiến đạt 706 tỷ đồng (+27,0% YoY), và sẽ tăng trưởng với mức CAGR = +19,5%/năm giai đoạn 2023-2028F nhờ ti vi Xiaomi kỳ vọng gia tăng thị phần và liên tục mở rộng danh mục sản phẩm mới, với tủ lạnh và máy điều hòa Xiaomi trong năm 2024. Tương tự, doanh thu hàng tiêu dùng năm 2023 dự kiến đạt 688 tỷ đồng (+73,3% YoY), chủ yếu đến từ

Biến động giá DGW và VNIndex

Thông tin giao dịch 29/11/2023

Giá hiện tại (đồng/cp)	51.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	61.569
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	28.227
Số lượng CP niêm yết (cp)	163.229.943
Số lượng CP lưu hành (cp)	167.072.974
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.451.671
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.604,3
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2.517
P/E trailing 12 tháng (lần)	20,5x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Thế Giới Số
Địa chỉ	Số 195 – 197 đường Nguyễn Thái Bình, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, thành phố Hồ Chí Minh.
Doanh thu chính	Phân phối máy tính xách tay và máy tính bảng, điện thoại di động, thiết bị văn phòng.
Lợi thế cạnh tranh	Dịch vụ phát triển thị trường (MES)
Rủi ro chính	Rủi ro tỷ giá, rủi ro mất động quyền phân phối

việc bổ sung thêm nhãn hàng bia ABInBev. Giai đoạn 2023-2028F, doanh thu hàng tiêu dùng sẽ tăng trưởng với CAGR =+20,3%/năm, nhờ triển vọng tích cực từ mảng đồ uống khi DGW mở rộng thêm danh mục sản phẩm bia để thâm nhập sâu hơn vào kênh phân phối và ngành bia được dự báo có tăng trưởng tương cao ([Chi tiết](#)).

➤ **Cơ cấu tài chính lành mạnh, khả năng thanh toán vẫn ở mức an toàn**

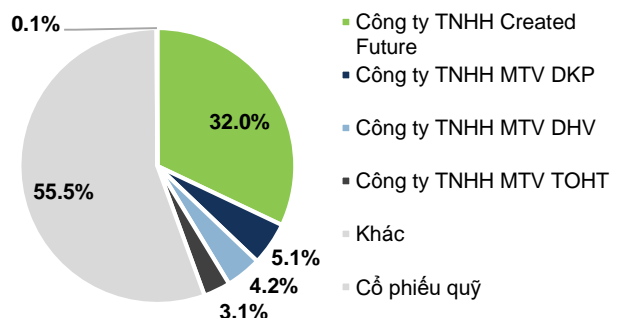
DGW có cơ cấu đòn bẩy lành mạnh nhất trong các DN bán lẻ/bán buôn ICT khi DGW luôn duy trì tỷ trọng nợ vay/TTS ở mức thấp nhất ngành trong giai đoạn 2016-2022, trung bình chỉ ở mức 28,1%. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm ICT suy yếu và cạnh tranh về giá giữa các nhà bán lẻ, khả năng chi trả lãi vay của DGW vẫn được đảm bảo trong 9T2023 với mức ~3,3 lần, an toàn hơn nhiều so với mức ~1,1 lần của PSD, và mức dưới 1 lần của MWG và FPT Shop ([Chi tiết](#)).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
1997	Thành lập Công ty TNHH Hoàng Phương vốn điều lệ ban đầu 25 nghìn USD, chủ yếu phân phối sản phẩm linh kiện điện tử
2001	Nhà phân phối chính thức và cung cấp dịch vụ phát triển thị trường (MES) cho máy tính của Acer
2003	Chuyển đổi thành CTCP Thế Giới Số, với vốn điều lệ 2 tỷ đồng.
2013	Mở rộng hoạt động kinh doanh vào mảng phân phối sản phẩm di động, phân phối chính thức cho Nokia, Alcatel và Lenovo.
2015	Chính thức niêm yết trên sàn HOSE - mã cổ phiếu DGW, với vốn điều lệ 235,8 tỷ đồng.
2017	Phân phối sản phẩm đầu tiên trong ngành hàng Thực phẩm Bảo vệ sức khỏe và thực hiện M&A Công ty TNHH CL trong ngành hàng FMCG.
2020	Phân phối chính thức cho Apple và Huawei, khai trương Mistore và Trung tâm bảo hành Xiaomi tại Việt Nam.
2021	Phân phối các sản phẩm điện gia dụng cho Whirlpool.
2022	Gia tăng tỷ lệ sở hữu từ 49% lên 60% đối với CTCP Achison - tư vấn và phân phối giải pháp an toàn lao động và công nghiệp.

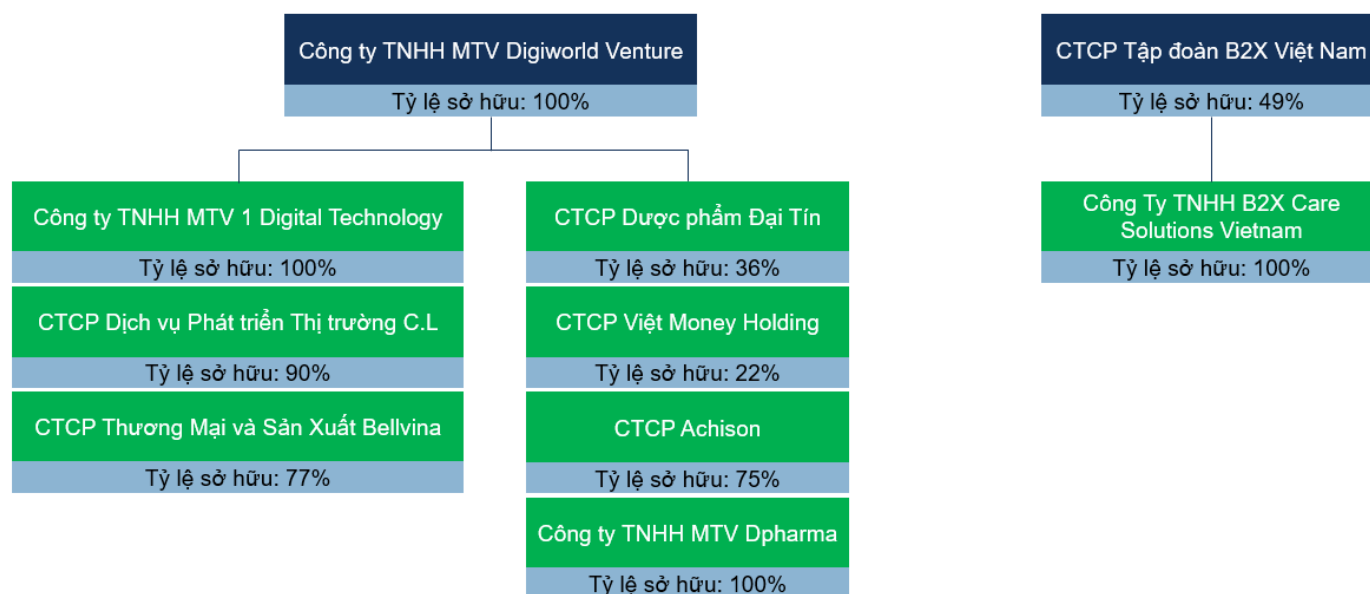
2. Cơ cấu cổ đông



Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Trong cơ cấu cổ đông của DGW, ông Đoàn Hồng Việt (chủ tịch HĐQT của DGW) đại diện 32% tỷ lệ sở hữu thông qua Công ty TNHH Created Future – ông Việt làm chủ tịch HĐQT. Xếp theo sau là nhóm Công ty TNHH DKP, Công ty TNHH DHV và Công ty TNHH TOHT cũng thuộc sở hữu của ban HĐQT, lần lượt của bà Đặng Kiên Phương (TV HĐQT kiêm TGĐ), ông Đoàn Hồng Việt và bà Tô Hồng Trang (TV HĐQT kiêm phó TGĐ). Nhóm này chiếm tổng cộng 13% tỷ lệ sở hữu.

3. Cơ cấu doanh nghiệp



DGW hiện sở hữu trực tiếp 100% công ty TNHH MTV Digiworld Venture (công ty con) và 49% CTCP Tập đoàn B2X Việt Nam (công ty liên kết). Mỗi công ty này sẽ có trách nhiệm quản lý các công ty thành viên, liên doanh liên kết với các hoạt động chính được tóm tắt ở bảng sau:

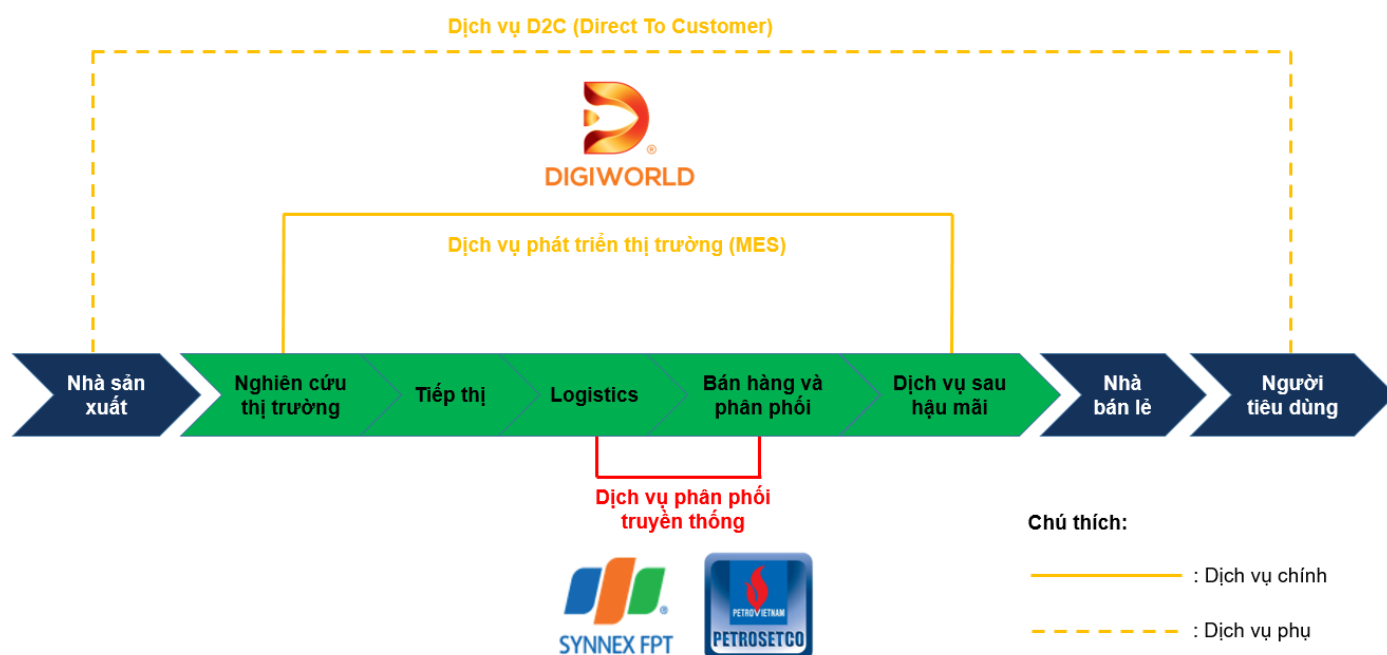
Công ty con, công ty liên doanh, liên kết	VĐL (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động kinh doanh chính
Công ty TNHH MTV Digiworld Venture	505	100%	Quản lý các công ty thành viên, công ty liên doanh, liên kết
Công ty TNHH MTV 1 Digital Technology	30	100%	Phân phối sản phẩm công nghệ phần mềm, máy vi tính và linh kiện điện tử
CTCP Dịch vụ Phát triển Thị trường C.L	24	90%	Phân phối hàng tiêu dùng nhanh
CTCP Thương mại và Sản xuất Bellvina	10	77%	Hỗ trợ dịch vụ xuất nhập khẩu
CTCP Dược phẩm Đại Tín	24	36%	Phân phối dược phẩm và thiết bị y tế
Công ty TNHH MTV DPharma	24	100%	Phân phối MES dược phẩm và thiết bị y tế
CTCP Việt Money Holding	33	22%	Cung cấp tín dụng và bán buôn thiết bị công nghệ
CTCP Achison	60	75%	Cung cấp và phân phối sản phẩm bảo hộ lao động và thiết bị công nghiệp
CTCP Tập đoàn B2X Việt Nam	10	49%	Quản lý các công ty thành viên, công ty liên doanh, liên kết
Công ty TNHH B2X Care Solutions Việt Nam	0,01	100%	Cung cấp dịch vụ hậu mãi cho nhãn hàng công nghệ thông tin và viễn thông (ICT)

Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị và tổng quan hoạt động kinh doanh

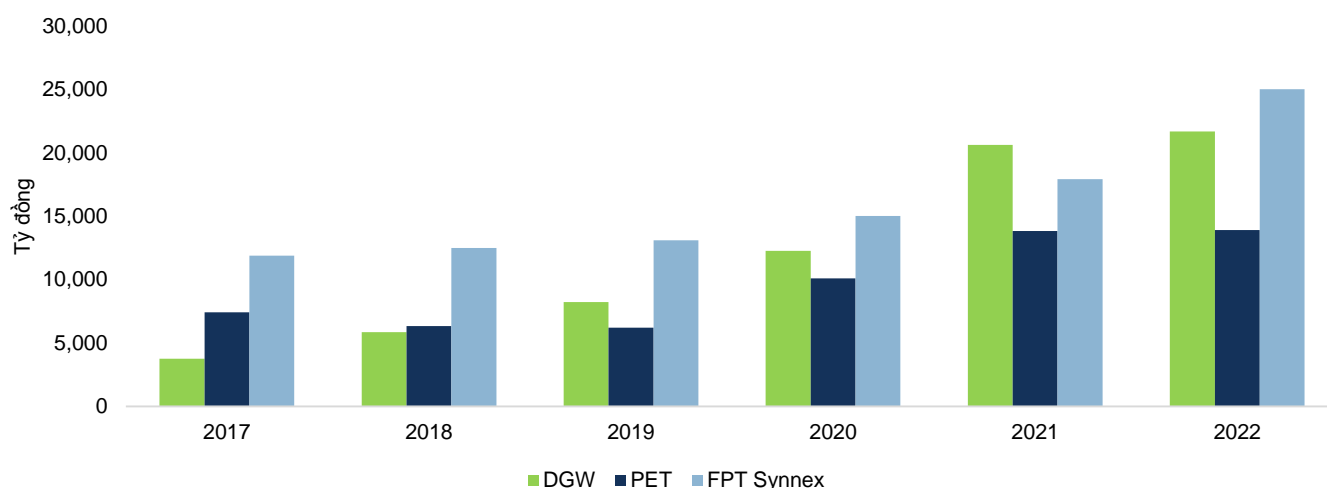
1.1. Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của DGW



Nguồn: DGW, FPT tổng hợp

1.2. DGW là nhà phân phối ICT lớn thứ hai theo doanh thu tại Việt Nam

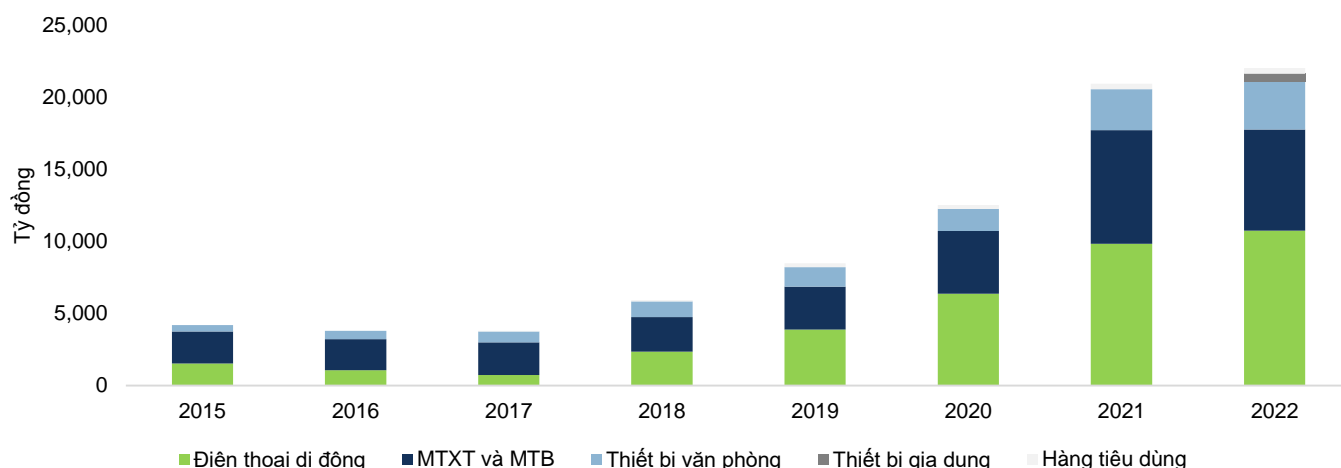
Doanh thu sản phẩm ICT của các doanh nghiệp bán buôn (2017-2022)



Nguồn: DGW, PET, FPT tổng hợp và ước tính

Tại Việt Nam, thị trường thiết bị ICT¹ được thống lĩnh bởi 4 nhà phân phối chính là DGW, PET, FPT Synnex và Viettel Distribution. Trong đó, DGW có quy mô doanh thu mảng ICT đứng thứ hai, chỉ xếp sau FPT Synnex, với mạng lưới kênh phân phối rộng lớn, bao gồm (1) hơn 6.000 POS (điểm bán hàng) ở kênh truyền thống, so với ~3.000 POS của PET và 8.000 POS của FPT Synnex và (2) các sàn thương mại điện tử như Lazada, Tiki, Shopee, v.v. ở kênh trực tuyến.

¹ Thiết bị ICT bao gồm ĐTDĐ và MTXT và MTB, thiết bị văn phòng

Cơ cấu doanh thu của DGW (2015-2022)


Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Đối với DGW, ngành hàng ICT là ngành hàng cốt lõi của DGW, chiếm hơn 95% doanh thu trong giai đoạn 2015-2022, còn lại mảng thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng. Trong ngành hàng ICT, DGW chiếm thị phần tương đối cao, với 18% thị phần ĐTDD, 40% thị phần MTXT, 12% thị phần MTB và 11% thị phần thiết bị văn phòng.

1.3. Dịch vụ phát triển thị trường (MES) là lợi thế cạnh tranh cốt lõi của DGW

Trong các nhà phân phối ICT ở Việt Nam, DGW là doanh nghiệp duy nhất cung cấp dịch vụ MES (phát triển thị trường) bao gồm 5 khâu: nghiên cứu thị trường, tiếp thị, logistics (nhập khẩu, kho bãi, hậu cần), bán hàng và phân phối, và dịch vụ hậu mãi. Trong khi đó, các nhà phân phối khác (FPT Synnex, PET, Viettel Distribution) chỉ đóng vai trò phân phối truyền thống, bao gồm 2 khâu chính là logistics và bán hàng và phân phối. Chúng tôi nhận thấy các nhà phân phối truyền thống khác không triển khai toàn bộ dịch vụ MES chủ yếu do (1) doanh thu từ dịch vụ MES ngoài phân phối truyền thống (3 khâu còn lại bao gồm nghiên cứu thị trường, tiếp thị, dịch vụ hậu mãi) không quá đáng kể ([Xem thêm Phụ lục 1: Tỷ trọng doanh thu cung cấp dịch vụ của DGW](#)) và (2) các công việc phân tích, nghiên cứu thị trường và tiếp thị tốn nhiều công sức khi mỗi ngành nghề lại có đặc thù khác nhau. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng dịch vụ MES vẫn mang lại lợi thế cạnh tranh cho DGW so với các nhà phân phối khác nhờ việc cung cấp 1 giải pháp toàn diện hơn cho các nhà sản xuất khi muốn tham gia vào thị trường Việt Nam. Điều này giúp mở ra cơ hội cho DGW tiếp cận được nhiều nhãn hàng hơn, đặc biệt đối với các hãng chỉ tập trung vào sản xuất mà không chú tâm trong việc xây dựng thương hiệu. Hiện DGW đang triển khai dịch vụ MES cho khoảng 40% nhãn hàng hiện hữu mà DGW đang phân phối.

Mặc dù dịch vụ MES của DGW đã chứng minh được sự hiệu quả trong ngành hàng ICT với sự thành công của Xiaomi, dịch vụ MES trong mảng hàng tiêu dùng vẫn chưa đạt được kết quả như mong đợi do sự khác biệt trong khâu tiếp thị giữa 2 ngành hàng này. Đối với ngành hàng tiêu dùng, dịch vụ MES buộc DGW phải thâm nhập sâu hơn tới các điểm bán và cần nhiều sự tương tác hơn, ví dụ như giới thiệu và phát sản phẩm miễn phí tại các điểm bán, trong khi đó đối ngành hàng ICT thì chỉ cần tặng các sản phẩm đi kèm như bình giữ nhiệt, chuột hay bàn phím. Trong mảng hàng tiêu dùng, chúng tôi nhận định rằng lợi thế cạnh tranh của DGW so với các công ty phân phối nội địa dựa trên (1) tiềm lực tài chính tốt và quản trị công ty minh bạch và (2) năng lực quản lý tồn kho và kênh phân phối cho các hãng tốt hơn nhờ đã áp dụng hệ thống ERP² và DMS³ từ 2010. Trong khi đó, lợi thế cạnh tranh của DGW so với các công ty phân phối nước ngoài lớn ở Việt Nam như DKSH và Zuellig Pharma nhờ (1) việc am hiểu hành vi người tiêu dùng hơn để đưa ra giải pháp gia nhập thị trường phù hợp và (2) tập trung vào các hãng có quy mô nhỏ - các công ty phân phối nước ngoài thường bỏ qua.

² ERP (Enterprise Resource Planning): phần mềm tổng thể trong quản trị doanh nghiệp, giúp quản lý và kết nối các phòng ban (gồm nhiều phân hệ như kế toán, bán hàng, sản xuất, kinh doanh, nhân sự), chi nhánh và tổng công ty.

³ DMS (Distribution Management System): phần mềm chuyên biệt dành cho các doanh nghiệp ngành sản xuất & phân phối, giúp quản lý toàn bộ diễn biến của hoạt động phân phối hàng hóa ra thị trường như hoạt động của đội ngũ nhân viên bán hàng, kiểm soát tồn kho ngoài thị trường, độ phủ, công nợ...

1.4. Dịch vụ D2C hoàn thiện hơn chuỗi giá trị của doanh nghiệp

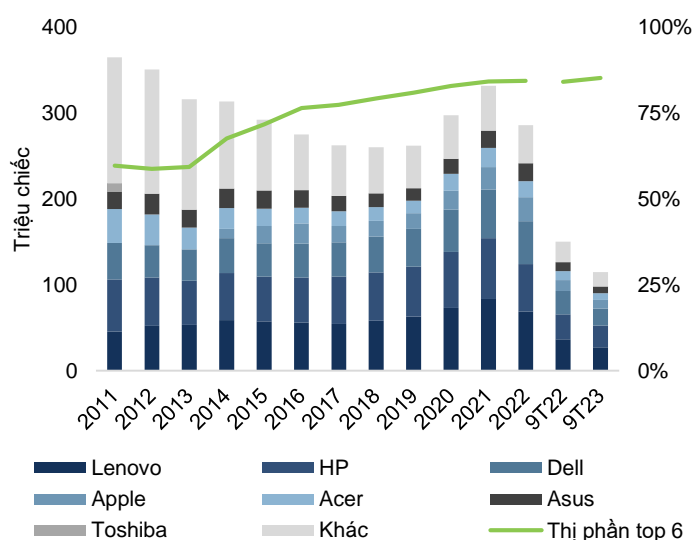
Ngoài dịch vụ MES, DGW còn cung cấp dịch vụ D2C (Direct to Consumer) - phân phối sản phẩm trực tiếp đến khách hàng mà không thông qua kênh phân phối – bằng việc mở các cửa hàng Brand-shop (cửa hàng thương hiệu) ở (1) kênh trực tuyến trên các sàn thương mại điện tử như cửa hàng Xiaomi Official Store trên Tiki, Lazada, Shopee và (2) kênh ngoại tuyến thông qua việc mở các cửa hàng chính hãng Mi Store. Các cửa hàng này chủ yếu đóng vai trò xây dựng hình ảnh hưởng thương hiệu thông qua việc cung cấp trải nghiệm toàn bộ sản phẩm và dịch vụ của riêng các nhãn hàng, bao gồm cả các sản phẩm ngách và dịch vụ chăm sóc khách hàng đặc biệt mà các nhà bán lẻ không phân phối hay cung cấp. Các cửa hàng này không đóng vai trò là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với các nhà bán lẻ vì các sản phẩm tại đây hầu hết sẽ được bán với giá niêm yết (không chiết khấu), cao hơn tương đối nhiều so với giá bán của các đại lý bán lẻ. Do vậy, các cửa hàng này chỉ đóng góp khoảng 7% doanh thu cho DGW. Bên cạnh đó, các cửa hàng này cũng đóng góp lợi nhuận không đáng kể cho DGW bởi chi phí vận hành các cửa hàng này tương đối cao, mặc dù các hãng sản xuất cũng hỗ trợ một phần chi phí như quảng cáo, thuê mặt bằng/niêm yết trên sàn TMĐT, lương nhân viên, v.v. DGW đang vận hành độc quyền các cửa hàng của Xiaomi và Huawei ở kênh trực tuyến và ngoại tuyến, và vận hành 1 số cửa hàng của Samsung (Galaxy House) tại Việt Nam.

