

Ngành Bán buôn

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2020

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VNĐ/CP) **78.500**