2. Các mảng hoạt động kinh doanh chính

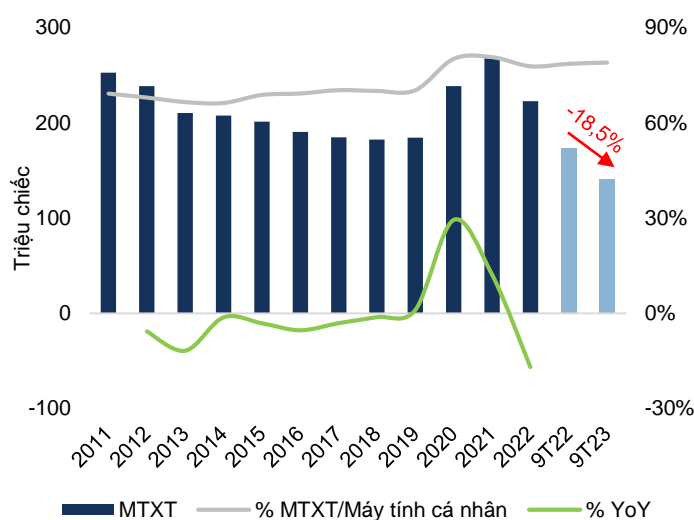
2.1. Mảng MTXT & MTB – Hưởng lợi từ xu hướng cao cấp hóa

2.1.1. Thế giới – Thị trường đã bão hòa, xu hướng hợp nhất thị phần đang diễn ra mạnh mẽ

Cơ cấu tiêu thụ máy tính cá nhân* theo hãng sản xuất (2010-2023)



Sản lượng tiêu thụ MTXT trên thế giới (2011-2023)

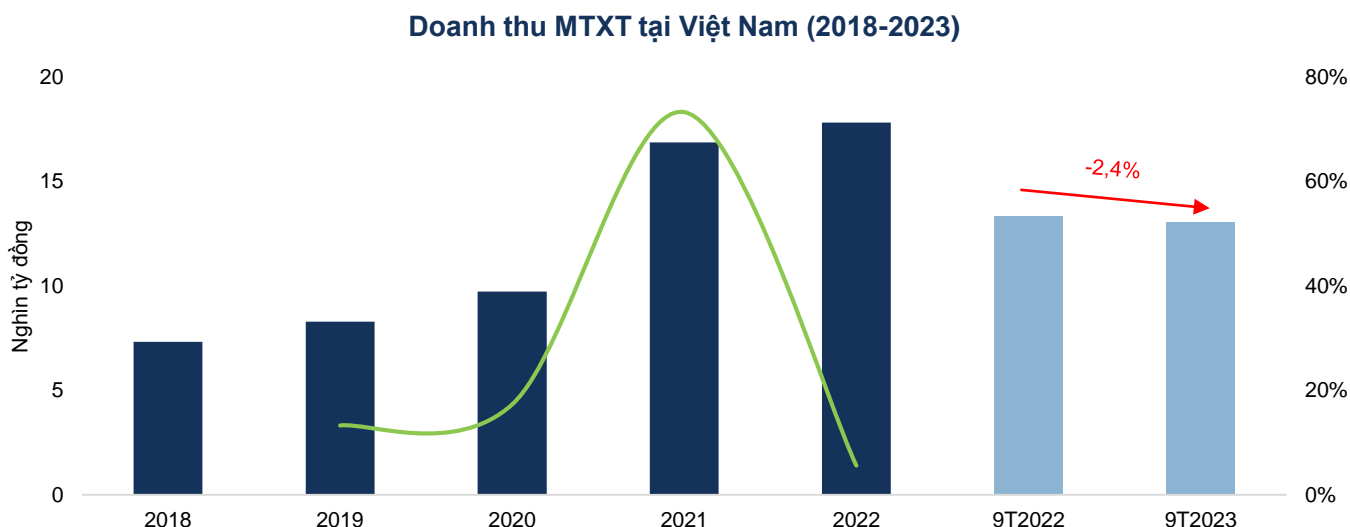


* Máy tính cá nhân bao gồm máy tính để bàn (MTĐB) và máy tính xách tay (MTXT), không gồm máy tính bảng (MTB)
 Nguồn: Gartner, Canalys, FPTS tổng hợp

Thị trường tiêu thụ MTXT toàn cầu nhìn chung đã bước vào giai đoạn bão hòa, với sản lượng tiêu thụ tăng trưởng CAGR = -3,9%/năm trong giai đoạn 2011-2019 do nhu cầu nâng cấp thiết bị giảm dần bởi chu kỳ thay thế kéo dài hơn khi MTXT ngày càng dễ dàng đáp ứng cho nhu cầu công việc và học tập. Mặc dù thị trường đã bão hòa, sản lượng tiêu thụ MTXT lại có sự tăng trưởng đột biến trong dịch Covid-19 (giai đoạn 2020-2022) nhờ nhu cầu học tập và làm việc từ xa bùng nổ thúc đẩy sự chuyển dịch từ MTĐB sang MTXT và nhu cầu mua mới MTXT, bởi sự linh hoạt và dễ dàng làm việc ở mọi nơi của MTXT. Điều này giúp tỷ lệ tiêu thụ MTXT trong tổng tiêu thụ máy tính cá nhân nhảy vọt từ mức 70% trước năm 2020 lên mức 80% sau năm 2020. Mặc dù vậy, tiêu thụ MTXT trong 9T2023 đã suy giảm mạnh -18,5% YoY do (1) nhu cầu đột biến từ dịch Covid-19 qua đi và (2) ảnh hưởng của suy thoái kinh tế trên toàn cầu khiến người dân thắt chặt chi tiêu, đặc biệt là các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như MTXT. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy xu hướng hợp nhất thị phần diễn ra mạnh mẽ và xuyên suốt trong giai đoạn 2010-9T2023, với tỷ trọng tiêu thụ của top 6 nhà sản xuất máy tính cá nhân gia tăng từ mức 60% trong 2011 lên ~85% trong 9T2023.

2.1.2. Việt Nam – Thị trường đang ở giai đoạn trưởng thành, động lực tăng trưởng chính đến từ xu hướng cao cấp hóa

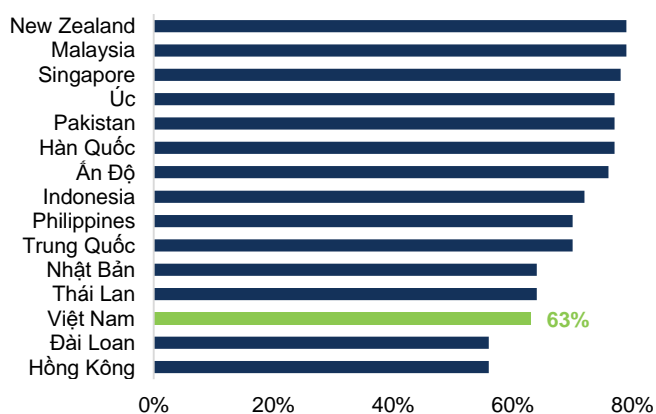
► Thị trường MTXT đang ở giai đoạn trưởng thành, chậm pha hơn so với thế giới



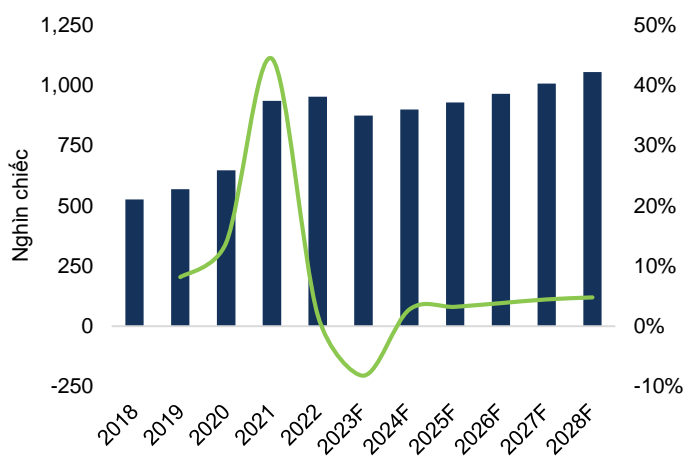
Nguồn: GfK, FPTS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng thị trường MTXT tại Việt Nam đang ở giai đoạn trưởng thành (chậm pha hơn so với thế giới) nhờ tỷ lệ thâm nhập MTXT của Việt Nam còn thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực. Doanh thu thị trường MTXT tại Việt Nam tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = 24,9%/năm trong giai đoạn 2018-2022 nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng đột biến trong dịch Covid-19 (giai đoạn 2020-2022) tương tự theo xu hướng của thế giới và (2) xu hướng cao cấp hóa diễn ra mạnh mẽ.

Tỷ lệ sở hữu MTXT của 1 số quốc gia trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương (2022)

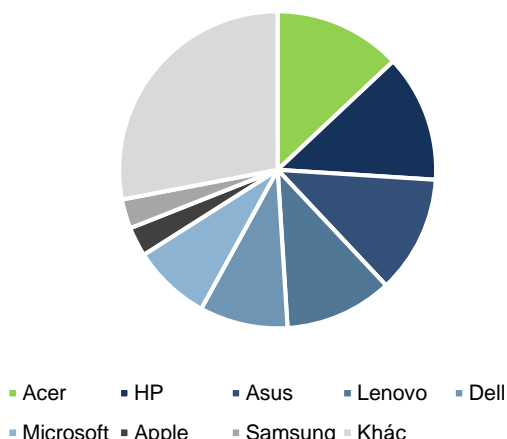
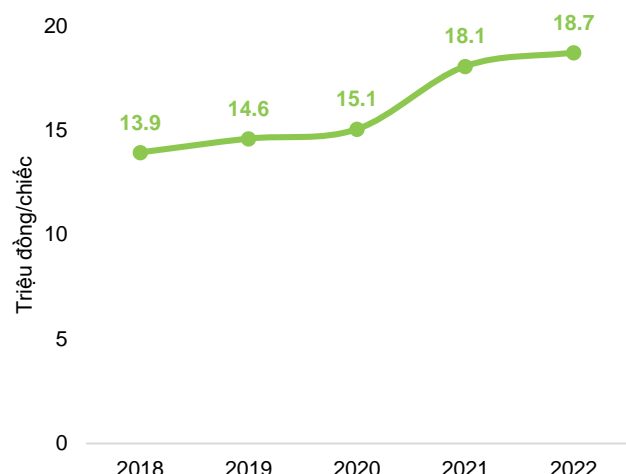


Sản lượng tiêu thụ MTXT tại Việt Nam (2018-2028F)



Nguồn: Statista, GfK, Euromonitor, FPTS tổng hợp

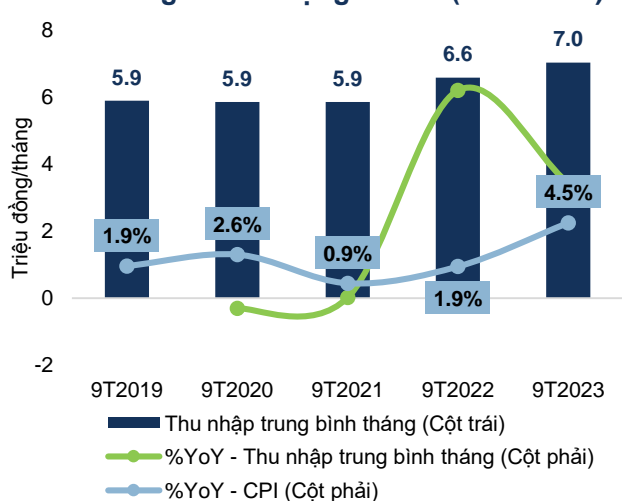
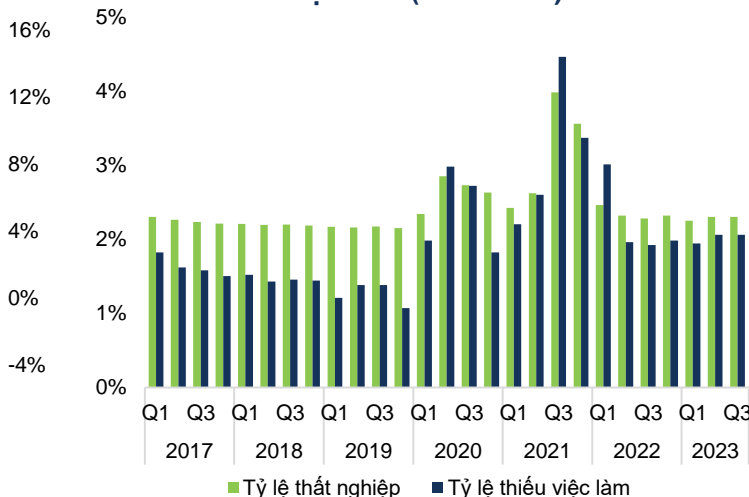
Chúng tôi cho rằng xu hướng cao cấp hóa và hợp nhất thị trường diễn ra xuyên suốt trong thị trường MTXT, thể hiện ở việc giá bán tăng với CAGR = 8,8%/năm giai đoạn 2018-2022, nhờ người tiêu dùng ngày càng ưu tiên mua những sản phẩm từ các hãng nổi tiếng với chất lượng tốt hơn, đi kèm với giá bán cao hơn. Tại Việt Nam, thị trường MTXT có đặc thù là các nhà phân phối sẽ độc quyền theo từng phân khúc sản phẩm của các thương hiệu lớn (Asus, Acer, Dell, HP), do đó sẽ không có nhà phân phối độc quyền cho toàn bộ thương hiệu. Xét về thị phần các hãng, hiện sản phẩm MTXT của Apple tại Việt Nam vẫn chiếm thị phần nhỏ (trái ngược so với thế giới) do Macbook có (1) giá bán cao hơn đáng kể so với mặt bằng chung của MTXT và (2) tiện ích (Microsoft Office) bị hạn chế, chỉ phục vụ nhu cầu khách như thiết kế đồ họa.

Thị phần máy tính xách tay của các hãng tại Việt Nam (2022)

Giá bán trung bình MTXT tại Việt Nam (2018-2022)


Nguồn: Statista, GfK, FPTS tổng hợp

▶ Thị trường MTXT sụt giảm trong 9T2023 do lạm phát gia tăng và tín dụng tiêu dùng thắt chặt (Quay lại)

Doanh thu thị trường MTXT trong 9T2023 sụt giảm -2,4% YoY do (1) lạm phát tăng cao khiến người tiêu dùng cá nhân và tổ chức cắt giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu và (2) các công ty tài chính tiêu dùng thắt chặt chính sách cho vay tiêu dùng. Chúng tôi cho rằng sức mua các sản phẩm không thiết yếu suy giảm mạnh bởi (1) tình hình lạm phát tăng cao trong 9T2023 (CPI 9T2023 tăng 4,49% YoY) và (2) tỷ lệ thất nghiệp và thiếu việc làm đã tăng trở lại kể từ Q1/2023, bất chấp tăng trưởng thu nhập trung bình của người lao động vẫn tăng cao hơn so với mức tăng của CPI. Theo [“Khảo sát về thói quen người tiêu dùng trong T04/2023 của PwC”](#), 62% người dân dự kiến sẽ cắt giảm/dừng hoàn toàn chi tiêu không thiết yếu, trong đó 38% người tiêu dùng dự kiến sẽ cắt giảm chi tiêu ít hơn cho thiết bị điện tử trong vòng 6 tháng tới. Tương tự, chỉ số niềm tin người tiêu dùng cũng giảm dần kể từ T06/2022 theo [“Báo cáo khảo sát niềm tin người tiêu dùng trong T06/2023 của Infocus Mekong Research”](#) do những quan ngại về lạm phát và suy thoái kinh tế gia tăng. Theo khảo sát, thiết bị điện tử cá nhân và thiết bị gia dụng là 2 mặt hàng có nhu cầu tiêu thụ giảm mạnh nhất trong 6T2023, lần lượt ở mức -17% YoY và -18% YoY.

Tăng trưởng thu nhập trung bình tháng của người lao động và CPI (2020-2023)

Tỷ lệ thất nghiệp và thiếu việc làm tại Việt Nam (2017-2023)


Nguồn: Tổng cục Thống kê, FPTS tổng hợp

Đối với việc cho vay tiêu dùng, các công ty tài chính tiêu dùng đã khắt khe hơn trong việc cấp tín dụng để chi trả cho các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu trong 9T2023 do (1) 30-40% doanh thu bán lẻ các sản phẩm ICT đến từ việc cho vay tiêu dùng bởi các sản phẩm này thường có giá trị cao, và (2) tỷ lệ nợ xấu của các công ty này gia tăng nhanh chóng trong bối cảnh nền kinh tế đang suy yếu. Theo đó, tỷ lệ nợ xấu của FE Credit (chiếm ~50% thị

phần cho vay tiêu dùng) ngày càng gia tăng kể từ khi dịch Covid-19 bùng phát, và đang ở mức cao (trên 20%) trong 9T2023 ([Xem thêm Phụ lục 2: Tỷ lệ nợ xấu của FE Credit giai đoạn 2020-2023](#)).

► **Nhu cầu MTXT dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2024, xu hướng cao cấp hóa là triển vọng trong dài hạn**

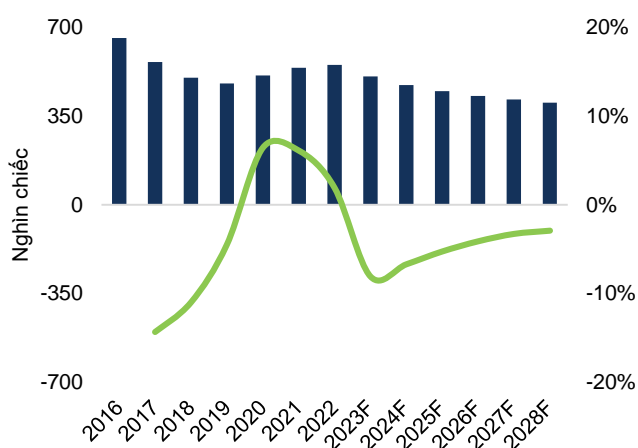
Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng doanh thu MTXT năm 2024 dự kiến phục hồi +14,0% YoY, chủ yếu từ nhu cầu cải thiện hơn khi (1) nền kinh tế phục hồi trong năm 2024 thúc đẩy chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu và (2) nhu cầu thay thế quay trở lại khi nhu cầu MTXT đã bùng nổ vào cuối năm 2021 bởi nhu cầu học tập và làm việc từ xa và chu kỳ thay thế MTXT thường là 3 năm.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng doanh thu thị trường MTXT sẽ tăng trưởng với CAGR = +9,0%/năm trong giai đoạn 2024-2028F, chủ yếu đến từ giá bán bởi (1) xu hướng cao cấp hóa ở phân khúc cá nhân và (2) nhu cầu nâng cấp thiết bị gia tăng bởi chiến dịch chuyển đổi số ở phân khúc tổ chức (doanh nghiệp, chính phủ, tổ chức giáo dục). Trong đó, xu hướng cao cấp hóa sẽ tập trung vào 2 dòng máy tính xách tay chính (1) MTXT có thiết kế bắt mắt, nhỏ gọn (mỏng và nhẹ), dung lượng pin lớn để học tập và làm việc văn phòng và (2) MTXT gaming có tốc độ xử lý thông tin và đồ họa cao. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ MTXT được Euromonitor dự báo sẽ tăng trưởng ở mức thấp với CAGR = +4,1%/năm trong giai đoạn 2024-2028F, nhờ thị trường MTXT vẫn đang ở giai đoạn trưởng thành.

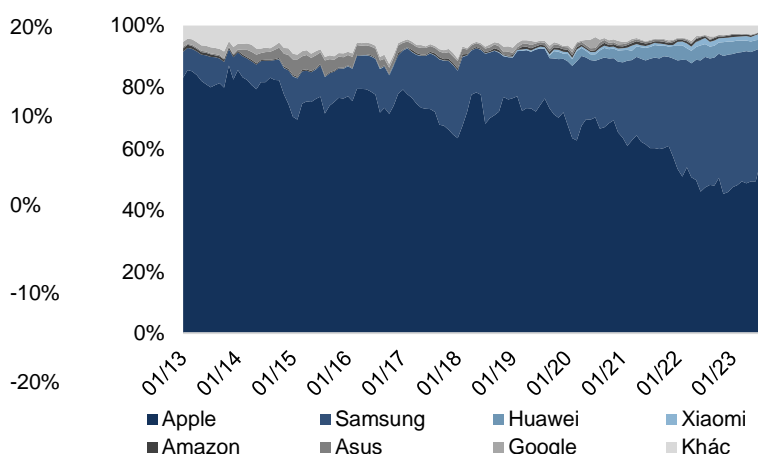
► **Triển vọng thị trường MTB kém quả quan do nhu cầu tiêu thụ ngày càng suy giảm**

Chúng tôi cho rằng quy mô thị trường MTB tại Việt Nam chỉ xấp xỉ bằng 1/10 quy mô thị trường MTXT, ước tính đạt ~1.800 tỷ đồng trong năm 2022. Nhìn chung, sản lượng tiêu thụ MTB không tăng trưởng (CAGR = -2,9%/năm) trong giai đoạn 2016-2022, mặc dù đã có sự khởi sắc trong giai đoạn Covid-19 nhờ nhu cầu học tập và làm việc từ xa gia tăng. Nguyên nhân chính dẫn đến nhu cầu sử dụng MTB giảm dần là do (1) sự thay thế của điện thoại thông minh với tính năng tương tự và màn hình ngày càng lớn và (2) chu kỳ thay thế dài hơn (thường kéo dài 5-6 năm) so với điện thoại thông minh hay MTXT, bởi (i) thời gian sử dụng ít hơn khi hầu hết chỉ phục vụ nhu cầu giải trí thuần túy và (ii) ít bị chai pin hơn khi thường được trang bị lượng pin dồi dào. Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn trong tương lai, với sản lượng tiêu thụ MTB được Euromonitor dự báo sẽ suy giảm với mức CAGR = -5,1%/năm trong giai đoạn 2023-2028F.

Sản lượng tiêu thụ MTB tại Việt Nam (2016-2028F)



Thị phần MTB theo hãng của Việt Nam (2013-2023)



Nguồn: Fitch Solutions, Statcounter, Euromonitor, FPTs tổng hợp

2.1.3. DGW - Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ liên tục bổ sung nhãn hàng mới, triển vọng tích cực nhờ xu hướng cao cấp hóa

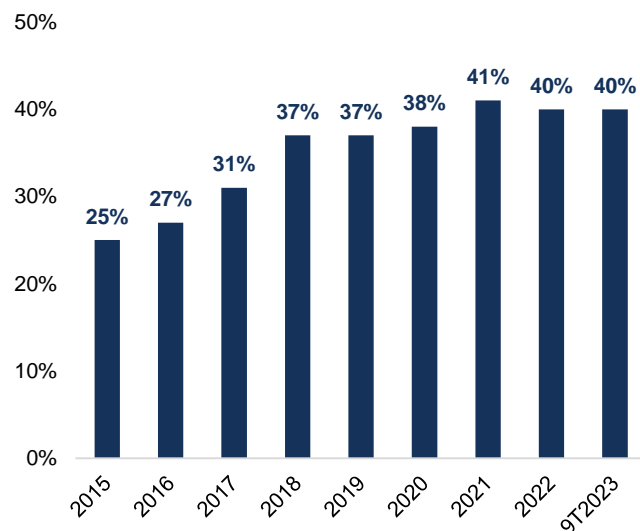
Doanh thu của DGW tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = +17,8%/năm trong giai đoạn 2015-2022 nhờ (1) liên tục bổ sung thêm các nhãn hàng và phân khúc MTXT mới đáp ứng được thị hiếu của thị trường và (2) MTXT chiếm 97% doanh thu MTXT và MTB của DGW. Do đó, thị phần MTXT của DGW đã tăng mạnh từ 25% năm 2015 lên 40% trong 9T2023 – top 1 về thị phần tại Việt Nam. Trong cơ cấu doanh thu MTXT, 40% doanh thu sẽ đến từ việc phân phối vào các chuỗi bán lẻ viễn thông (Thế Giới Di Động, FPT Shop, Viettel Store) để phục vụ nhu cầu học tập và làm việc của cá nhân. Trong khi đó, 60% doanh thu còn lại sẽ đến từ việc phân phối qua (1) các chuỗi điện

máy (Nguyễn Kim, Điện máy Chợ Lớn, Điện Máy Xanh), đơn vị tích hợp hệ thống (Lạc Việt, CMC), các nhà bán lẻ giá trị gia tăng (ADG, Infotech) để phục vụ nhu cầu mua sắm thiết bị văn phòng của tổ chức và (2) các cửa hàng máy tính chuyên dụng (Phong Vũ, Ben Computer) để phục vụ nhu cầu ngách (giải trí game và thiết kế đồ họa) của cá nhân.

Doanh thu MTXT và MTB của DGW (2015-2023)



Thị phần về số lượng MTXT tại Việt Nam (2015-2023)



Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Đối với MTB, DGW hiện chiếm ~12% thị phần tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng triển vọng mảng MTB của DGW sẽ kém khả quan trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ MTB ngày càng suy giảm. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá mức độ ảnh hưởng của MTB lên kết quả kinh doanh của DGW là không đáng kể do doanh thu MTB hiện chỉ chiếm ~3% trong cơ cấu doanh thu MTXT và MTB.

Trong 9T2023, doanh thu MTXT và MTB giảm mạnh -28,0% YoY, do (1) cá nhân và doanh nghiệp cắt giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu và (2) các công ty tài chính tiêu dùng thắt chặt chính sách cho vay tiêu dùng cá nhân. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá triển vọng năm 2024 sẽ khả quan hơn nhờ (1) nền kinh tế chung phục hồi thúc đẩy nhu cầu mua sắm của cá nhân và tổ chức và (2) nhu cầu mua MTXT bùng nổ gần nhất rơi vào Q4/2021 và chu kỳ thay thế MTXT thường là 3 năm. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu MTXT và MTB năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 6.149 tỷ đồng (-12,5% YoY) và 7.071 tỷ đồng (+15,0% YoY).

Trong giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng MTXT và MTB của DGW sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +9,5%/năm, cao hơn so với tăng trưởng chung của mảng MTXT (CAGR = 9%/năm) nhờ DGW có lợi thế hơn so với các nhà phân phối khác ở xu hướng cao cấp hóa. Chúng tôi cho rằng DGW sẽ có nhiều khả năng hơn để giành được quyền phân phối các dòng sản phẩm cao cấp từ các hãng nhờ (1) vị thế đứng đầu và có nhiều năm kinh nghiệm trong mảng phân phối MTXT giúp nắm bắt rõ xu hướng của thị trường và (2) các sản phẩm cao cấp thường kén người sử dụng nên cần sự am hiểu thị trường.

2.2. Điện thoại di động – Nhu cầu điện thoại thông minh phục hồi trong năm 2024, kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn ngành trong dài hạn

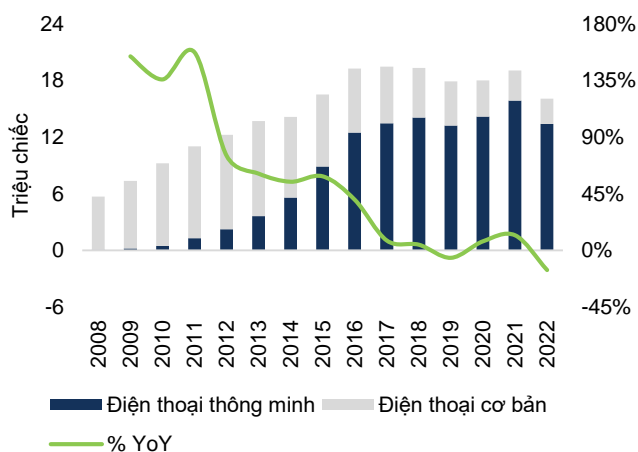
2.2.1. Việt Nam - Xu hướng cao cấp hóa dẫn dắt tăng trưởng

► Xu hướng cao cấp hóa và hợp nhất diễn ra mạnh mẽ

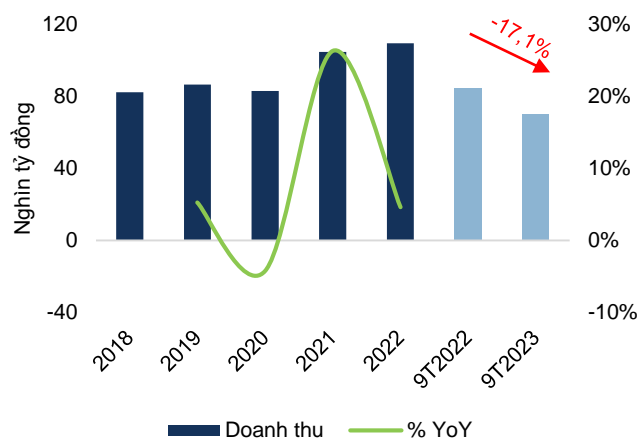
Trong giai đoạn 2008-2017, thị trường ĐTDĐ Việt Nam chứng kiến sự tăng trưởng nhanh chóng CAGR = +14,6%/năm nhờ (1) tỷ lệ sở hữu điện thoại còn ở mức thấp, (2) nhu cầu sử dụng điện thoại thông minh bùng nổ nhờ thu nhập của người dân ngày càng cải thiện và (3) giá bán ngày càng phải chăng. Tuy nhiên trong giai đoạn 2017-2022, nhu cầu dần chững lại và bước vào giai đoạn bão hòa, chủ yếu đến từ sự suy giảm về nhu cầu điện thoại cơ bản do (1) tiện ích hạn chế so với điện thoại thông minh và (2) việc cấm sản xuất và nhập khẩu các thiết bị 2G, 3G của chính phủ từ 01/07/2021 theo [Thông tư số 43/2020/TT-BTTTT](#). Bên cạnh đó, Bộ TT&TT cũng dự

kiến đẩy mạnh tắt sóng 2G chậm nhất trong T09/2024 sẽ khiến nhu cầu tiêu thụ điện thoại cơ bản sẽ dần biến mất.

Sản lượng tiêu thụ điện thoại di động (2008-2022)



Quy mô thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam (2018-2023)

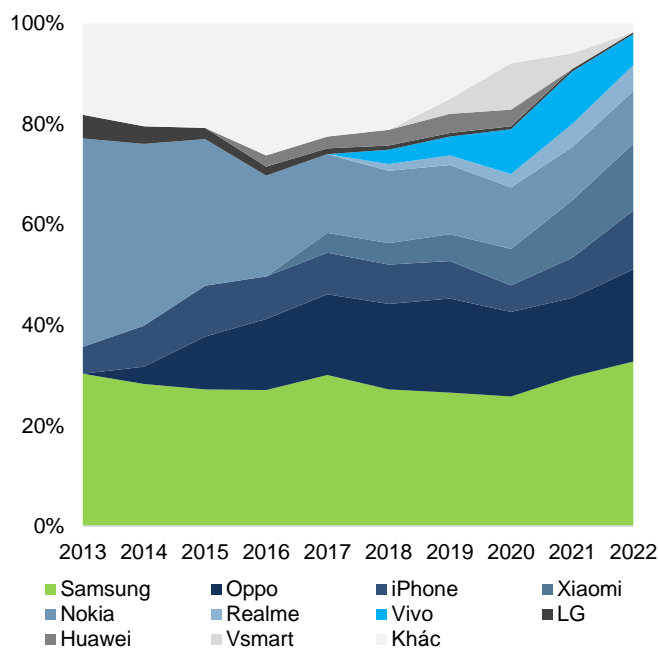


Nguồn: IDC, Euromonitor, GfK, FPTs tổng hợp và ước tính

Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính của mảng ĐTDĐ sẽ chủ yếu đến từ mảng điện thoại thông minh, với triển vọng tăng trưởng đến từ xu hướng cao cấp hóa, trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ cũng đang dần bão hòa. Minh chứng là quy mô thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam vẫn tăng trưởng với CAGR = +7,4%/năm trong giai đoạn 2018-2022, chủ yếu đến từ xu hướng cao cấp hóa, với giá bán ước tính tăng CAGR = +8,7%/năm, tương ứng với mức giá bán trung bình năm 2022 đạt 8,2 triệu đồng/chiếc. Chúng tôi đánh giá rằng xu hướng cao cấp hóa được thúc đẩy nhờ (1) thu nhập người dân cải thiện và tầng lớp trung lưu ngày càng chiếm tỷ lệ cao và (2) nhu cầu về tính năng và công nghệ ngày càng gia tăng của giới trẻ.

Cùng với xu hướng cao cấp hóa, chúng tôi cho rằng thị trường điện thoại di động tại Việt Nam cũng đang diễn ra sự hợp nhất mạnh mẽ bởi sự cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất điện thoại trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ dần chững lại. Cụ thể, thị phần của top 5 thương hiệu điện thoại gia tăng nhanh chóng từ mức 77,1% lên 85,9% trong giai đoạn 2013-2022. Trong giai đoạn trên, Nokia có mức sụt giảm thị phần cao nhất (-30,9 đpt) do (1) nhu cầu sử dụng điện thoại cơ bản giảm mạnh (phân khúc mạnh nhất của Nokia) và (2) điện thoại thông minh của Nokia khó tiếp cận với người dùng và tốc độ ra mắt sản phẩm mới chậm. Ngược lại, Oppo (+18,3 đpt), Xiaomi (+13,3 đpt) và Apple (+6,3 đpt) có mức gia tăng thị phần lớn nhất trong giai đoạn trên. Trong đó, Oppo và Xiaomi đều là 2 thương hiệu Trung Quốc cạnh tranh ở phân khúc trung cấp và bình dân, với Oppo đẩy mạnh phát triển kênh phân phối và tiếp thị còn Xiaomi tập trung hơn vào giá cả và chất lượng sản phẩm. Trong khi đó, iPhone (Apple) nhắm tới phân khúc cao cấp tập trung chủ yếu ở các thành phố lớn, nơi lòng trung thành với thương hiệu và các dịch vụ sau bán hàng được chú trọng.

Thị phần ĐTDĐ theo số lượng của Việt Nam (2013-2022)



Nguồn: Euromonitor, IDC, FPTs tổng hợp

► **Doanh thu trong 9T2023 suy giảm -17,1% YoY do nền kinh tế suy yếu**

Doanh thu thị trường điện thoại thông minh trong 9T2023 giảm -21,9% YoY, do (1) lạm phát tăng cao khiến người tiêu dùng cá nhân cắt giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu và (2) các công ty tài chính tiêu dùng thắt chặt chính sách cho vay tiêu dùng. Chúng tôi nhận định rằng doanh thu trong Q4/2023 vẫn sẽ có sự phục hồi, tuy

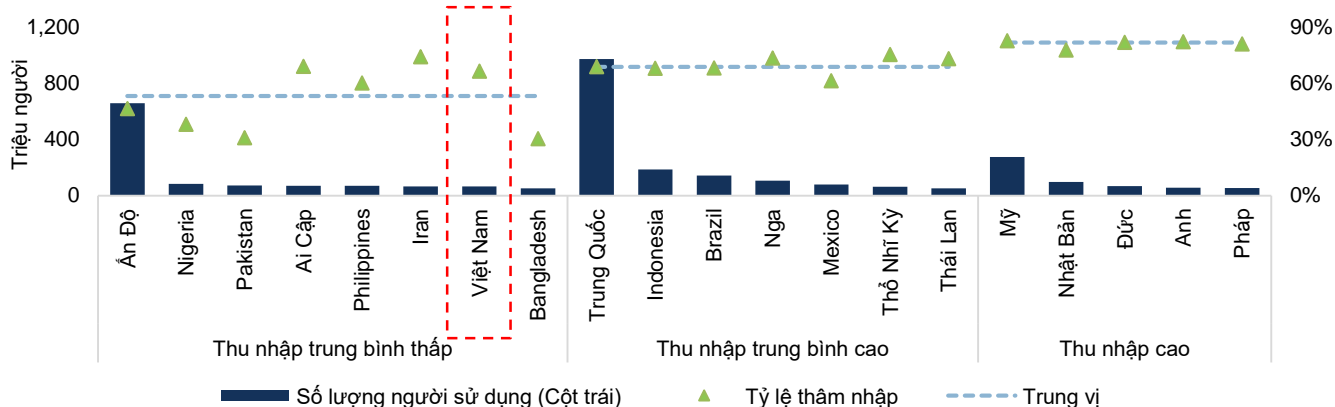
nhiên ở mức thấp so với Q3/2023 do (1) yếu tố mùa vụ khi quý 4 thường là mùa cao điểm của thị trường điện thoại và (2) các yếu tố vĩ mô vẫn chưa có cải thiện rõ rệt.

► **Nhu cầu dự báo phục hồi trong năm 2024, xu hướng cao cấp hóa là động lực tăng trưởng dài hạn**

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng doanh thu điện thoại thông minh sẽ phục hồi +15,0% YoY trong năm 2024 nhờ (1) mạng 2G dự kiến tắt chậm nhất trong T09/2024 sẽ thúc đẩy nhu cầu chuyển đổi từ điện thoại cơ bản sang điện thoại thông minh phân khúc bình dân và (2) nền kinh tế phục hồi thúc đẩy chi tiêu các mặt hàng không thiết yếu. Chúng tôi nhận thấy phân khúc điện thoại thông minh phân khúc giá rẻ sẽ có triển vọng khả quan khi nhu cầu chuyển đổi số lượng thuê bao 2G ở thời điểm hiện tại là rất lớn, ước tính khoảng 26,1 triệu thuê bao, chiếm ~20% tổng số thuê bao điện thoại di động tại Việt Nam.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng doanh thu điện thoại thông minh trong giai đoạn 2024-2028F vẫn sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +7,5%/năm, chủ yếu từ xu hướng cao cấp hóa của người tiêu dùng. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ điện thoại thông minh được Euromonitor dự báo vẫn sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +3,0%/năm, nhờ nhu cầu mua mới và thay thế điện thoại. Đối với nhu cầu mua mới, chúng tôi cho rằng thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam còn ít dư địa tăng trưởng khi Việt Nam là quốc gia có mức độ tỷ lệ sử dụng điện thoại thông minh ở mức cao (chiếm 67% trong tổng dân số) trong nhóm quốc gia có thu nhập trung bình thấp. Chúng tôi nhận định tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh của Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục gia tăng và tiệm cận tới nhóm các quốc gia có mức thu nhập trung bình cao và thu nhập cao, với dư địa mở rộng đến từ khu vực nông thôn, nơi người dân vẫn chuộng điện thoại cơ bản bởi sức mua của người tiêu dùng còn thấp và dịch vụ sử dụng dữ liệu di động còn hạn chế.

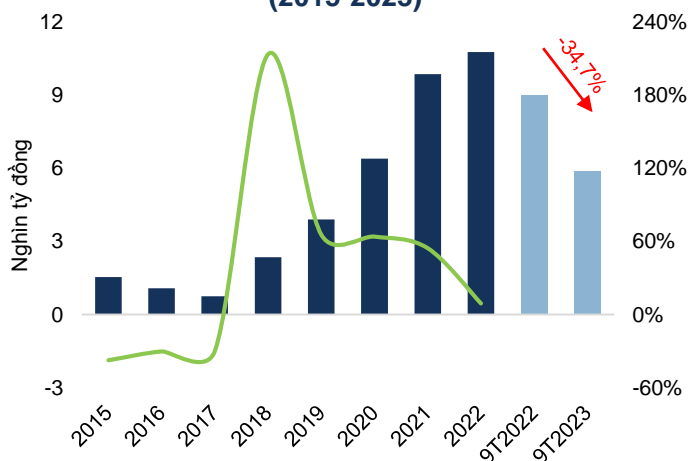
Tỷ lệ thâm nhập của top 20 quốc gia có số lượng người sử dụng điện thoại thông minh nhiều nhất thế giới (2022)



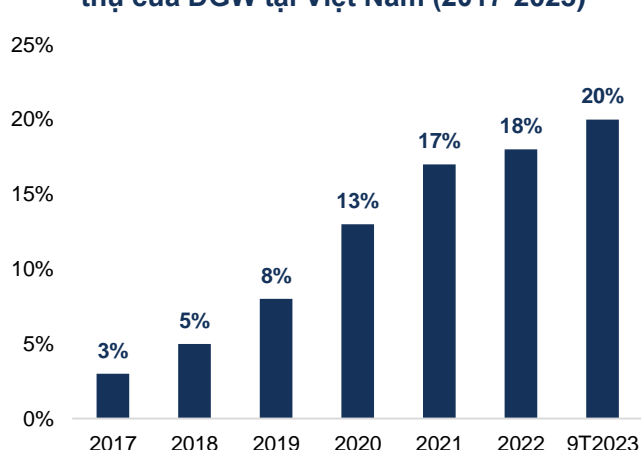
Nguồn: WorldBank, Statista, FPTs tổng hợp

2.2.2. DGW – Nhu cầu dự kiến phục hồi năm 2024, kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn ngành

Doanh thu điện thoại di động của DGW (2015-2023)



Thị phần về sản lượng điện thoại tiêu thụ của DGW tại Việt Nam (2017-2023)



Nguồn: DGW, FPTs tổng hợp

Doanh thu ĐTDD của DGW tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +32,1%/năm giai đoạn 2015-2022, chủ yếu nhờ thành công của Xiaomi khi đem vào Việt Nam từ năm 2017 và phân phối thêm iPhone trong năm 2020. Trong 9T2023, doanh thu ĐTDD của DGW sụt giảm -34,7% YoY đến từ tình hình lạm phát tăng cao khiến sức mua các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu suy giảm và các công ty tài chính tiêu dùng siết chặt cho vay tín dụng. Trong cơ cấu doanh thu 9T2023, iPhone và Xiaomi lần lượt chiếm 56% và 42% doanh thu, 2% còn lại đến từ TCL, Asus và ZTE. Trong đó, DGW hiện đang độc quyền phân khúc Poco của Xiaomi, TCL và ZTE như bảng dưới đây.

Bảng 1: Danh mục sản phẩm ĐTDD phân phối bởi DGW

Nhà sản xuất	Thương hiệu	Phân khúc	Độc quyền	Thời điểm phân phối
Xiaomi	Redmi	Trung cấp	Không	Q1/2017
	Note	Cao cấp	Không	
	Poco	Gaming	Có	
Apple	iPhone	Cao cấp	Không	Q2/2020
TCL	TCL	Giá rẻ	Có	Q3/2022
Asus	ROG	Gaming	Có	Q4/2018
ZTE	ZTE	Giá rẻ	Có	Q3/2023

Nguồn: DGW, FPTTS tổng hợp

► **Xiaomi – Triển vọng dài hạn bị ảnh hưởng đáng kể do mất độc quyền phân phối**

DGW chính thức đưa Xiaomi vào Việt Nam thông qua hợp đồng phân phối độc quyền MES trong T03/2017. Kể từ đó, Xiaomi đã nhanh chóng gia tăng thị phần về số lượng, ước tính đạt ~18% trong năm 2023, chỉ xếp sau Samsung và Oppo. Sự tăng trưởng vượt bậc của Xiaomi tại thị trường Việt Nam chủ yếu nhờ (1) mẫu mã thiết kế đa dạng và đẹp mắt, (2) phân khúc trung cấp của Xiaomi (Redmi) phù hợp với nhu cầu của phần lớn người dân (phân khúc trung cấp chiếm 80% thị phần tại Việt Nam), và (3) cấu hình cao hơn so với các đối thủ cùng tầm giá. Chúng tôi cho rằng sự thành công của Xiaomi tại thị trường Việt Nam không phải là điều bất ngờ khi Xiaomi cũng đã gia tăng thị phần nhanh chóng ở các thị trường mới nổi khác như Ấn Độ (từ 0,4% lên mức 18,1% giai đoạn 2014-2022) và Indonesia (từ 0,2% lên mức 13,8% giai đoạn 2014-2022) ([Xem thêm Phụ lục 3: Thị phần ĐTDD theo hãng của Ấn Độ và Indonesia giai đoạn 2014-2022](#)). Sự vượt trội của Xiaomi đến từ chính sách tập trung về giá bán ở các thị trường có (1) người tiêu dùng tương đối nhạy cảm về giá và (2) giới trẻ quen thuộc với công nghệ nên có khả năng nghiên cứu và so sánh tương quan giữa giá bán và chất lượng của các sản phẩm điện thoại trước khi mua. Để thực hiện hóa chính sách này, Xiaomi chỉ tập trung hoàn toàn vào quá trình sản xuất để tối ưu giá bán và tiết giảm chi phí quảng cáo thông qua việc xây dựng chiến lược tiếp thị “truyền miệng” thông qua cộng đồng MiFan (fan trung bình của Xiaomi). DGW còn triển khai thêm dịch vụ D2C cho Xiaomi để tăng cường nhận diện thương hiệu, trên (1) kênh offline thông qua các cửa hàng Mi Store và (2) kênh online thông qua cửa hàng Xiaomi Official Store trên các sàn thương mại điện tử.

Tuy nhiên, DGW đã mất độc quyền (các hợp đồng độc quyền của DGW thường kéo dài 5 năm) phân phối điện thoại Xiaomi kể từ T01/2022 khi FPT Synnex chính thức trở thành nhà phân phối thứ 2 của Xiaomi trong bối cảnh (1) điện thoại Xiaomi đã chiếm một thị phần tương đối đáng kể tại Việt Nam và (2) Xiaomi đẩy mạnh tham vọng chiếm 25% thị phần tại Việt Nam. Vì vậy, DGW đã mất độc quyền phân phối hai thương hiệu chính của Xiaomi là Mi (cao cấp) và Redmi (trung cấp và bình dân), trong khi đó vẫn giữ độc quyền thương hiệu Poco (gaming). FPT Synnex sẽ đóng vai trò như một nhà phân phối truyền thống hai thương hiệu trên của Xiaomi, khiến tỷ trọng doanh thu điện thoại Xiaomi của DGW trong tổng doanh thu điện thoại Xiaomi tại Việt Nam giảm từ mức 100% (độc quyền) xuống mức 65%. Điều này đã khiến doanh thu Xiaomi của DGW năm 2022 sụt giảm mạnh, ước tính giảm -14,3% YoY, trong bối cảnh doanh thu cả mảng ĐTDD tăng trưởng +9,2% YoY trong năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng việc có thêm 1 nhà phân phối mới sẽ làm giảm đáng kể triển vọng tăng trưởng doanh thu điện thoại Xiaomi của DGW trong dài hạn. Chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu Xiaomi của DGW năm 2023 sẽ đạt 3.535 tỷ đồng (-38,0% YoY), và sẽ tăng trưởng với CAGR = +11,0%/năm trong giai đoạn 2023-2028F.

► Apple – Hưởng lợi nhờ việc iPhone chính hãng giành lại thị phần từ thị trường xách tay

Hiện tại, các sản phẩm của Apple⁴ đang được nhập trực tiếp từ 4 nhà phân phối (DGW, PET, FPT Synnex và Viettel Distribution) và 2 nhà bán lẻ (FRT và MWG) với tỷ lệ 50/50. Trong đó, DGW và PET mới chính thức trở thành nhà phân phối của Apple kể từ T06/2020 và DGW hiện là nhà phân phối lớn nhất theo doanh thu của Apple tại Việt Nam. Trước T06/2020, thị trường iPhone chính hãng (từ các đại lý ủy quyền của Apple tại Việt Nam) chỉ chiếm 50% sản lượng iPhone tiêu thụ tại Việt Nam. Tuy nhiên, sau T06/2020, tỷ trọng sản phẩm iPhone chính hãng được tiêu thụ tại Việt Nam dần tăng từ mức 50% lên mức 70% sau những nỗ lực của Apple nhằm giảm thiểu lợi ích của hàng xách tay và các biện pháp kiểm soát của chính phủ đối với hàng xách tay tại Việt Nam. Cụ thể, Apple đã rút ngắn (1) thời gian ngắn thời gian ra mắt tại Việt Nam (hiện là thị trường cấp 3 của Apple) đối với iPhone từ 2-3 tháng xuống 1 tháng sau khi được ra mắt tại các thị trường cấp 1, (2) giảm thiểu mức chênh lệch giá giữa hàng xách tay và hàng chính hãng nhờ thêm 2 nhà phân phối mới (DGW và PET), và (3) thắt chặt chính sách bảo hành đối với các sản phẩm xách tay. Bên cạnh đó, chính phủ Việt Nam cũng đã tăng cường kiểm soát hàng xách tay bất hợp pháp bằng việc ban hành [Nghị định 98/2020/NĐ-CP](#) giúp quy định rõ mức xử phạt đối với hàng hóa xách tay mà không có hóa đơn chứng từ.

Ngoài ra, Apple vừa mở cửa hàng trực tuyến “Apple Store” từ 18/05/2023 tại Việt Nam và chúng tôi đánh giá đây là mô hình Brand-shop (cửa hàng thương hiệu) để nâng cao hình ảnh thương hiệu trong mắt người tiêu dùng thông qua (1) dịch vụ chăm sóc khách hàng (tư vấn chi tiết về thông tin sản phẩm) đặc biệt và (2) mua các sản phẩm ngách mà các nhà phân phối hay bán lẻ thường không bán. Như chúng tôi đã đề cập, mô hình Brand-shop không đóng vai trò là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với các nhà bán lẻ vì các sản phẩm tại đây hầu hết sẽ được bán với giá niêm yết, cao hơn tương đối nhiều so với giá bán của các đại lý bán lẻ. Do đó, chúng tôi nhận định việc mở cửa hàng trực tuyến của Apple tại Việt Nam sẽ không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của DGW.

Khách hàng chính của DGW đối với các sản phẩm Apple là các chuỗi bán lẻ nhỏ như HNam, CellphoneS, Shop Dunk, Hoàng Hà Mobile, v.v. trong khi các chuỗi bán lẻ lớn có khả năng nhập trực tiếp từ Apple. Các chuỗi bán lẻ lớn thường sẽ mua iPhone nhiều hơn từ DGW ở nửa sau chu kỳ ra mắt của iPhone (giai đoạn Q2-Q3) nhờ (1) có sẵn hàng thay vì phải đợi 6-8 tuần nếu đặt hàng trực tiếp từ Apple và (2) nhu cầu trong nửa sau chu kỳ thường thấp nên các nhà bán lẻ lớn hạn chế tích trữ hàng tồn kho, mặc dù mức giá mua vào từ DGW cao hơn so với việc nhập trực tiếp từ Apple.

Chúng tôi cho rằng DGW sẽ hưởng lợi khi iPhone có triển vọng khả quan, đến từ việc (1) tỷ trọng iPhone chính hãng tiêu thụ tại Việt Nam kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng từ mức 70% lên mức 90% khi Apple sẽ tăng cường hỗ trợ cho các sản phẩm chính hãng và (2) nhu cầu được hỗ trợ bởi thu nhập của người dân cải thiện và tầng tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh chóng. Do đó, chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu Apple của DGW sẽ đạt 4.454 tỷ đồng (-10,0% YoY) trong năm 2023, và dự kiến tăng trưởng với CAGR = +8,0%/năm trong giai đoạn 2023-2028F.

► ZTE và TCL – đón đầu nhu cầu chuyển đổi điện thoại từ việc tắt sóng 2G trong năm 2024

DGW đã thêm 1 nhãn hàng điện thoại thông minh giá rẻ ZTE (dưới 2 triệu đồng/chiếc) trong Q3/2023 để đón đầu nhu cầu thay thế điện thoại trong bối cảnh bộ TT&TT dự kiến tắt sóng 2G chậm nhất trong T09/2024. DGW dự kiến sẽ phân phối điện thoại ZTE thông qua các nhà mạng viễn thông khi các đơn vị này sẽ phải có các chính sách hỗ trợ mua điện thoại thông minh giá rẻ thay thế đi kèm với việc chuyển đổi thuê bao 2G sang thuê bao 4G để giữ chân khách hàng. Bên cạnh ZTE, chúng tôi cho rằng điện thoại TCL cũng sẽ được hưởng lợi nhờ việc chuyển đổi từ điện thoại cơ bản 2G sang điện thoại 4G do đây cũng thuộc phân khúc điện thoại thông minh giá rẻ. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu điện thoại khác (bao gồm ZTE, TCL và ROG) của DGW sẽ đạt 134,5 tỷ đồng (+25,0% YoY) trong năm 2023 và 538 tỷ đồng (+300,0% YoY) trong năm 2024. Trong giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi ước tính doanh thu điện thoại khác sẽ tăng trưởng với CAGR = +3,0%/năm.

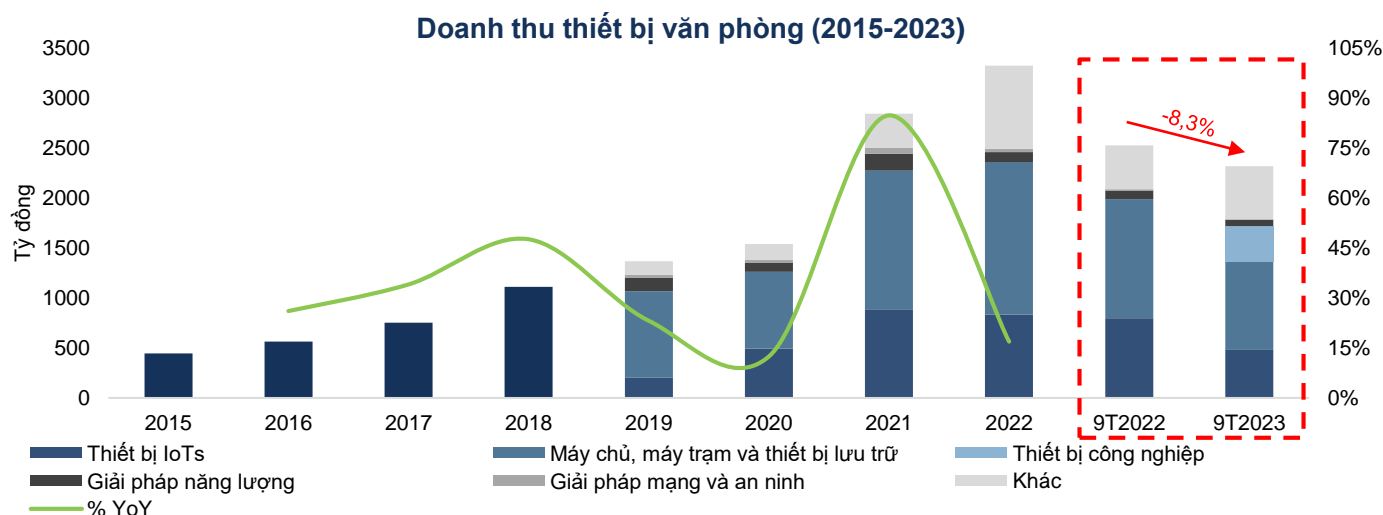
► Nhu cầu tiêu thụ phục hồi trong năm 2024, kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn ngành trong dài hạn

Dựa trên dự phóng doanh thu của các thương hiệu trên, chúng tôi dự báo doanh thu ĐTDĐ năm 2023 của DGW dự kiến đạt 8.124 tỷ đồng (-24,5% YoY), bởi chúng tôi cho rằng doanh thu Q4/2023 chỉ cải thiện hơn so với Q3/2023 bởi yếu tố vụ mùa khi các yếu tố vĩ mô vẫn chưa được cải thiện. Doanh thu năm 2024 dự kiến đạt 9.414

⁴ Danh mục sản phẩm của Apple bao gồm iPhone (ĐTĐĐ), MacBook (MTXT) và iPad (MTB), Apple TV, Apple Watch, Beats, và các phụ kiện khác (IoT).

tỷ đồng, cải thiện +15,9% YoY nhờ (1) nền kinh tế phục hồi trong năm 2024 thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm không thiết yếu và (2) triển vọng tiêu thụ các sản phẩm điện thoại thông minh giá rẻ TCL và ZTE khả quan nhờ nhu cầu chuyển đổi điện thoại cơ bản 2G sang điện thoại thông minh 4G trong năm 2024. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo doanh thu ĐTĐD năm 2024-2028F tăng trưởng với CAGR = +8,6%/năm, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng ngành (CAGR = +7,5%/năm) do chúng tôi đánh giá rằng thị phần của Xiaomi và Apple dự kiến sẽ cải thiện hơn so với thị trường chung, bởi sự vượt trội giữa hiệu năng so với giá bán của điện thoại Xiaomi, và thiết kế đẹp mắt, giao diện dễ sử dụng, trải nghiệm mượt mà và ổn định của iPhone.

2.3. Thiết bị văn phòng – Động lực tăng trưởng đến từ thiết bị công nghiệp



* Không có cơ cấu doanh thu giai đoạn 2015-2018
 Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Doanh thu thiết bị văn phòng tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +33,3%/năm giai đoạn 2015-2022, với doanh thu năm 2022 đạt 3.318 tỷ đồng. Trong mảng thiết bị văn phòng, chúng tôi tách thành 2 phân khúc chính theo nhu cầu của người tiêu thụ cuối, bao gồm (1) thiết bị IoTs (chiếm 21% doanh thu trong 9T2023) phục vụ nhu cầu cá nhân và (2) thiết bị văn phòng ngoài IoTs (chiếm 79% doanh thu trong 9T2023) phục vụ nhu cầu khách hàng tổ chức. Danh mục thiết bị văn phòng của DGW được chúng tôi tóm tắt ở bảng dưới đây:

Bảng 2: Danh mục sản phẩm thiết bị văn phòng phân phối bởi DGW

Danh mục thiết bị văn phòng		Thương hiệu
Máy chủ, máy trạm và thiết bị lưu trữ	Máy tính, server	Dell, Asus, Acer, Lenovo, HP, Xiaomi, Supermicro
	Màn hình máy tính	Dell, HP, AOC, ASUS, BENQ, Phillip, LG
	Máy in	Fujixerox, Ricoh, Lexmark
	Thiết bị lưu trữ và thẻ nhớ	Silicon, Seagate
Thiết bị IoTs	Thiết bị đeo tay	Xiaomi, Huawei, Apple, Amazfit
	Camera	Xiaomi, YI Technology
	Loa, tai nghe	Xiaomi, Apple, Logitech, Huawei
Giải pháp mạng và an ninh	Thiết bị mạng và an ninh	Trendnet, Totolink
Giải pháp năng lượng	Pin sạc dự phòng	Rapoo, Xiaomi, Eaton
	Thiết bị lưu điện và linh kiện máy tính	APC, Eaton
Thiết bị công nghiệp	Thiết bị bảo hộ lao động	Achison
Khác	Phần mềm	3PAR, Synopsys, Microsoft
	Giải pháp điện toán đám mây	IBM, Amazon Web Service, Freshworks
	Chuột, bàn phím	Genius, Logitech, Motospeed, Rapoo

Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

2.3.1. Thiết bị IoTs – Triển vọng tích cực nhờ nhu cầu thiết bị đeo tay dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ

Xét theo cơ cấu sản phẩm, thiết bị đeo tay (đồng hồ thông minh, vòng đeo tay thể thao) và tai nghe ước tính chiếm hơn 90% doanh thu thiết bị IoTs. Trong khi đó nếu xét theo thương hiệu, Xiaomi ước tính chiếm hơn 70% doanh thu và DGW cũng đang độc quyền phân phối các sản phẩm IoTs của Xiaomi. Doanh thu IoTs tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2019-2022 với CAGR = +59,4%/năm nhờ (1) bổ sung thêm các nhãn hàng mới như Apple và Huawei trong năm 2020 và (2) doanh thu thị trường thiết bị đeo tay và tai nghe tăng trưởng lần lượt với CAGR = +41,8%/năm và CAGR = +7,4%/năm trong cùng giai đoạn. Trong đó, tăng trưởng doanh thu thiết bị đeo tay được hỗ trợ bởi việc chăm sóc sức khỏe ngày càng được quan tâm, đặc biệt trong dịch Covid-19 và mức sống được cải thiện giúp gia tăng mức chi tiêu để xây dựng và duy trì các hoạt động thể chất lành mạnh. Đối với thị trường tai nghe, động lực tăng trưởng đến từ nhu cầu làm việc và giải trí tại nhà gia tăng khi người tiêu dùng có thói quen dành nhiều thời gian ở nhà hơn so với thời điểm trước dịch Covid-19.

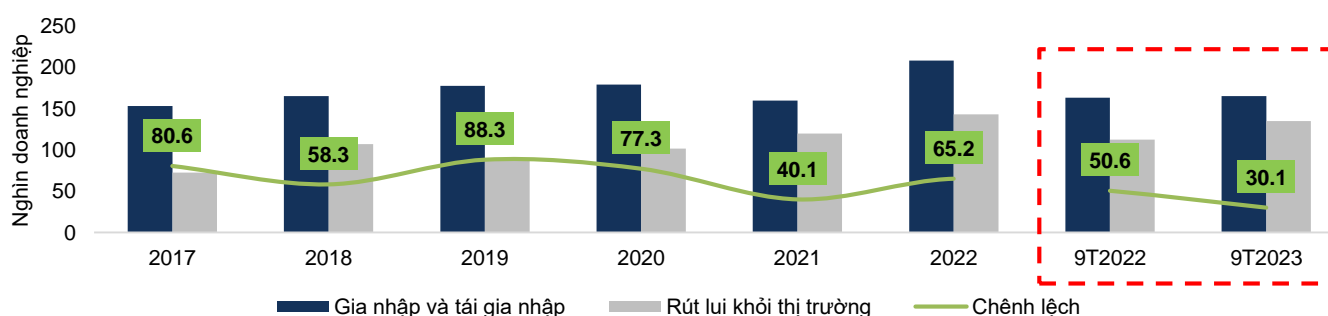
Mặc dù vậy, doanh thu trong 9T2023 đã sụt giảm mạnh -39,9% YoY do lạm phát gia tăng khiến sức mua các sản phẩm không thiết yếu suy giảm. Trong Q4/2023, DGW dự kiến bổ sung thêm thương hiệu Belkin với sản phẩm chính là tai nghe và cáp sạc thuộc phân khúc trung và cao cấp. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 dự kiến sẽ đạt mức 622,5 tỷ đồng (-25,0% YoY).

Chúng tôi dự báo doanh thu thiết bị IoTs trong giai đoạn 2023-2028F sẽ tăng trưởng với CAGR = +12,5%/năm nhờ việc bổ sung thêm các nhãn hàng mới và triển vọng tích cực từ thiết bị đeo tay và tai nghe. Trong đó, chúng tôi đánh giá thiết bị đeo tay sẽ đóng góp chính yếu cho sự tăng trưởng của mảng thiết bị IoTs, với doanh thu thiết bị đeo tay được Euromonitor ước tính tăng trưởng với CAGR = +13,7%/năm giai đoạn 2023-2028F nhờ (1) mức thu nhập cải thiện và nhận thức về sức khỏe được nâng cao và (2) tính năng sản phẩm ngày càng hoàn thiện hơn. Ngoài ra, thị trường tai nghe cũng được Euromonitor dự báo tăng trưởng với mức CAGR = +8,0%/năm giai đoạn 2023-2028F, nhờ triển vọng tích cực từ việc mô hình làm việc kết hợp giữa làm việc tại văn phòng và làm việc từ xa ngày càng trở nên phổ biến giúp gia tăng nhu cầu làm việc và giải trí tại nhà, từ đó sẽ tạo thêm nhu cầu sử dụng các thiết bị tai nghe.

2.3.2. Thiết bị văn phòng (ngoài IoTs) – Triển vọng tích cực từ phân khúc thiết bị công nghiệp [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi cho rằng quy mô thị trường thiết bị văn phòng (không bao gồm IoTs) tại Việt Nam ước tính khoảng 1,5 tỷ USD (tương đương với 36 nghìn tỷ đồng) với DGW hiện chiếm ~12% thị phần, xếp sau FPT Synnex với ~20% thị phần. Trong mảng này, DGW phân phối cho các doanh nghiệp trung gian như các đơn vị tích hợp hệ thống hay các nhà bán lẻ giá trị gia tăng, trước khi đưa đến khách hàng tiêu thụ cuối là các khách hàng tổ chức (doanh nghiệp, cơ quan chính phủ, tổ chức giáo dục). Doanh thu thiết bị văn phòng (ngoài IoTs) tăng trưởng nhanh chóng trong giai đoạn 2019-2022 với CAGR = +28,9%/năm nhờ (1) liên tục mở rộng danh mục sản phẩm và (2) nhu cầu mua sắm thiết bị văn phòng của doanh nghiệp và chính phủ gia tăng nhờ “Chương trình Chuyển đổi số quốc gia” được phê duyệt theo [Quyết định số 749/QĐ-TTg](#) với mục tiêu nền kinh tế số sẽ chiếm lần lượt 20% GDP trong năm 2025 và 30% GDP trong năm 2030. Trong 9T2023, doanh thu thiết bị văn phòng tăng trưởng +28,9% YoY nhờ doanh thu thiết bị công nghiệp bắt đầu được ghi nhận trong năm 2023 khi DGW nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Achison từ 49% lên 60% và hợp nhất vào KQKD của DGW từ 26/12/2022. Nếu loại bỏ doanh thu mảng này, doanh thu thiết bị văn phòng trong 9T2023 sụt giảm -14,2% YoY do (1) các doanh nghiệp cắt giảm chi tiêu trong bối cảnh lạm phát gia tăng và (2) số lượng doanh nghiệp thuần tham gia vào thị trường trong 9T2023 chỉ đạt 30,1 nghìn, giảm -40,4% YoY.

Tình hình đăng ký doanh nghiệp tại Việt Nam (2017-2023)



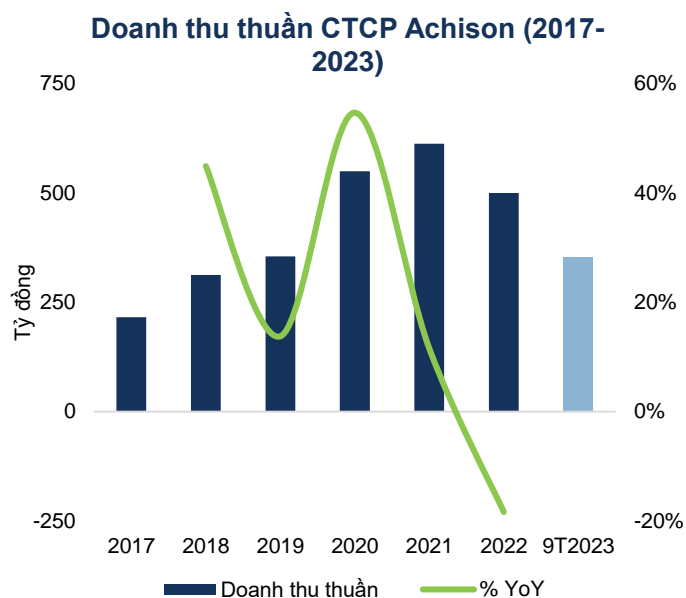
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, FPTs tổng hợp

Trong đó, (1) máy chủ, máy trạm, thiết bị lưu trữ và (2) phần mềm, điện toán đám mây (chiếm phần lớn doanh thu khác) và (3) thiết bị công nghiệp là 3 nhóm thiết bị chiếm lần lượt 48%, 29% và 19% doanh thu thiết bị văn phòng ngoài IoTs. Chúng tôi cho rằng triển vọng của 3 mảng này tương đối khả quan, trong đó thiết bị công nghiệp sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhất.

Đối với máy chủ, máy trạm, thiết bị lưu trữ, chúng tôi ước tính doanh thu mảng này sẽ đạt 1.222 tỷ đồng (-20,0% YoY) trong năm 2023, và sẽ tăng trưởng trở lại với CAGR = +12,5%/năm giai đoạn 2023-2028F. Chúng tôi đánh giá rằng nhu cầu máy chủ và thiết bị lưu trữ sẽ có triển vọng khả quan nhờ (1) nhu cầu đầu tư vào trung tâm dữ liệu của các công ty công nghệ (VNG, VCCorp), các nhà mạng viễn thông (Viettel, VNG, CMC, VNPT) và chính phủ để đáp ứng nhu cầu lưu trữ của quá trình chuyển đổi số và nội địa hóa lưu trữ dữ liệu (theo [Nghị định số 53/2022/NĐ-CP](#) hiệu lực từ 01/10/2022), và (2) mức tiêu thụ nội dung trực tuyến gia tăng đáng kể (mức sử dụng dữ liệu đã tăng gấp 7 lần sau 10 năm theo báo cáo của Viettel IDC năm 2022). Chúng tôi nhận thấy nhu cầu đầu tư và xây dựng trung tâm dữ liệu là rất lớn, diễn ra ở cả khu vực tư nhân và khu vực nhà nước. Đơn cử như Viettel đã ký Bản ghi nhớ đầu tư với huyện Hóc Môn và Củ Chi tại TP. Hồ Chí Minh trong T04/2022 để xây dựng trung tâm dữ liệu lớn nhất cả nước với tổng mức đầu tư 6.000 tỷ đồng, trong khi đó chính phủ cũng vừa phê duyệt đề án xây dựng trung tâm dữ liệu quốc gia theo [Nghị quyết số 175/NQ-CP](#) trong T10/2023.

Đối với phần mềm và giải pháp điện toán đám mây, chúng tôi ước tính doanh thu mảng này năm 2023 đạt 1.021 tỷ đồng (+23,0% YoY), và tăng trưởng với CAGR = +18,0%/năm giai đoạn 2023-2028F. Trong đó, chúng tôi cho rằng doanh thu giải pháp điện toán đám mây (dịch vụ lưu trữ phi vật lý) tại Việt Nam có dư địa tăng trưởng nhanh hơn so với mảng máy chủ, máy trạm, thiết bị lưu trữ bởi khả năng dễ dàng mở rộng, linh hoạt và dễ quản lý hơn so với việc mua, sở hữu và bảo trì các trung tâm dữ liệu và máy chủ vật lý (dịch vụ lưu trữ vật lý).

Đối với thiết bị công nghiệp, doanh thu mảng này mới được hợp nhất vào KQKD của DGW trong năm 2023 nhờ DGW nâng tỷ lệ sở hữu CTCP Achison từ 49% lên 60% vào cuối T12/2022. Hiện DGW đã nâng tỷ lệ sở hữu lên 75% trong T06/2023. Achison chuyên nhập khẩu và phân phối thiết bị công nghiệp và bảo hộ lao động cao cấp từ nhà sản xuất 3M, Dupont cho các doanh nghiệp FDI (khách hàng yêu cầu cao về chất lượng), chủ yếu ở các KCN phía Nam như Intel và Canon. Đối với sản phẩm bảo hộ lao động, Achison hiện chiếm 20% thị phần ở phân khúc cao cấp và chưa tham gia vào phân khúc thấp hơn (với quy mô thị trường lớn hơn). Trong Q2/2023, Achison đã mở chi nhánh mới ở miền Bắc nhằm mở rộng mạng lưới phân phối sang các khu công nghiệp ở khu vực này. DGW đánh giá rằng chi nhánh Achison ở miền Bắc sẽ cần thời gian để vận hành ổn định và sẽ chưa có doanh thu trong năm 2023.



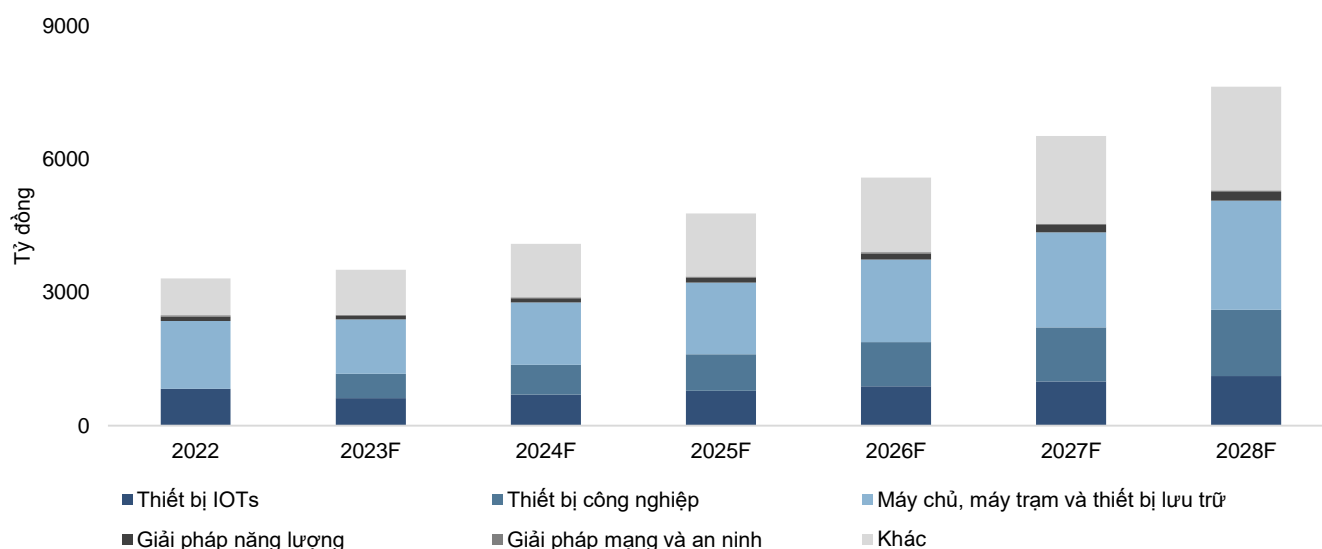
Nguồn: DGW, FPTs tổng hợp

Doanh thu Achison trong giai đoạn 2017-2021 tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +29,9%/năm nhờ làn sóng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của Achison trong năm 2022 và 9T2023 tương đối kém tích cực, lần lượt đạt 500 tỷ đồng (-18,4% YoY) và 354 tỷ đồng (70,8% so với cả năm 2022). Nguyên nhân đến từ tình trạng thiếu hụt đơn hàng từ Q4/2022 trong bối cảnh các nền kinh tế lớn trên thế giới suy yếu khiến nhiều doanh nghiệp ở miền Nam (khu vực chịu ảnh hưởng nhiều hơn) liên tục thu hẹp quy mô sản xuất, cắt giảm giờ làm hoặc thậm chí sa thải lao động. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn đánh giá triển vọng dài hạn của mảng thiết bị công nghiệp có tiềm năng tương đối lớn nhờ (1) thị trường phân mảnh và (2) nhu cầu thiết bị công nghiệp và đồ bảo hộ lao động trong khu công nghiệp đang gia tăng mạnh mẽ nhờ xu hướng Việt Nam trở thành công xưởng sản xuất của thế giới. Thị trường phân mảnh đến từ việc mảng này bao gồm (1) nhiều sản phẩm đa dạng, có tính đặc thù cao tùy theo yêu cầu của mỗi nhà máy sản xuất và (2) nhiều doanh nghiệp nhỏ tham gia và không có doanh nghiệp nào chiếm thị phần quá lớn. Hiện Achison được coi là doanh nghiệp có quy mô lớn trong ngành nhưng hiện chỉ chiếm khoảng 5% thị phần trong mảng kinh doanh của Achison. Ngoài ra, DGW còn có thể tận dụng tệp khách hàng của Achison để có thể bán chéo các sản phẩm hiện hữu của DGW như các sản phẩm thiết bị văn phòng, MTXT và MTB. DGW định hướng sẽ tìm kiếm thêm và thực hiện các thương vụ

M&A với các doanh nghiệp trong mảng thiết bị công nghiệp, cung cấp nền tảng hậu cần (quản lý và vận hành) vững chắc để có thể phát triển và mở rộng các mảng kinh doanh (sản phẩm và khách hàng) của công ty mục tiêu.

Đối với thiết bị công nghiệp, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt 550 tỷ đồng trong năm 2023, và sẽ tăng trưởng với CAGR = +22,0%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, nhờ triển vọng khả quan của mảng thiết bị công nghiệp và thực hiện các thương vụ M&A với các doanh nghiệp trong ngành. Bên cạnh đó, mảng này cũng sẽ tạo thêm giá trị cộng hưởng đối với các mảng kinh doanh khác của DGW khi (1) các doanh nghiệp trong mảng thiết bị công nghiệp thường có tệp khách hàng riêng biệt và (2) khai thác tệp khách hàng của các công ty mục tiêu để bán chéo các sản phẩm hiện hữu.

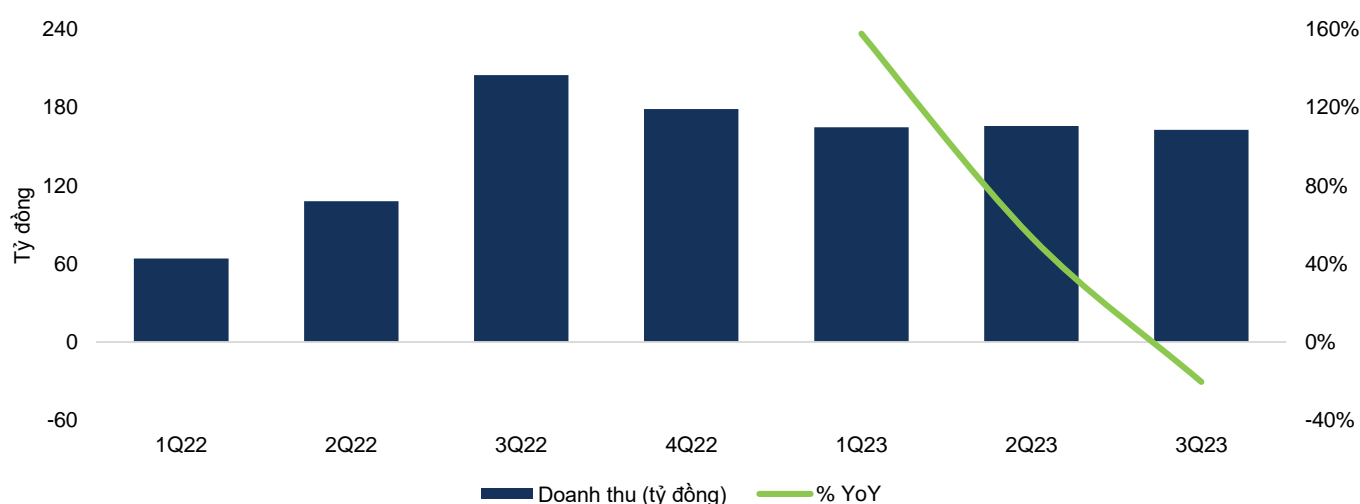
Dự phóng doanh thu thiết bị văn phòng (2022-2028F)



Nguồn: FPTIS dự phóng

2.4. Thiết bị gia dụng – Động lực tăng trưởng đến từ thương hiệu Xiaomi [\(Quay lại\)](#)

Doanh thu thiết bị gia dụng của DGW (2022-2023)



* Doanh thu Q1/2022 đến từ việc phân loại lại thiết bị gia dụng thông minh của Xiaomi từ thiết bị văn phòng sang thiết bị gia dụng
 Nguồn: DGW, FPTIS tổng hợp

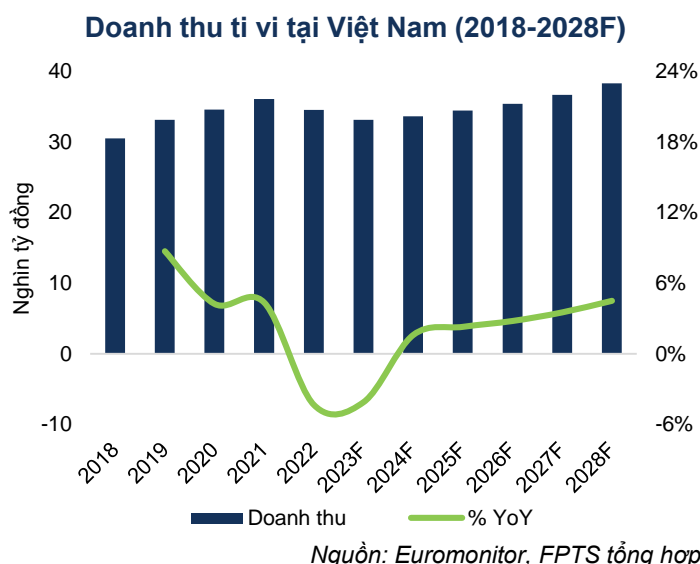
DGW chính thức gia nhập mảng thiết bị gia dụng trong Q2/2022 với lợi thế sẵn có về kênh phân phối nhờ thiết bị gia dụng chủ yếu phân phối qua các chuỗi điện máy nên có thể tận dụng kênh phân phối ICT hiện hữu. Doanh thu thiết bị gia dụng năm 2022 đạt 556 tỷ đồng và doanh thu 9T2023 đạt 494 tỷ đồng (+31,0% YoY). Trong mảng này, ti vi Xiaomi chiếm 50% trong cơ cấu doanh thu, 50% còn lại chủ yếu từ thương hiệu Whirlpool (Westinghouse và Joyoung mới phân phối nên có doanh thu chưa đáng kể). Danh mục sản phẩm mà DGW đang phân phối được trình bày trong bảng sau:

Bảng 3: Danh mục sản phẩm thiết bị gia dụng phân phối bởi DGW

Thương hiệu	Danh mục hàng gia dụng	Phân khúc	Thời điểm phân phối
Whirlpool	Tủ lạnh, máy giặt, thiết bị nhà bếp nhỏ ⁵ và thiết bị nhà bếp lớn ⁶	Trung cấp – Cao cấp	Q2/2022
Joyoung	Thiết bị nhà bếp nhỏ	Trung cấp	Q3/2022
Xiaomi	Robot hút bụi, máy lọc không khí*	Trung cấp	Q1/2017
	Ti vi	Tất cả phân khúc	Q2/2022
Westinghouse	Thiết bị nhà bếp nhỏ	Trung cấp	Q2/2023

* Sản phẩm này trước năm 2022 được xếp vào thiết bị văn phòng, trước khi được phân loại lại vào thiết bị gia dụng từ năm 2022
 Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Đối với ti vi, mảng này đã có dấu hiệu suy giảm -4,3% YoY trong năm 2022 và dự kiến sẽ suy giảm -4,1% YoY trong năm 2023 do tỷ lệ thâm nhập đã ở mức cao với đa dạng chủng loại sản phẩm và tình hình lạm phát tăng cao khiến người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu. Theo dự báo của Euromonitor, doanh thu thị trường ti vi dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức thấp với CAGR = 3,0%/năm trong giai đoạn 2023-2027F. Trong đó, người tiêu dùng sẽ có xu hướng tìm kiếm những loại ti vi có màn hình kích thước lớn từ 55 inch trở lên với độ phân giải cao, và mùa cao điểm mua sắm thường rơi vào các dịp có nhiều khuyến mại hấp dẫn như thời điểm diễn ra các sự kiện nổi tiếng (FIFA World Cup, SEA Games, v.v.) hoặc cuối năm để phục vụ nhu cầu nâng cấp ti vi.

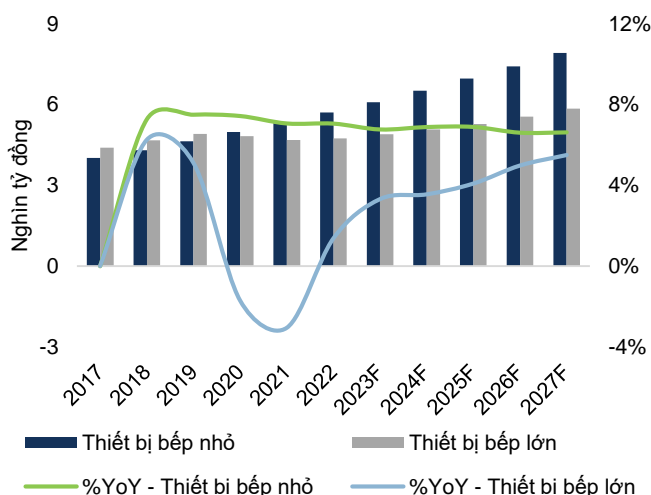
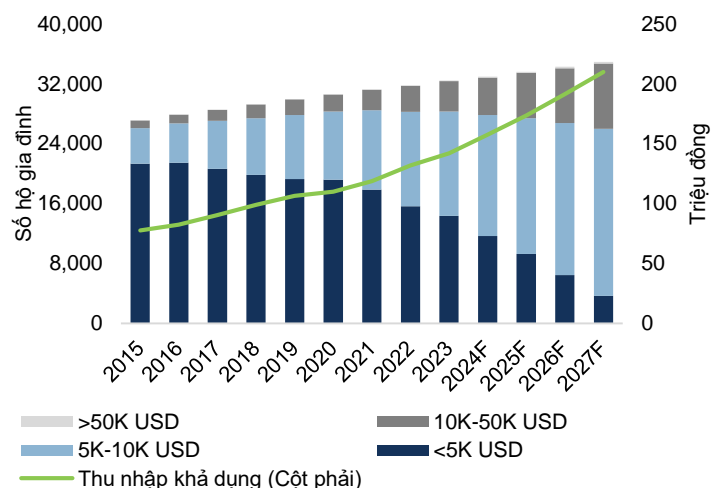


DGW hiện đang phân phối độc quyền ti vi Xiaomi từ T06/2022, hiện chiếm khoảng 2% thị phần ti vi tại Việt Nam, với quy mô thị trường ước tính đạt 33 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng triển vọng ti vi Xiaomi tại Việt Nam sẽ khả quan nhờ (1) sự thành công của ti vi Xiaomi đã được minh chứng ở các thị trường nhạy cảm về giá như Ấn Độ và Trung Quốc ([Xem thêm Phụ lục 4: Thị phần ti vi Xiaomi tại Ấn Độ và Trung Quốc giai đoạn 2014-2022](#)), (2) DGW mở rộng thêm kênh phân phối tới các chuỗi bán lẻ điện máy nhỏ hơn như Samnec, Tân Tạo, v.v. và (3) Xiaomi đưa ra các sản phẩm ti vi mới với kích thước màn hình trên 55 inch đáp ứng thị hiếu của thị trường (trước đây chủ yếu là ti vi với kích thước màn hình 40-45 inch).

Đối với thiết bị nhà bếp, mảng này có quy mô thị trường ước tính đạt 11,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Trong đó, thiết bị nhà bếp nhỏ chiếm 55,4% trong mảng thiết bị nhà bếp và dự báo tăng trưởng nhanh hơn so với mảng thiết bị nhà bếp lớn trong giai đoạn 2023-2027F nhờ có mức giá phù hợp với túi tiền của người dân và nhu cầu sử dụng cao hơn. Đây cũng phân khúc mà DGW chủ yếu phân phối với các thương hiệu của Whirlpool, Joyoung và Westinghouse. Theo dự báo của Fitch Solutions, thị trường thiết bị gia dụng nhà bếp nhỏ vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, với CAGR = 6,8%/năm giai đoạn 2023-2027F nhờ (1) số lượng hộ gia đình gia tăng khi quy mô hộ gia đình ngày càng thu hẹp ([Xem thêm Phụ lục 5: Quy mô hộ gia đình của Việt Nam giai đoạn 2000-2040F](#)), (2) thu nhập khả dụng của hộ gia đình được cải thiện, (3) thói quen nấu ăn tại nhà và quan tâm đến chế độ ăn uống lành mạnh sau dịch Covid-19, và (4) tỷ lệ thâm nhập các thiết bị nhà bếp nhỏ tại Việt Nam vẫn còn ở mức thấp. Đối với thương hiệu Whirlpool (top 10 doanh nghiệp có doanh thu thiết bị gia dụng lớn nhất thế giới), DGW đang cung cấp dịch vụ MES và phân phối độc quyền cho thương hiệu này, nhắm tới phân khúc trung cấp và cao cấp tại Việt Nam. Tuy nhiên, thương hiệu này vẫn chưa được phổ biến tại Việt Nam do giá thành tương đối cao và Whirlpool ít đưa ra các hoạt động khuyến mãi để nâng cao nhận diện thương hiệu. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu thiết bị nhà bếp của DGW sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn so với doanh thu ti vi của DGW.

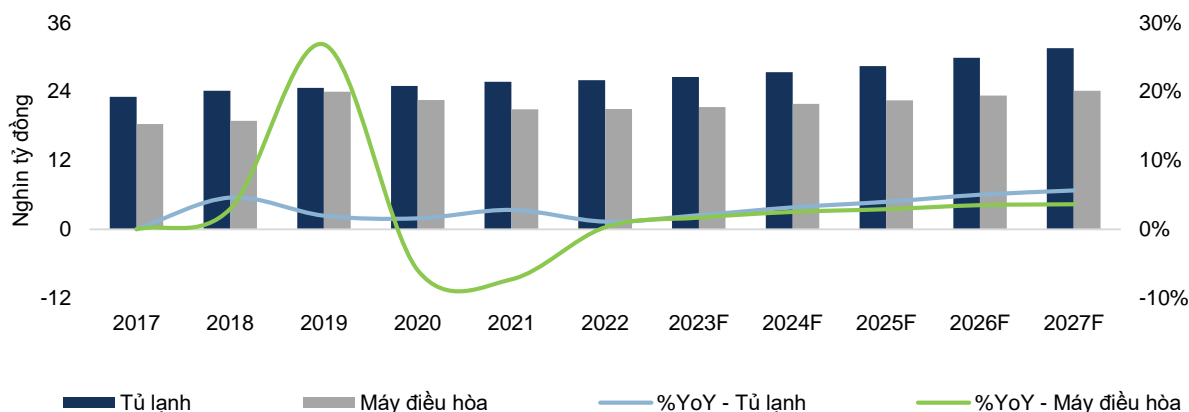
⁵ Thiết bị nhà bếp nhỏ: bao gồm máy làm bánh mì, máy pha cà phê, nồi cơm điện, ấm đun nước, bếp rời, nồi chiên nhe, máy xay sinh tố, máy ép, lò vi sóng.

⁶ Thiết bị nhà bếp lớn: bao gồm máy hút mùi, lò nướng, bếp tích hợp, thiết bị nấu ăn lớn rời và tích hợp.

Doanh thu thiết bị nhà bếp nhỏ và lớn tại Việt Nam (2017-2027F)

Cơ cấu thu nhập khả dụng theo hộ gia đình (2015-2027F)


Nguồn: Euromonitor, Fitch Solutions, FPTS tổng hợp

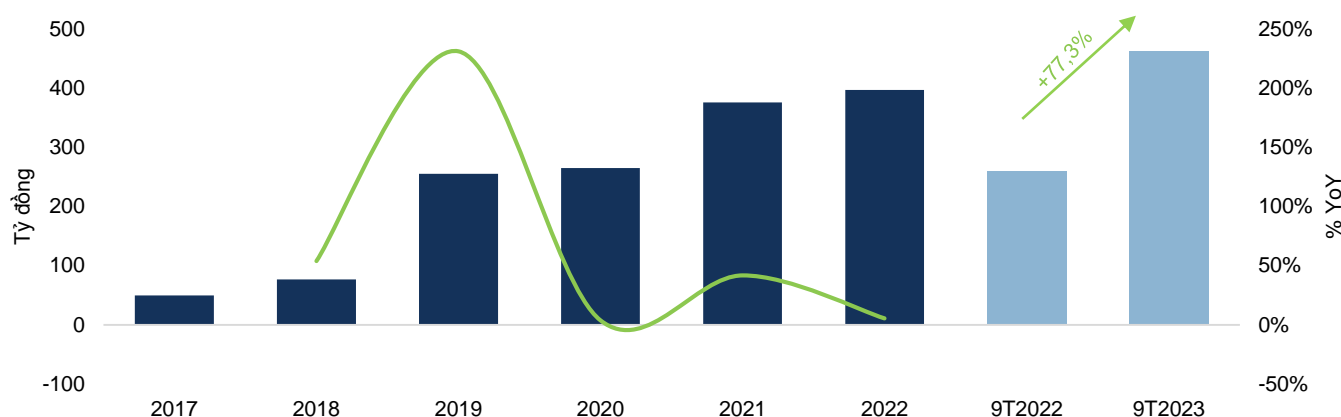
Ngoài ra, DGW dự kiến sẽ mở bán thêm tủ lạnh và máy điều hòa Xiaomi trong đầu năm 2024, với kỳ vọng sẽ đạt 3% thị phần trong năm 2024. Quy mô thị trường của 2 mảng này dự kiến sẽ đạt 47,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, và dự báo sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +4,2%/năm trong giai đoạn 2024-2027F. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng thiết bị gia dụng trong năm 2023 sẽ đạt 706 tỷ đồng (+27,0% YoY), và sẽ tăng trưởng với mức CAGR = +19,5%/năm trong giai đoạn 2023-2028F nhờ (1) ti vi Xiaomi gia tăng thị phần và (2) liên tục mở rộng danh mục sản phẩm mới, với tủ lạnh và máy điều hòa Xiaomi trong năm 2024.

Doanh thu tủ lạnh và máy điều hòa tại Việt Nam (2017-2027F)


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

2.5. Hàng tiêu dùng – Kỳ vọng tăng trưởng đến từ mảng đồ uống

Doanh thu hàng tiêu dùng của DGW (2017-2023)



Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Doanh thu hàng tiêu dùng tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +51,3%/năm trong giai đoạn 2017-2022, mặc dù chỉ chiếm ~2% trong doanh thu của DGW năm 2022. Trong đó, chúng tôi ước tính doanh thu hàng tiêu dùng nhanh chiếm ~50% trong doanh thu hàng tiêu dùng, 50% còn lại đến từ mảng chăm sóc sức khỏe. Danh mục hàng tiêu dùng được chúng tôi liệt kê ở bảng dưới đây:

Bảng 4: Danh mục sản phẩm hàng tiêu dùng phân phối bởi DGW

Mảng	Phân khúc	Thương hiệu	Danh mục sản phẩm	Kênh phân phối chính	Thời điểm phân phối
Hàng tiêu dùng nhanh	Đồ uống	ABInBev	Bia cao cấp	MT	Q4/2022
		Lotte Chilsung	Soda sữa và sữa trái cây	MT, GT	Q2/2023
	Chăm sóc cá nhân/cuộc sống	Lion	Chất tẩy rửa, xà phòng, vệ sinh răng miệng, v.v.	GT, MT	Q3/2017
Chăm sóc sức khỏe	Thực phẩm chức năng	Nestle Health Science	Sữa dinh dưỡng y học	OTC, ETC	Q1/2019
		Genacol	Bảo vệ sức khỏe	OTC	Q1/2021
	Thuốc	Regenflex	Xương khớp	ETC	Q4/2020
		Vstent	Ổng đỡ động mạch	ETC	Q2/2021

Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

2.5.1. Hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) – Kỳ vọng tăng trưởng đến từ mảng đồ uống

► Đồ uống – Triển vọng tích cực từ mảng bia

DGW gia nhập ngành hàng đồ uống bằng việc hợp tác với ABInBev trong T12/2022, với các sản phẩm bia cao cấp như Budweiser, Corona, Leffe và Becks. Trong đó, DGW sẽ phụ trách toàn bộ kênh phân phối MT (siêu thị, cửa hàng tiện lợi, thương mại điện tử) của ABInBev - chiếm ~25% doanh số của ABInBev. Trong 9T2023, ABInBev hiện đã chiếm hơn 50% doanh thu của mảng hàng tiêu dùng nhanh.

Chúng tôi đánh giá việc DGW thâm nhập ngành hàng đồ uống bằng kênh MT là một bước đi thận trọng, giúp DGW tiết kiệm chi phí về nhân sự và quảng cáo hơn so với kênh GT (cửa hàng tạp hóa) hay kênh On-trade⁷. Khi danh mục sản phẩm của DGW nhiều hơn, DGW sẽ bắt đầu triển khai phân phối thêm kênh GT do yêu cầu nhiều chi phí xây dựng và phát triển đội ngũ bán hàng. Hiện DGW đã thiết lập một số điểm bán kênh GT ở các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh. Đối với kênh Off-trade⁸, mức độ thâm nhập sẽ khó hơn do (1) đặc thù các quán nhậu, nhà hàng sẽ ký hợp đồng độc quyền về hình ảnh với 1 hãng bia trong 1 thời gian nhất định và (2) ABInbev chỉ mới gia nhập vào Việt Nam với thị phần còn thấp nên sẽ khó cạnh tranh với các hãng bia khác.

Bên cạnh bia, DGW đã phân phối thêm nhãn hàng mới Lotte Chilsung từ Q2/2023, với danh mục sản phẩm chính là soda sữa Milkis cho trẻ vị thành niên và nước vị trái cây Bread Barber Shop cho trẻ em. Trong đó, sản phẩm

⁷ On-trade (Kênh tiêu thụ tại chỗ): hay còn được gọi là kênh HORECA, bao gồm khách sạn, quán ăn, nhà hàng, quán nhậu, quán bar, v.v.

⁸ Off-trade (Kênh tiêu thụ mua về nhà): bao gồm kênh MT (kênh hiện đại) và kênh GT (kênh truyền thống)

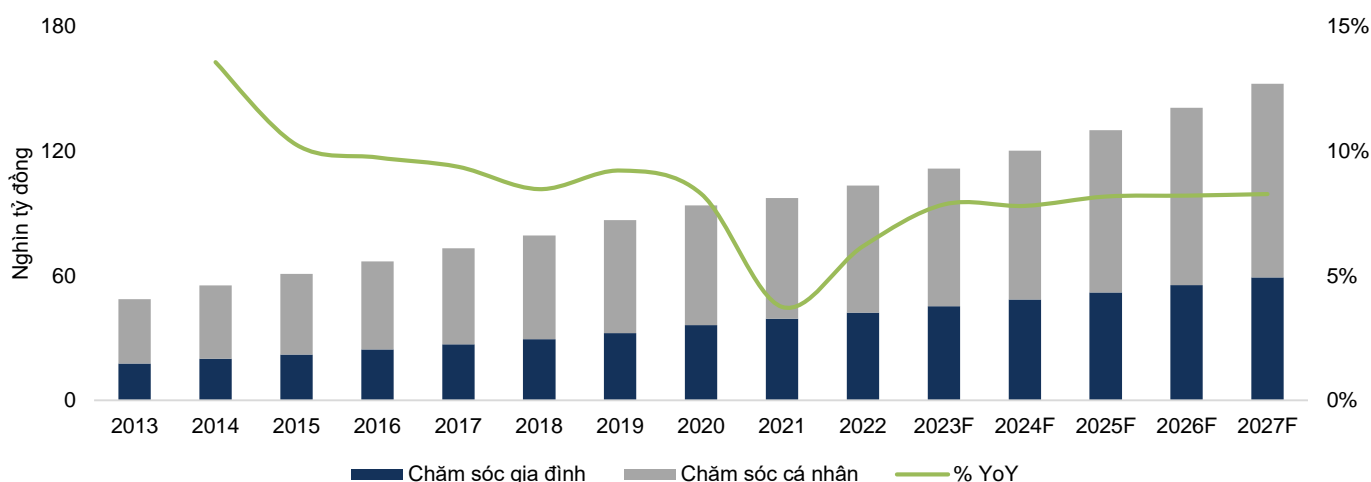
Milkis đã phổ biến ở các quốc gia khác ngoài Hàn Quốc như Nga, Trung Quốc và Mỹ. DGW sẽ nhập trực tiếp các sản phẩm trên từ Hàn Quốc và phân phối trên kênh MT và GT. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm của Lottle Chilsung sẽ khả quan nhờ (1) đồ uống Hàn Quốc hợp khẩu vị của người Việt và (2) sản phẩm tương đối đặc thù nên sẽ ít chịu cạnh tranh hơn, đặc biệt là sản phẩm soda sữa Milkis và (3) giá cả phải chăng.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đồ uống tăng trưởng với CAGR = +25,0%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, với động lực tăng trưởng chính đến từ mảng bia nhờ (1) mở rộng thêm danh mục sản phẩm bia để thâm nhập sâu hơn vào các kênh phân phối và (2) ngành bia được dự báo có tăng trưởng ở mức cao ([Xem thêm Phụ lục 6: Tăng trưởng mảng bia tại Việt Nam giai đoạn 2010-2027F](#)).

► **Chăm sóc cá nhân/gia đình – Triển vọng từ mở rộng danh mục sản phẩm và nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ**

Thị trường chăm sóc cá nhân⁹ và chăm sóc gia đình¹⁰ tại Việt Nam có quy mô 103 nghìn tỷ đồng trong năm 2022, tăng trưởng nhanh ở mức CAGR = +8,7%/năm (CAGR - chăm sóc cá nhân = +7,9%/năm, CAGR - chăm sóc gia đình = +10,1%/năm) giai đoạn 2013-2022. Theo Euromonitor dự báo, thị trường chăm sóc cá nhân và gia đình vẫn sẽ tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +8,1%/năm (CAGR - chăm sóc cá nhân = +8,8%/năm, CAGR - chăm sóc gia đình = +7,0%/năm) trong giai đoạn 2022-2027F. Trong đó, động lực tăng trưởng của mảng chăm sóc cá nhân đến từ (1) thu nhập và nhận thức về sức khỏe của người tiêu dùng gia tăng và (2) người tiêu dùng ngày càng chú trọng về nguồn gốc và đặc tính của sản phẩm (thành phần, mùi hương, các tính năng bổ sung). Đối với mảng chăm sóc gia đình, động lực tăng trưởng sẽ đến từ (1) số lượng hộ gia đình gia tăng nhờ quy mô hộ gia đình ở Việt Nam ngày càng thu hẹp và (2) tiêu chuẩn vệ sinh của người tiêu dùng ngày càng nâng cao, đặc biệt sau dịch Covid-19.

Quy mô chăm sóc cá nhân/gia đình tại Việt Nam (2013-2027F)



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

DGW bắt đầu gia nhập ngành hàng chăm sóc cá nhân/gia đình trong Q3/2017 nhờ M&A công ty TNHH C.L (nay là CTCP dịch vụ phát triển thị trường C.L) - phân phối độc quyền các sản phẩm cao cấp của tập đoàn Lion (Nhật Bản), với danh mục sản phẩm chính bao gồm chất tẩy rửa, xà phòng, vệ sinh răng miệng, v.v. Lion hiện nằm trong top 5 thị phần ở mảng chăm sóc gia đình tại nhiều quốc gia (Thái Lan, Malaysia, Nhật Bản, Singapore) trong khu vực châu Á, nhờ (1) nhu cầu về sản phẩm cao cấp ngày càng gia tăng khi nhận thức về sức khỏe và vệ sinh của người tiêu dùng được cải thiện và (2) tầng lớp trung lưu đang phát triển nhanh chóng ở các nước châu Á ([Xem thêm Phụ lục 7: Thị phần và thứ hạng của Lion trong mảng chăm sóc cá nhân/gia đình ở khu vực châu Á](#)). Mặc dù vậy, thị phần của Lion tại Việt Nam vẫn còn rất khiêm tốn sau nhiều năm thâm nhập thị trường, với 1,2% thị phần trong mảng chăm sóc gia đình và 0,1% thị phần trong mảng chăm sóc cá nhân. Nguyên nhân đến từ (1) việc vận hành chưa hiệu quả của công ty C.L và cơ cấu danh mục sản phẩm chưa phù hợp với thị hiếu người

⁹ Chăm sóc cá nhân: bao gồm sữa tắm, mỹ phẩm màu, lăn khử mùi, thuốc tẩy lông, nước hoa, chăm sóc tóc, chăm sóc răng miệng, chăm sóc da.

¹⁰ Chăm sóc gia đình: bao gồm chăm sóc không khí, chất tẩy trắng, nước rửa chén, thuốc diệt côn trùng trong nhà, chăm sóc giặt ủi, chăm sóc và đánh bóng bề mặt, chăm sóc nhà vệ sinh.

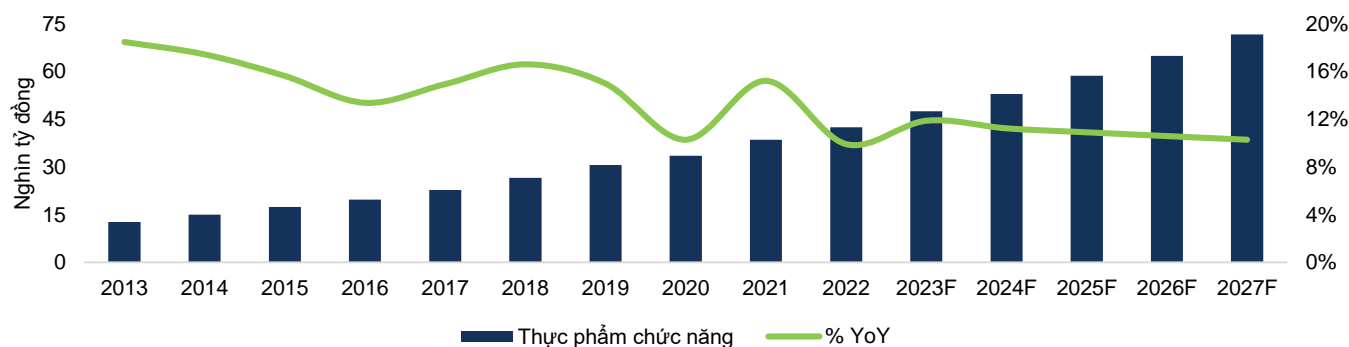
tiêu dùng và (2) mức độ cạnh tranh cao do thị trường khá phân mảnh. Hiện DGW vẫn đang trong quá trình tái cấu trúc công ty C.L. Trong Q4/2023, DGW dự kiến sẽ bổ sung thêm nhãn hàng Mitsuei (Nhật Bản) với danh mục sản phẩm chính bao gồm nước rửa tay, sữa tắm, chất tẩy rửa trong nhà bếp.

Như vậy, chúng tôi dự phóng mảng chăm sóc cá nhân/gia đình của DGW sẽ tăng trưởng với CAGR = +20,0%/năm trong giai đoạn 2023-2028F nhờ (1) kỳ vọng tái cơ cấu công ty C.L thành công, (2) mở rộng thêm danh mục sản phẩm mới và (3) triển vọng tăng trưởng khả quan của mảng chăm sóc cá nhân/gia đình.

2.5.2. Chăm sóc sức khỏe – Thuốc kê đơn sẽ là động lực tăng trưởng chính

► Thực phẩm chức năng – Thị trường dinh dưỡng y học nhiều tiềm năng

Doanh thu ngành thực phẩm chức năng tại Việt Nam (2013-2027F)

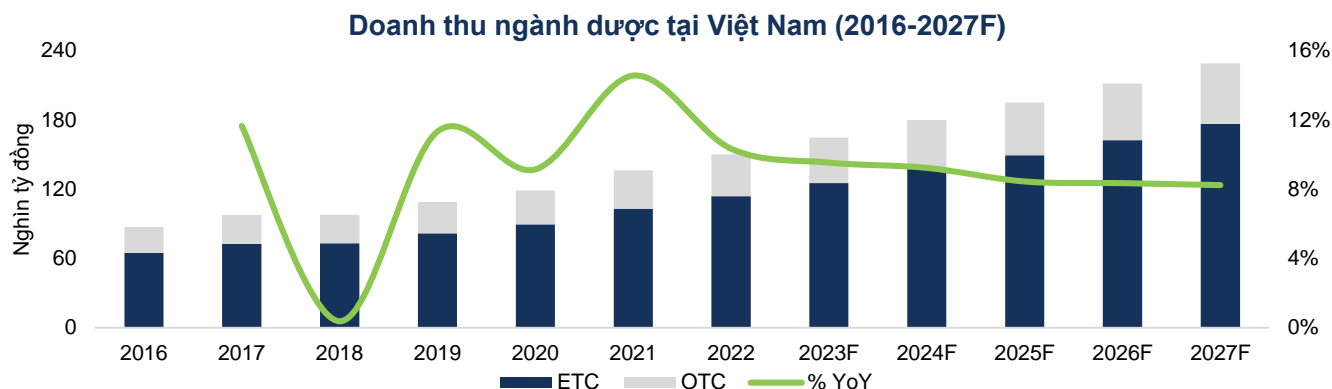


* Quy mô thực phẩm chức năng được ước tính bằng tổng của “Dinh dưỡng thể thao”, “Vitamin và thực phẩm bổ sung”, “Quản lý cân nặng và sức khỏe” trên Euromonitor, không gồm thực phẩm dinh dưỡng y học do quy mô nhỏ và không có số liệu thống kê
 Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Thị trường thực phẩm chức năng tại Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = +14,1%/năm giai đoạn 2013-2023 nhờ (1) thu nhập người dân ngày càng cải thiện và (2) ý thức và nhu cầu phòng bệnh gia tăng, đặc biệt sau dịch Covid-19 và (3) chú trọng đến sức khỏe thể chất. Trong đó, thực phẩm chức năng gồm 3 nhóm chính là (1) thực phẩm bổ sung, (2) thực phẩm bảo vệ sức khỏe và (3) thực phẩm dinh dưỡng y học, với thị trường rất phân mảnh khi có hơn 4.000 doanh nghiệp tham gia sản xuất kinh doanh đã đăng ký và khoảng 11.000 sản phẩm đang lưu hành. Thực trạng ngành thực phẩm chức năng tại Việt Nam những năm trở lại đây đầy rẫy hàng giả và hàng kém chất lượng, được quảng cáo và bày bán tràn lan trên nhiều kênh tiêu thụ, đặc biệt là qua các sàn thương mại điện tử ([Xem thêm Phụ lục 8: Hiện trạng của ngành thực phẩm chức năng tại Việt Nam](#)).

DGW bắt đầu gia nhập mảng phân phối thực phẩm chức năng bằng việc thành lập công ty con CSV Healthcare (DGW sở hữu 80% cổ phần), chuyên phân phối sản phẩm Kingsman (tăng cường sinh lý cho nam giới) của Vinamedic kể từ Q3/2017. Mặc dù vậy, DGW hiện đã ngừng phân phối sản phẩm Kingsmen và đã hoàn thành thủ tục giải thể CSV Healthcare trong Q1/2023, do (1) khó cạnh tranh với các sản phẩm đã nổi tiếng trên thị trường như Sâm Alipas hay Rocket 1h và (2) ít đầu tư vào quảng cáo để nâng cao mức độ nhận diện thương hiệu trong bối cảnh thị trường thực phẩm chức năng còn rất phân mảnh.

Hiện tại, danh mục thực phẩm chức năng của DGW chủ yếu bao gồm 2 thương hiệu chính là (1) Genacol (tái tạo sụn khớp) trong nhóm bảo vệ sức khỏe và (2) Nestle Health Science (sữa dinh dưỡng y học) trong nhóm dinh dưỡng y học. Trong đó, doanh thu Nestle Health Science chiếm chủ yếu, với các sản phẩm như Nutren Junior cho trẻ suy dinh dưỡng, Nutren Diabetes cho bệnh nhân đái tháo đường, Nutren Optimum cho người cao tuổi, v.v. Trong đó, DGW đóng vai trò nhà là phân phối tổng, đảm nhận “Thực hiện đơn hàng” (bao gồm nhập hàng, lưu kho, đóng gói và vận chuyển), trong khi Nestle sẽ đảm nhận việc mở rộng và phát triển thị trường và kênh phân phối. Chúng tôi cho rằng quy mô thực phẩm dinh dưỡng y học của Việt Nam đang còn nhỏ do (1) hiểu biết và nhận thức về dinh dưỡng của người dân còn thấp và (2) sản phẩm có giá thành tương đối cao và mang tính chất đặc thù khi dành cho cho đối tượng, nhu cầu hay bệnh lý cụ thể. Dựa vào những phân tích trên, chúng tôi dự báo doanh thu mảng thực phẩm chức năng của DGW dự kiến tăng trưởng với CAGR = +15%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, nhờ (1) triển vọng khả quan của mảng dinh dưỡng y học khi thu nhập người dân và trình độ dân trí được cải thiện và (2) Nestle Health Science là thương hiệu nổi tiếng với chất lượng được đảm bảo nên sẽ không bị ảnh hưởng bởi hiện trạng tiêu cực chung đang diễn ra ở thị trường thực phẩm chức năng.

► Dược phẩm – Mở rộng danh mục thuốc kê đơn dựa trên lợi thế có sẵn


* Thuốc ETC (thuốc kê đơn) là thuốc được bác sĩ chỉ định, chủ yếu phân phối ở các bệnh viện, nhà thuốc bệnh viện, phòng khám

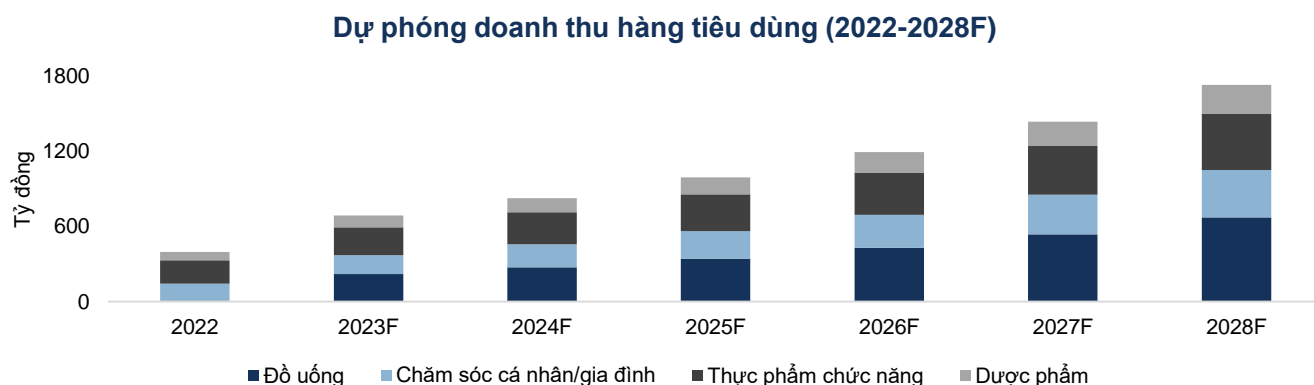
** Thuốc OTC (thuốc không kê đơn) chủ yếu phân phối ở các nhà thuốc bán lẻ

Nguồn: Fitch Solutions, FPTS tổng hợp

Tại Việt Nam, quy mô ngành dược ước tính đạt 164,8 nghìn tỷ đồng năm 2023, tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = +9,5%/năm trong giai đoạn 2016-2023, nhờ (1) tốc độ già hóa dân số nhanh chóng ([Xem thêm Phụ lục 9: Cơ cấu dân số của Việt Nam theo độ tuổi giai đoạn 2000-2040F](#)), (2) môi trường sống ô nhiễm gia tăng các loại bệnh tật và (3) thu nhập và nhận thức về sức khỏe được cải thiện. Trong cơ cấu ngành dược, thuốc ETC (thuốc kê đơn) chiếm ~75% doanh thu, còn lại là thuốc OTC (thuốc không kê đơn). Theo dự báo của Fitch Solutions, doanh thu ngành dược vẫn sẽ tăng trưởng ở mức cao với CAGR = +8,6%/năm giai đoạn 2023-2027F, trong đó thuốc ETC dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh hơn với CAGR = +8,9%/năm, nhờ (1) cơ sở hạ tầng và chất lượng dịch vụ chăm sóc sức khỏe tốt hơn, (2) sự gia tăng tỷ lệ mắc các bệnh mãn tính và (3) việc mở rộng tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế.

Trong mảng dược của DGW, doanh thu từ thuốc ETC chiếm tỷ trọng chính, với sản phẩm chính bao gồm Regenflex (cơ xương khớp) và Vstent (tim mạch). Trong đó, bệnh tim mạch luôn là vấn đề thách thức của Việt Nam do tỷ lệ mắc bệnh về tim mạch và huyết áp tại Việt Nam ở mức cao, ước tính ~20% dân số Việt Nam năm 2017 (theo Liên đoàn Tim mạch Thế giới) và tỷ lệ tử vong cao (178/100.000 người theo Tổ chức Y tế Thế giới). DGW có lợi thế về mạng lưới phân phối kênh ETC đối với các sản phẩm thuốc cơ xương khớp và tim mạch thông qua CTCP dược phẩm Đại Tín Pharma - công ty liên kết của DGW với tỷ lệ sở hữu 36% cổ phần.

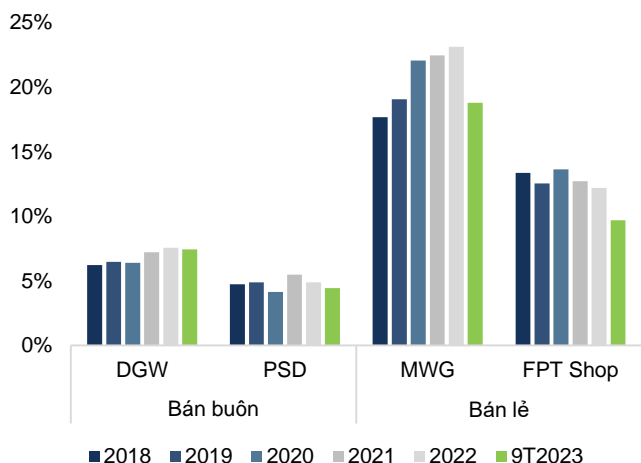
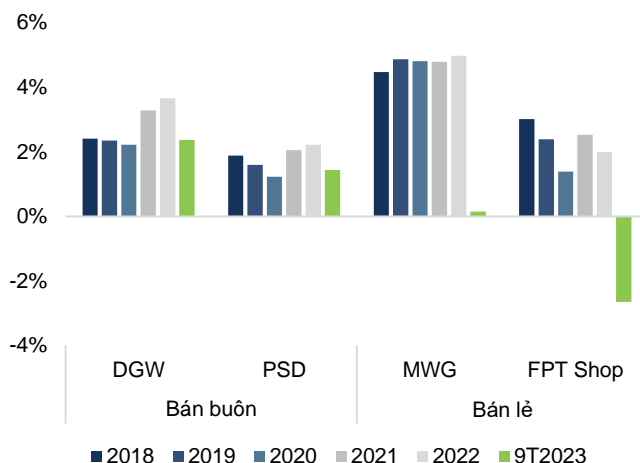
DGW định hướng thuốc ETC sẽ là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn. Trong Q4/2022, DGW đã xây dựng xong hệ thống kho bãi và giấy phép cần thiết để có thể nhập khẩu thuốc ETC về Việt Nam. DGW đang trong quá trình chọn lựa các loại thuốc phù hợp, chủ yếu sẽ xoay quanh bệnh cơ xương khớp và tim mạch nhờ mạng lưới kết nối sẵn có với bệnh viện và bác sĩ. DGW chia sẻ thời gian xin giấy phép nhập khẩu thuốc kéo dài trung bình từ 12-18 tháng và sau khi có giấy phép, DGW sẽ trở thành nhà phân phối độc quyền loại thuốc đó tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng triển vọng doanh thu của mảng thuốc của DGW sẽ tăng trưởng với CAGR = +20,0%/năm giai đoạn 2023-2028F, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng chung của ngành nhờ (1) mở rộng danh mục sản phẩm thuốc kê toa liên quan đến cơ xương khớp và tim mạch thông qua nhập khẩu và (2) lợi thế về kênh phân phối của CTCP dược phẩm Đại Tín Pharma.



Nguồn: FPTS ước tính và dự phóng

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. DGW ít chịu ảnh hưởng trong bối cảnh thị trường ICT kém khả quan nhờ mô hình kinh doanh ít rủi ro

Biên lợi nhuận gộp của các DN bán lẻ/bán buôn ICT

Biên lợi nhuận hoạt động của các DN bán lẻ/bán buôn ICT


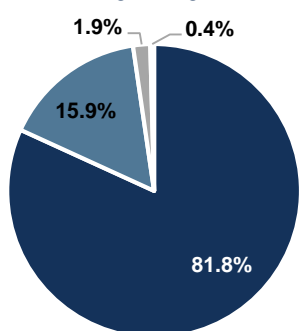
* PSD là công ty con của PET, chuyên phân phối các sản phẩm ICT

** FPT Shop được lấy từ BCTC công ty mẹ của FRT

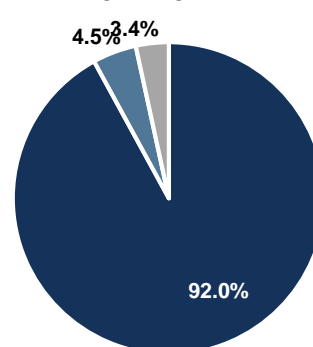
Nguồn: DGW, PSD, MWG, FRT, FPT S tổng hợp

Nhìn chung, các doanh nghiệp bán lẻ (MWG và FPT Shop) sẽ có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các doanh nghiệp phân phối (DGW và PSD) để bù đắp các chi phí cố định lớn như chi phí thuê mặt bằng và lương nhân viên tại các cửa hàng. Như vậy, mô hình hoạt động của các doanh nghiệp bán lẻ sẽ chịu nhiều rủi ro hơn khi có đòn bẩy hoạt động cao hơn, dẫn đến biên lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp bán lẻ thường sẽ cao hơn các doanh nghiệp bán buôn trong điều kiện thị trường thuận lợi như trong giai đoạn 2018-2022. Ngược lại, trong 9T2023, các doanh nghiệp bán buôn lại ít chịu ảnh hưởng hơn so với các doanh nghiệp bán lẻ trong thời điểm thị trường ICT diễn biến tiêu cực, gây ra bởi nhu cầu các sản phẩm ICT suy yếu và cuộc chiến cạnh tranh về giá để giành thị phần của các doanh nghiệp bán lẻ. Minh chứng là biên lợi nhuận hoạt động của DGW và PSD trong 9T2023 lần lượt đạt mức 2,4% và 1,4%, cao hơn nhiều so với mức 0,1% của MWG và -2,7% của FPT Shop.

Xét riêng với các doanh nghiệp bán buôn, biên lợi nhuận gộp của DGW cao hơn PSD chủ yếu do sự khác biệt về cơ cấu sản phẩm, khi (1) tỷ trọng các sản phẩm ngoài ĐTDĐ, MTXT và MTB (với biên gộp cao hơn) của DGW chiếm tỷ trọng cao hơn và (2) mảng thiết bị gia dụng của PSD đang gặp khó khăn và phải tái cấu trúc. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc (1) các nhãn hàng mà PSD phân phối (SANCO, SKMagic, Pensonics, Cuchen) không có khả năng cạnh tranh và (2) quy mô kênh bán hàng thu hẹp, đặc biệt mất đi chuỗi hệ thống phân phối Nguyễn Kim.

Cơ cấu doanh thu của DGW giai đoạn 2017-2022


■ ĐTDĐ, MTXT và MTB
■ Hàng tiêu dùng

Cơ cấu doanh thu của PSD giai đoạn 2017-2022


■ ĐTDĐ, MTXT và MTB ■ Thiết bị gia dụng ■ Khác

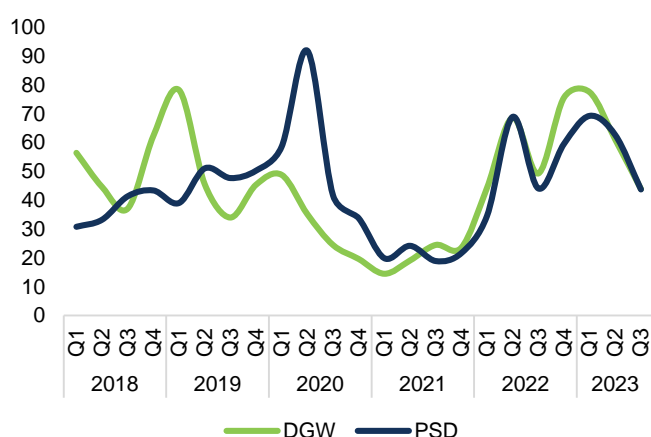
Nguồn: DGW, PSD, FPT S tổng hợp

Trong giai đoạn 2021-2022, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp bán buôn có diễn biến tích cực nhờ nhu cầu các sản phẩm ICT gia tăng (bởi nhu cầu làm việc và học tập từ xa trở thành xu hướng) và nguồn cung bị hạn chế (bởi nguồn cung chip thiết hụt do đứt gãy chuỗi cung ứng) trong dịch Covid-19. Điều này giúp giá bán các sản phẩm ICT luôn giữ ở mức cao và các doanh nghiệp bán buôn tiết giảm chi phí bán hàng khi không cần thực hiện nhiều các hoạt động chiết khấu cho các đại lý bán lẻ.

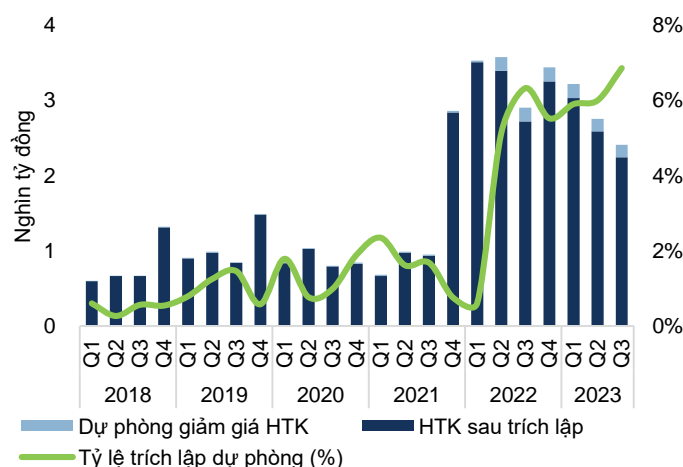
Trong 9T2023, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh của DGW đã quay về mức trước dịch Covid-19, do (1) tình hình kinh doanh các sản phẩm ICT kém khả quan nên phải tăng mức chiết khấu cho các đại lý và (2) các mảng kinh doanh ngoài ĐTDĐ, MTXT và MTB mặc dù có biên lợi nhuận cao nhưng có tỷ lệ chi phí hoạt động (chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp) trên doanh thu cũng ở mức cao. Điều này chủ yếu là do các mảng này quy mô vẫn còn nhỏ nên DGW vẫn chưa tận dụng được lợi thế về quy mô.

2. Số ngày tồn kho đã quay về mức an toàn, dự kiến sẽ được kiểm soát tốt hơn khi nâng cấp hệ thống ERP

Số ngày tồn kho của DGW và PSD (2018-2023)



HTK và tỷ lệ trích lập dự phòng HTK của DGW (2018-2023)



* Tỷ lệ trích lập HTK = Dự phòng giảm giá HTK/Giá trị HTK trước khi trích lập
 Nguồn: DGW, PSD, FPT S tổng hợp

Nhìn chung, số ngày hàng tồn kho của DGW có diễn biến tương đối tương đồng so với PSD kể từ năm 2021. Số ngày hàng tồn kho của DGW giảm dần trong giai đoạn 2018-2021 nhờ (1) DGW triển khai hệ thống SAP Business One (ERP) từ năm 2010 để quản lý hàng tồn kho của từng đại lý nhanh chóng và chính xác và lên kế hoạch chi tiết nhập sản phẩm phù hợp với nhu cầu và (2) nhu cầu sản phẩm ICT tăng cao trong khi nguồn cung bị hạn chế bởi tình trạng thiếu chip trong dịch Covid-19 trong giai đoạn 2020-2021. Tuy nhiên, số ngày hàng tồn kho bắt đầu gia tăng đáng kể trong năm 2022 do (1) DGW gia tăng nhập hàng tồn kho để bắt đầu thâm nhập mảng thiết bị gia dụng trong Q2/2022 với các thương hiệu Whirlpool, Joyoung và Ti vi Xiaomi và đối phó với chính sách zero-covid tại Trung Quốc và (2) nhu cầu ICT bắt đầu giảm từ cuối Q1/2022. Theo đó, số ngày hàng tồn kho đã đạt đỉnh điểm quanh mức 76-78 ngày trong giai đoạn Q4/2022-Q1/2023, gây ra bởi nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng ICT xuống mức đáy do tình hình lạm phát tăng cao (tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng CPI cũng đạt đỉnh trong giai đoạn này). Sau giai đoạn trên, số ngày hàng tồn kho đã quay trở lại về mức an toàn khi nhu cầu các mặt hàng ICT đã có sự cải thiện, hiện đạt 44 ngày trong Q3/2023. Chúng tôi cũng nhận thấy tỷ lệ trích lập dự phòng hàng tồn kho của DGW cũng gia tăng đáng kể, từ mức dưới 3% lên mức ~5-7% kể từ Q2/2022. Điều này là phù hợp trong bối cảnh số ngày hàng tồn kho tăng cao và đặc thù các mặt hàng thiết bị điện tử càng để lâu thì sẽ càng nhanh mất giá trị và dễ hư hỏng.

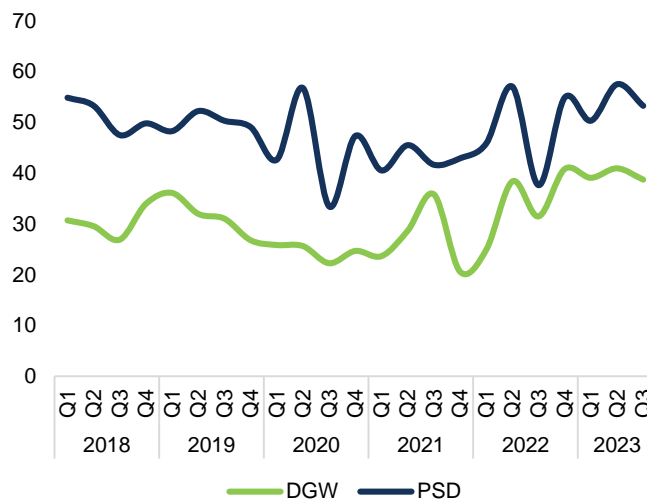
DGW mong muốn kiểm soát số ngày hàng tồn kho dao động trong khoảng 45 – 67 ngày (tương đương với 8 tuần cộng với biên độ 20%), do đặc thù phương thức sản xuất trong mảng ICT là “build-to-order” (khi nào nhận được đơn hàng thì hãng mới bắt đầu lắp ráp), với thời gian trung bình từ lúc DGW đặt đơn hàng tới lúc nhận được sản phẩm sẽ kéo dài trong 8 tuần. DGW dự kiến nâng cấp hệ thống ERP lên SAP S/4HANA, giúp tính toán và quản lý dữ liệu nhanh hơn, phù hợp trong bối cảnh DGW ngày càng gia tăng về quy mô và mở rộng nhiều công ty con và sản phẩm mới. Vì vậy, chúng tôi cho rằng hàng tồn kho dự kiến sẽ được kiểm soát tốt hơn kể từ năm 2024 khi phần mềm mới dự kiến đi vào vận hành chính thức vào 01/01/2024.

3. Số ngày phải thu gia tăng để hỗ trợ các doanh nghiệp bán lẻ trong cuộc chiến cạnh tranh về giá

Chúng tôi cho rằng DGW có chính sách công nợ khắt khe hơn so với PSD, thể hiện ở số ngày phải thu của DGW thấp hơn PSD. Điều này đến từ việc DGW có vị thế cao hơn trong mảng phân phối sản phẩm ICT nên chính sách công nợ của PSD phải nới lỏng hơn để giúp gia tăng khả năng cạnh tranh với DGW. Nhìn chung, số ngày phải thu của DGW và PSD có diễn biến khá tương đồng nhau, với số ngày phải thu gia tăng đáng kể trong giai đoạn Q2/2022-Q3/2023 do nhu cầu sản phẩm ICT suy yếu khiến các doanh nghiệp bán buôn như DGW và PSD phải giãn chính sách thu hồi công nợ để hỗ trợ và kích thích nhu cầu từ các đại lý bán lẻ.

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá rủi ro thu hồi khoản phải thu tại Q3/2023 là thấp nhờ (1) 35% khoản phải thu đến từ các chuỗi bán lẻ lớn MWG và FRT với tiềm lực tài chính tốt và (2) các đại lý/chuỗi bán lẻ nhỏ hơn (Phong Vũ, Hoàng Hà Mobile, Shop Dunk, v.v.) chỉ chiếm dưới 4% trong tổng khoản phải thu.

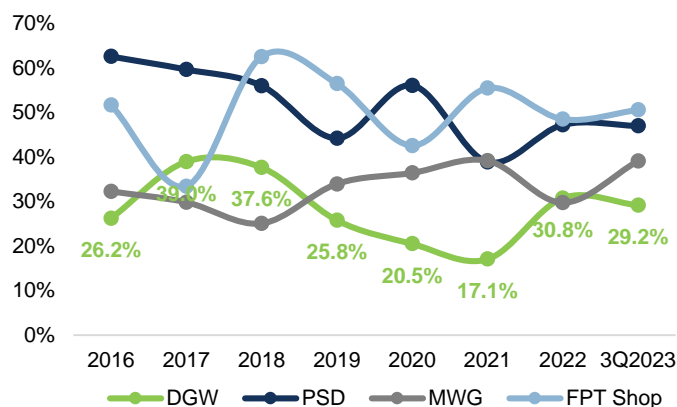
Số ngày phải thu của DGW và PSD (2018-2023)



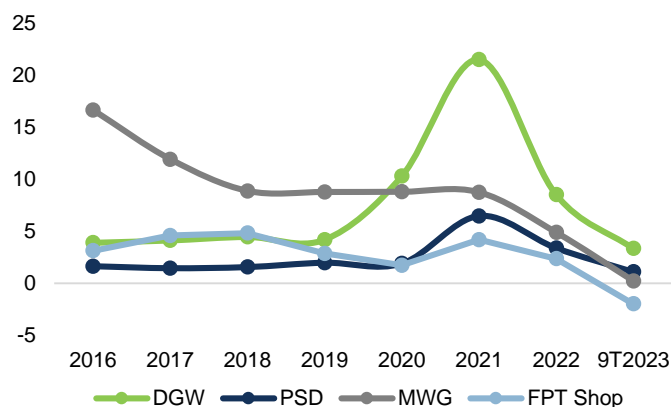
Nguồn: DGW, PSD, FPTST tổng hợp

4. Cơ cấu tài chính lành mạnh, khả năng thanh toán vẫn ở mức an toàn (Quay lại)

Tỷ trọng nợ vay/TTS của các doanh nghiệp bán lẻ/bán buôn (2016-2023)



Khả năng chi trả lãi vay của các doanh nghiệp bán lẻ/bán buôn (2016-2023)



* Khả năng chi trả lãi vay = Lợi nhuận thuần từ HĐKD (Lợi nhuận gộp trừ CP bán hàng & CP quản lý DN)/Chi phí lãi vay
 Nguồn: DGW, PSD, MWG, FRT, FPTST tổng hợp

DGW có cơ cấu đòn bẩy lành mạnh nhất trong các DN bán lẻ/bán buôn ICT khi DGW luôn duy trì tỷ trọng nợ vay/TTS ở mức thấp nhất ngành trong giai đoạn 2016-2022, trung bình chỉ ở mức 28,1%. Trong đó, nợ vay của DGW chủ yếu là nợ vay ngắn hạn, do đặc thù của mô hình kinh doanh bán buôn chủ yếu đầu tư vào vốn lưu động, không yêu cầu đầu tư nhiều vào tài sản cố định.

Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm ICT suy yếu và cạnh tranh về giá giữa các nhà bán lẻ, khả năng chi trả lãi vay của các doanh nghiệp bán buôn (DGW và PSD) ít bị ảnh hưởng hơn so với doanh nghiệp bán lẻ (MWG, FPT Shop) và vẫn duy trì ở mức lớn hơn 1 trong 9T2023. Nguyên nhân chủ yếu do mô hình kinh doanh bán buôn không chịu nhiều chi phí cố định (chi phí thuê mặt bằng, lương nhân viên tại các cửa hàng) so với mô hình bán lẻ. Xét riêng các doanh nghiệp bán buôn, khả năng chi trả lãi vay trong 9T2023 của DGW đạt ~3,3 lần, an toàn hơn so với mức ~1,1 lần của PSD, nhờ (1) tỷ lệ sử dụng đòn bẩy thấp hơn và (2) hoạt động kinh doanh khả quan hơn.

IV. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính của DGW, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của DGW giai đoạn 2023 – 2028F như sau:

Chỉ tiêu	Giả định	
Doanh thu thuần	<p>Doanh thu thuần của DGW năm 2023 ước đạt 19.182 tỷ đồng (-13,0% YoY), và dự kiến tăng trưởng với CAGR = +12,4%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, trong đó:</p> <p>Mảng MTXT và MTB: Doanh thu dự kiến đạt 6.149 tỷ đồng (-12,5% YoY) trong năm 2023 do việc cắt giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu trong bối cảnh lạm phát tăng cao và các công ty tài chính tiêu dùng thắt chặt chính sách cho vay tiêu dùng cá nhân. Mặc dù vậy, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024 sẽ phục hồi lên mức 7.071 tỷ đồng (+15,0% YoY) nhờ (1) nền kinh tế chung phục hồi và (2) nhu cầu mua MTXT bùng nổ gần nhất rơi vào cuối năm 2021 và chu kỳ thay thế MTXT thường là 3 năm. Trong giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng MTXT và MTB của DGW sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +9,5%/năm, cao hơn so với tăng trưởng chung của mảng MTXT nhờ DGW có lợi thế hơn so với các nhà phân phối khác ở xu hướng cao cấp hóa.</p> <p>Mảng ĐTDD: Doanh thu năm 2023 dự kiến đạt 8.124 tỷ đồng (-24,5% YoY), bởi chúng tôi cho rằng doanh thu Q4/2023 chỉ cải thiện hơn so với Q3/2023 nhờ yếu tố vụ mùa. Doanh thu năm 2024 dự kiến đạt 9.414 tỷ đồng (+15,9% YoY) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ chung được phục hồi và (2) triển vọng tiêu thụ các sản phẩm điện thoại thông minh giá rẻ TCL và ZTE khả quan nhờ việc tắt sóng 2G trong năm 2024. Trong giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự báo doanh thu ĐTDD tăng trưởng với CAGR = +8,6%/năm, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng ngành nhờ thị phần của Xiaomi và Apple dự kiến sẽ cải thiện hơn so với thị trường chung.</p> <p>Mảng thiết bị văn phòng: Doanh thu năm 2023 dự kiến đạt 3.515 tỷ đồng (+5,9% YoY) nhờ hợp nhất kết quả kinh doanh của Achison (trong thiết bị công nghiệp) trong năm 2023 khi DGW đã nâng tỷ lệ sở hữu từ 49% lên 60% vào cuối T12/2022. Giai đoạn 2023-2028F, doanh thu dự kiến tăng trưởng với CAGR = +16,8%/năm, với động lực tăng trưởng chính trong mảng thiết bị văn phòng, nhờ triển vọng khả quan của ngành khi Việt Nam trở thành công xưởng của thế giới và M&A các doanh nghiệp trong ngành. Bên cạnh đó, mảng này cũng sẽ tạo thêm giá trị cộng hưởng đối với các mảng kinh doanh khác của DGW khi các doanh nghiệp trong mảng thiết bị công nghiệp thường có tệp khách hàng riêng biệt nên có thể khai thác tệp khách hàng của các công ty mục tiêu để bán chéo các sản phẩm hiện hữu.</p> <p>Mảng thiết bị gia dụng: Doanh thu năm 2023 dự kiến đạt 706 tỷ đồng (+27,0% YoY), và dự kiến sẽ tăng trưởng với mức CAGR = +19,5%/năm trong giai đoạn 2023-2028F nhờ (1) thị phần của Xiaomi gia tăng thị phần và (2) liên tục mở rộng danh mục sản phẩm mới, với tủ lạnh và máy điều hòa Xiaomi trong năm 2024.</p> <p>Mảng hàng tiêu dùng: Doanh thu năm 2023 dự kiến đạt 688 tỷ đồng (+73,3% YoY), chủ yếu đến từ việc bổ sung thêm nhãn hàng bia ABInBev. Giai đoạn 2023-2028F, doanh thu hàng tiêu dùng ước tính tăng trưởng với CAGR = +20,3%/năm, với động lực tăng trưởng chính từ mảng đồ uống (CAGR = +25,0%/năm) nhờ (1) DGW mở rộng thêm danh mục sản phẩm bia để thâm nhập sâu hơn vào kênh phân phối và (2) ngành bia được dự báo có tăng trưởng tương đối cao.</p>	
	<p>Năm 2023, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của DGW đạt 7,57% (+0,03 đpt YoY) do tỷ trọng doanh thu ngoài ĐTDD, MTXT & MTB (với biên lợi nhuận cao hơn) tăng cao, mặc dù biên lợi nhuận gộp các mặt hàng ICT suy giảm trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ ICT suy yếu và cuộc chiến về giá giữa các nhà bán lẻ ICT. Giai đoạn 2024-2028F, biên lợi nhuận gộp dự báo tăng từ mức 8,76% lên 10,42%, nhờ biên lợi nhuận gộp ĐTDD, MTXT & MTB phục hồi khi tình hình tiêu thụ ICT được cải thiện và tỷ trọng doanh thu ngoài ĐTDD, MTXT & MTB gia tăng.</p>	
	Biên lợi nhuận gộp	

Chi phí bán hàng

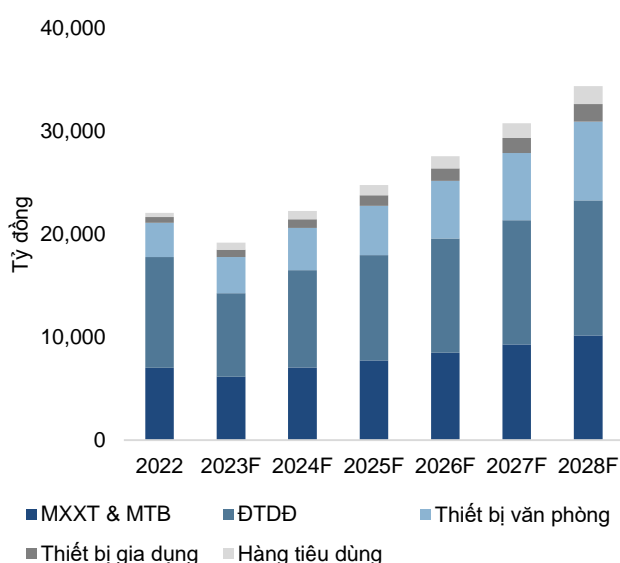
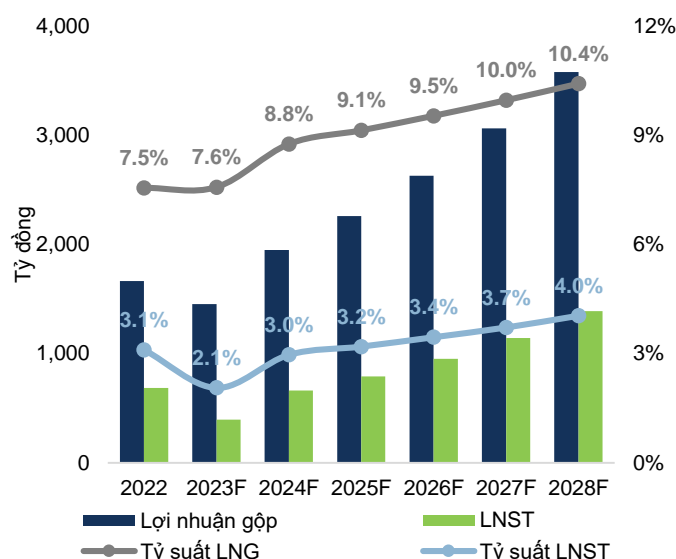
Năm 2023, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của DGW đạt 4,1% (+0,78 đpt YoY) do DGW phải tăng chi phí bán hàng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ ICT suy giảm. Giai đoạn 2024-2028F, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng từ 4,3% lên mức 4,7% do mảng hàng gia dùng có chi phí hoạt động/doanh thu cao hơn.

Lợi nhuận trước thuế

Năm 2023, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của DGW đạt 494 tỷ đồng (-42,8% YoY), dựa trên giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu lần lượt đạt 4,10% và 0,95%. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng từ 4,25% lên 4,65%, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng từ 0,96% lên 1,00%.

Lợi nhuận sau thuế

Năm 2023, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế đạt 395 tỷ đồng (-42,2% YoY), dựa trên giả định mức thuế thu nhập doanh nghiệp là 20%. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi vẫn giữ giả định này.

Dự phóng cơ cấu doanh thu của DGW (2022-2028F)

Dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DGW (2022-2028F)


Nguồn: FPTS dự phóng

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DGW bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu DGW được xác định là **58.700 đồng/cp**, cao hơn 14,0% so với mức giá đóng cửa ngày 29/11/2023, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	59.129	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	58.254	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		58.700	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2023	11,8%	Phần bù rủi ro	11,47%
Chi phí sử dụng nợ	6,5%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,76
Chi phí sử dụng VCSH	15,8%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,0%	Thời gian dự phóng	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)		11.325.771
(+ Tiền mặt tại công ty (triệu đồng)		281.783
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)		1.955.926
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		9.651.628
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		163.230
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		59.129
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		9.508.809
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		58.254

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	22.028	19.182	22.253	24.748
- Giá vốn hàng bán	20.365	17.730	20.305	22.489
Lợi nhuận gộp	1.663	1.451	1.948	2.260
- Chi phí bán hàng	722	787	947	1.078
- Chi phí quản lí DN	136	183	214	241
Lợi nhuận thuần HĐKD	805	481	787	941
- (Lỗ)/lãi HĐTC	65	13	38	47
- Lợi nhuận khác	(6)	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	864	494	825	987
- Chi phí lãi vay	94	114	111	125
Lợi nhuận trước thuế	862	494	825	987
- Thuế TNDN	175	99	165	197
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
LNST	684	395	660	790
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	684	395	660	790
EPS (đ)	4.219	2.418	4.042	4.839
EBITDA	870	503	836	999
Khấu hao	6	9	11	12
Tăng trưởng doanh thu	5%	-13%	16%	11%
Tăng trưởng LN HĐKD	17%	-40%	64%	20%
Tăng trưởng EBIT	5%	-43%	67%	20%
Tăng trưởng EPS	1%	-43%	67%	20%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,5%	7,6%	8,8%	9,1%
Tỷ suất LNST	3,1%	2,1%	3,0%	3,2%
ROE DuPont	32,5%	15,5%	22,9%	23,1%
ROA DuPont	10,6%	6,2%	9,5%	10,0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	3,9%	2,6%	3,7%	4,0%
LNST/LNTT	79,3%	80,0%	80,0%	80,0%
LNTT/EBIT	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	341,5%	299,9%	321,4%	312,5%
Đòn bẩy tài chính	306,8%	251,9%	239,8%	231,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	26,30	35,00	30,00	30,00
Số ngày tồn kho	55,05	50,00	45,00	45,00
Số ngày phải trả	21,69	34,82	34,82	34,82
Thời gian luân chuyển tiền	59,65	50,18	40,18	40,18
COGS / Hàng tồn kho	6,26	7,46	8,30	8,31
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023F	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	1,49	1,55	1,59	1,67
CS thanh toán nhanh	0,65	0,92	1,02	1,09

CĐKT	2022	2023F	2024F	2025F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	828	1.519	2.422	2.975
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	1.579	1.935	1.933	2.145
+ Hàng tồn kho	3.254	2.375	2.445	2.705
+ Tài sản ngắn hạn khác	121	27	27	27
Tổng tài sản ngắn hạn	5.782	5.857	6.828	7.853
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	71	82	93	104
+ Khấu hao lũy kế	(39)	(46)	(55)	(65)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	32	37	38	39
+ Đầu tư tài chính dài hạn	71	71	71	71
+ Tài sản dài hạn khác	384	384	384	384
+ Xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	573	581	581	580
Tổng Tài sản	6.355	6.438	7.409	8.432
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	1.210	1.691	1.937	2.145
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.915	1.596	1.827	2.024
+ Quỹ khen thưởng	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn	3.882	3.778	4.284	4.713
+ Vay và nợ dài hạn	41	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	6	6	6	6
Nợ dài hạn	50	6	6	6
Tổng nợ	3.932	3.783	4.290	4.719
+ Thặng dư	61	61	61	61
+ Vốn điều lệ	1.632	1.632	1.632	1.632
+ LN chưa phân phối	707	938	1.402	1.996
Vốn chủ sở hữu	2.394	2.626	3.090	3.684
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	29	29	29
Tổng cộng nguồn vốn	6.355	6.438	7.409	8.432

Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	1.494	828	1.519	2.422
Lợi nhuận sau thuế	820	395	660	790
+ Khấu hao	6	9	11	12
+ Điều chỉnh	(352)	92	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	(468)	737	207	(239)
Tiền từ hoạt động KD	12	1.232	877	563
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	(12)	(17)	(10)	(11)

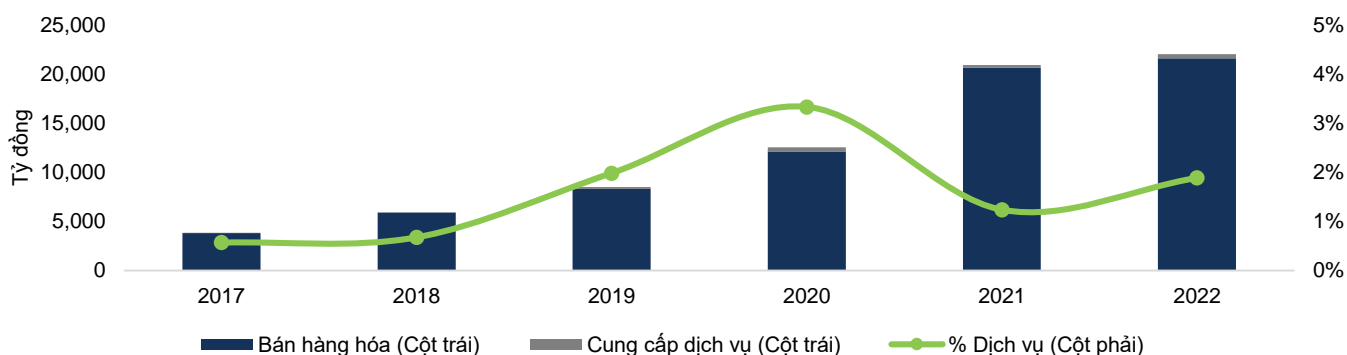
CS thanh toán tiền mặt	0,21	0,40	0,57	0,63	+ Tăng (giảm) đầu tư	(16)	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,31	0,25	0,25	0,24	+ Các hđ đầu tư khác	41	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,82	0,61	0,59	0,55	Tiền từ hđ đầu tư	12	(17)	(10)	(11)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,80	0,61	0,59	0,55	+ Cổ tức đã trả	(44)	(163)	(196)	(196)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,02	0,00	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	12	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	9,15	4,33	7,42	7,89	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	(319)	232	197
					+ Thay đổi nợ dài hạn	0	(41)	0	0
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	455	(523)	36	1
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	480	692	903	553
					Tiền cuối năm	828	1.519	2.422	2.975

VII. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Tỷ trọng doanh thu cung cấp dịch vụ của DGW [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Chúng tôi cho rằng các dịch vụ MES (ngoài phân phối truyền thống) chiếm tỷ trọng không đáng kể trong doanh thu do (1) doanh thu dịch vụ MES (ngoài phân phối truyền thống) sẽ được ghi nhận vào doanh thu cung cấp dịch vụ và (2) doanh thu cung cấp dịch vụ chỉ chiếm tỷ trọng trung bình ~1,6% trong doanh thu thuần.

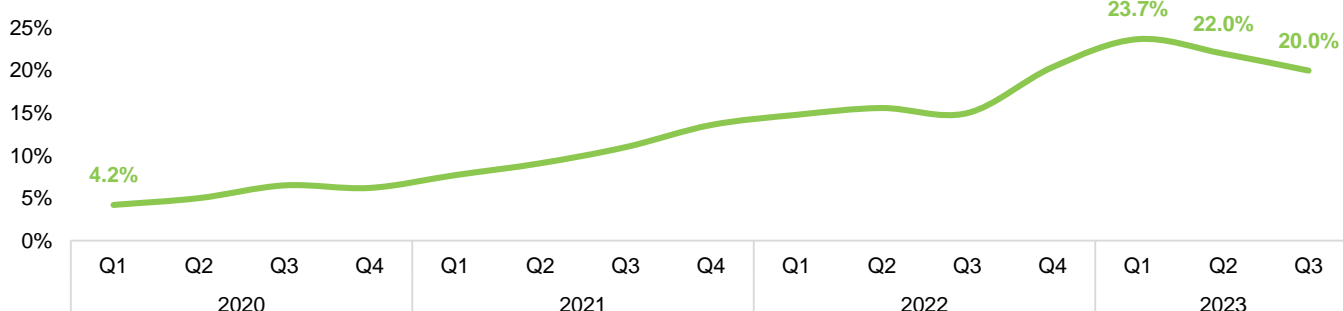
Tỷ trọng doanh thu cung cấp dịch vụ của DGW (2017-2022)



Nguồn: DGW, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Tỷ lệ nợ xấu của FE Credit giai đoạn 2020-2023 [\(Trở về nội dung chính\)](#)

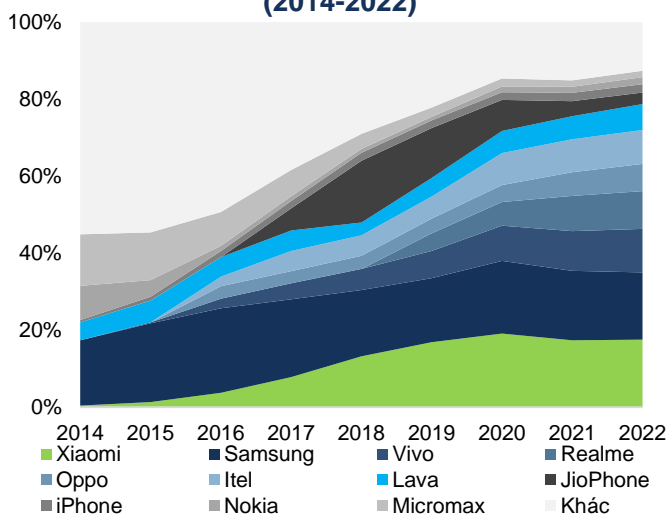
Tỷ lệ nợ xấu của FE Credit (2020-2023)



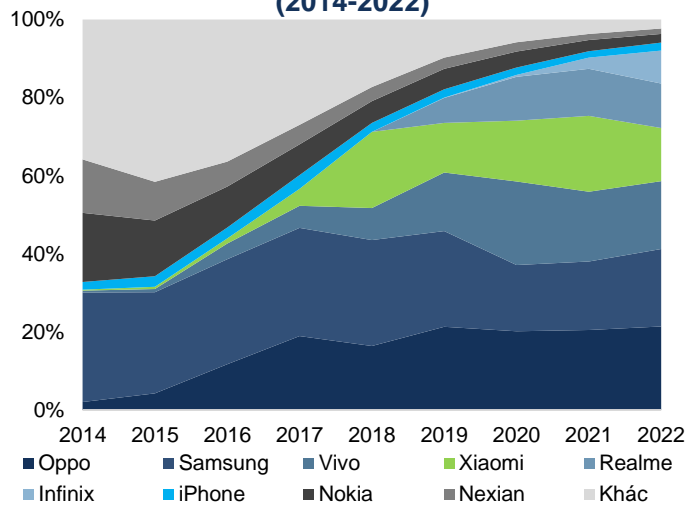
Nguồn: VPB, FPTS tổng hợp và ước tính

Phụ lục 3: Thị phần ĐTDĐ theo hãng tại Ấn Độ và Indonesia giai đoạn 2014-2022 [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Thị phần ĐTDĐ theo hãng của Ấn Độ (2014-2022)



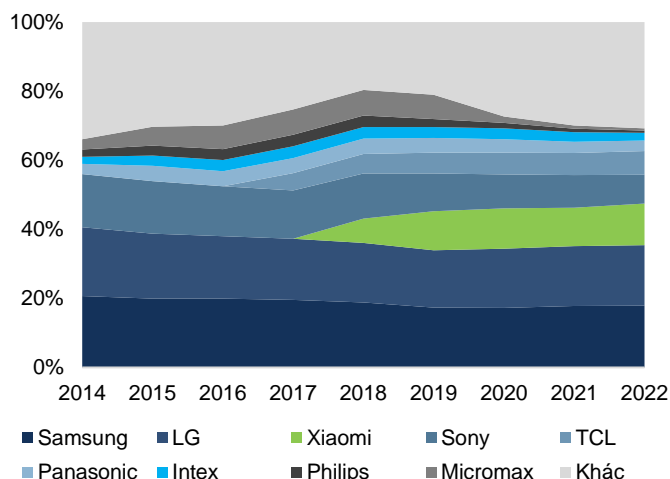
Thị phần ĐTDĐ theo hãng của Indonesia (2014-2022)



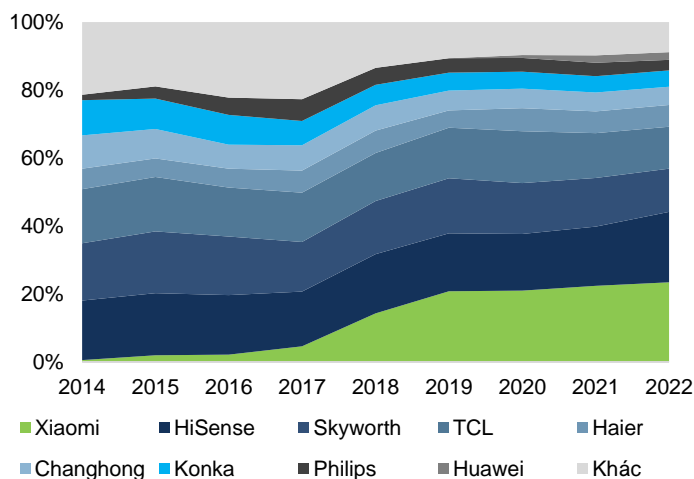
Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Phụ lục 4: Thị phần ti vi Xiaomi theo hãng tại Ấn Độ và Trung Quốc giai đoạn 2014-2022 [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Thị phần ti vi theo hãng của Ấn Độ (2014-2022)



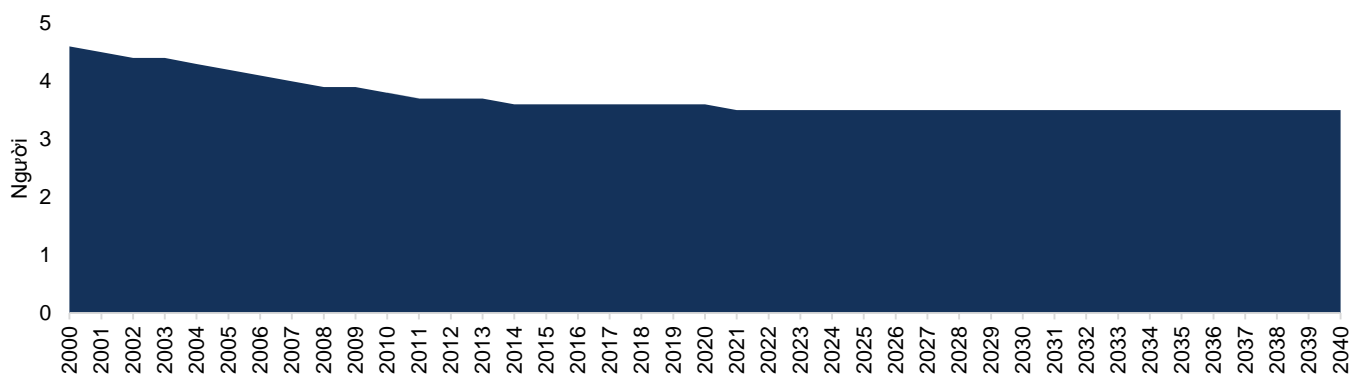
Thị phần ti vi theo hãng của Trung Quốc (2014-2022)



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Phụ lục 5: Quy mô hộ gia đình của Việt Nam giai đoạn 2000-2040F [\(Trở về nội dung chính\)](#)

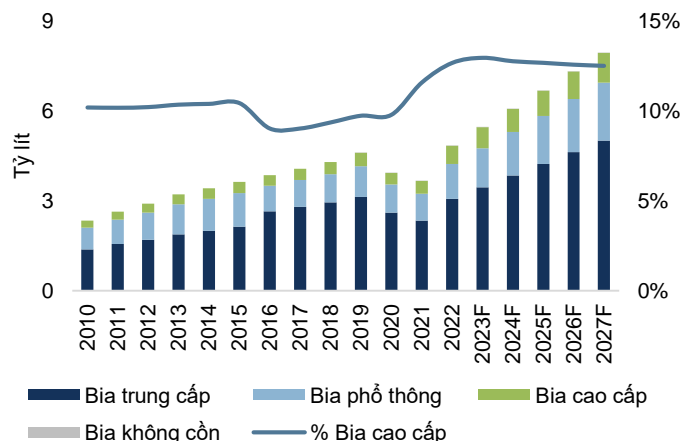
Số nhân khẩu bình quân của 1 hộ gia đình tại Việt Nam (2000-2040F)



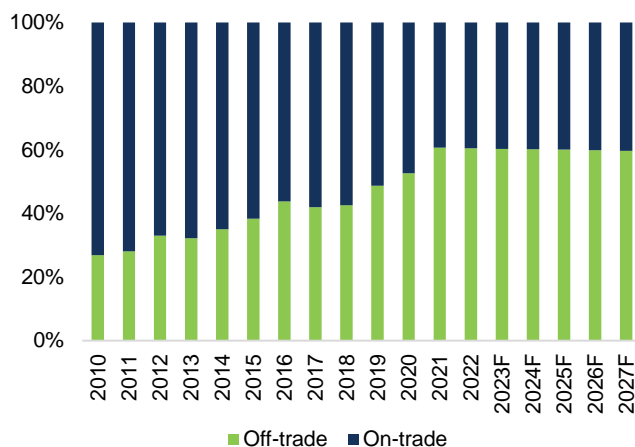
Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Phụ lục 6: Tăng trưởng mảng bia tại Việt Nam giai đoạn 2010-2027F [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Sản lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam theo phân khúc (2010-2027F)



Cơ cấu kênh tiêu thụ bia tại Việt Nam (2010-2027F)

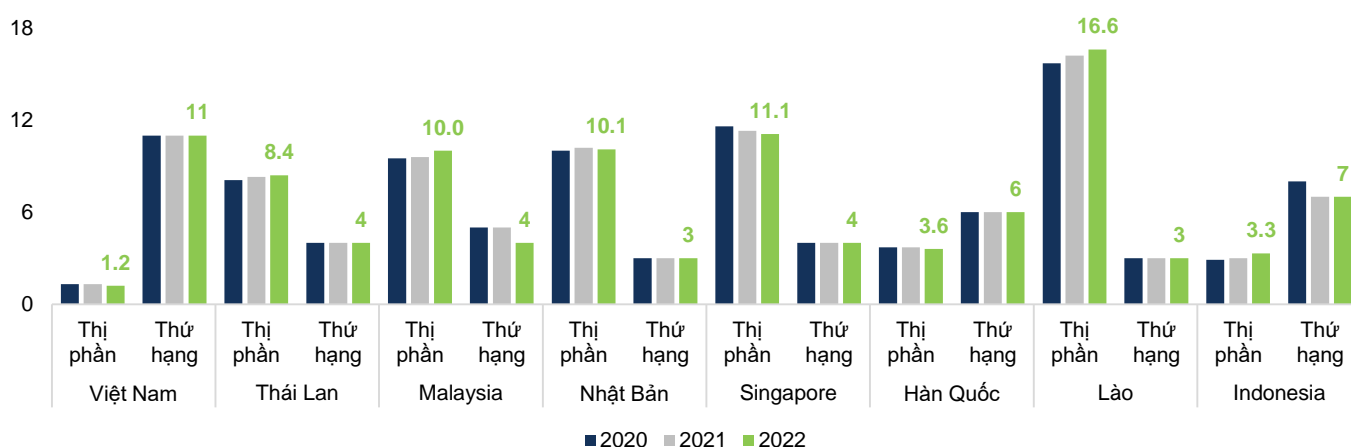


* Bia cao cấp (cao hơn 40.000 đồng/lít), Bia trung cấp (dao động 30.000 - 40.000 đồng/lít), Bia phổ thông (dưới 30.000 đồng/lít)
 Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

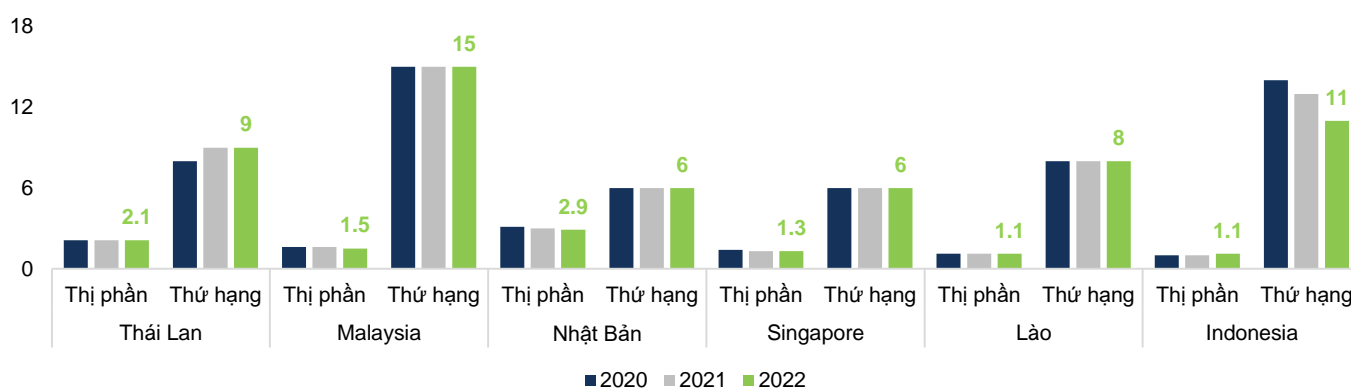
Trong mảng bia, phân khúc bia cao cấp có mức tăng trưởng cao nhất về sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2010-2023 với CAGR= +8,7%/năm, nhờ giới trẻ ngày càng quan tâm hơn đến hình thức và hương vị của bia thay vì số lượng và thu nhập ngày càng cải thiện. Theo dự báo của Euromonitor, sản lượng bia phân khúc cao cấp dự kiến tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +8,9/năm trong giai đoạn 2023-2027F, chiếm trung bình ~13% sản lượng tiêu thụ của mảng bia. Bên cạnh đó, tiêu thụ bia qua kênh Off-trade dần trở thành xu hướng chính so với kênh On-trade, nhờ (1) thói quen uống bia tại nhà được hình thành của người tiêu dùng trẻ ở khu vực thành thị, sau (i) [Nghị định 100/2019/NĐ-CP](#) (hiệu lực từ 01/01/2020) tăng mức xử phạt đối với việc sử dụng đồ uống có cồn khi đang lái xe và (ii) giãn cách xã hội trong dịch Covid-19, và (2) sự phát triển bùng nổ của thương mại điện tử với nhiều khuyến mãi hấp dẫn và giao hàng nhanh chóng.

Phụ lục 7: Thị phần và thứ hạng của Lion trong mảng chăm sóc cá nhân/gia đình ở khu vực châu Á [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Thị phần và thứ hạng của Lion trong mảng chăm sóc gia đình ở khu vực châu Á



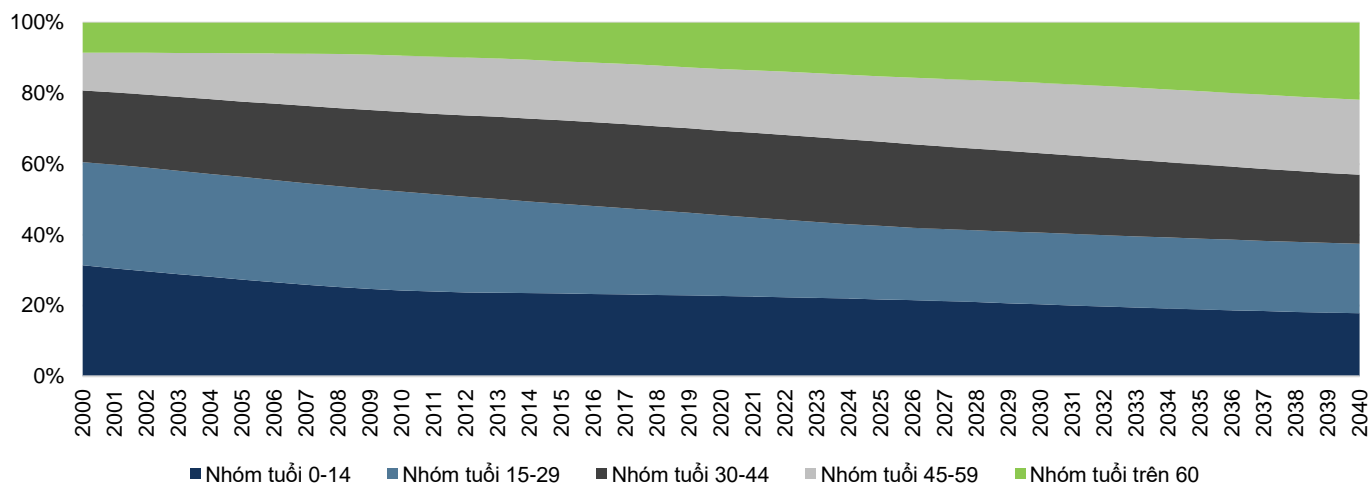
Thị phần và thứ hạng của Lion trong mảng chăm sóc cá nhân ở khu vực châu Á



* Thị phần được tính bằng %
 Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp

Phụ lục 8: Hiện trạng của ngành thực phẩm chức năng tại Việt Nam [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Chúng tôi cho rằng chính phủ cũng đã nỗ lực gia tăng hành lang pháp lý để bảo vệ người tiêu dùng, bằng việc áp dụng bắt buộc “Thực hành sản xuất tốt” (GMP - Good Manufacturing Practices) đối với các cơ sở sản xuất thực phẩm bảo vệ sức khỏe kể từ 01/07/2019 theo [Nghị định 15/2018/NĐ-CP](#) và hướng dẫn theo [Thông tư 18/2019/TT-BYT](#) của Bộ Y Tế. Mặc dù vậy, hiện chỉ có ~ 200 – 300 trong hơn 4.000 cơ sở sản xuất tại Việt Nam đạt chuẩn GMP. Chúng tôi cho rằng thực trạng nhốn nháo của thị trường TPCN vẫn sẽ không thay đổi nhiều do các tình trạng sau vẫn còn tiếp diễn: (1) nhiều doanh nghiệp sản xuất TPCN không đăng ký vẫn tự công bố sản phẩm, (2) chất lượng sản phẩm đăng ký với cơ quan quản lý khác với sản phẩm đưa ra thị trường, (3) việc sản xuất hàng giả ngày càng tinh vi hơn, khó nhận biết bằng mắt thường và (4) việc kiểm soát buôn bán trên sàn thương mại điện tử còn lỏng lẻo.

Phụ lục 9: Cơ cấu dân số của Việt Nam theo độ tuổi giai đoạn 2000-2040F ([Trở về nội dung chính](#))
Cơ cấu dân số của Việt Nam theo độ tuổi (2000-2040F)


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DGW, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

Số 52 - Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, 136 - 138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, phường Thạch
Thang, quận Hải Châu, TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888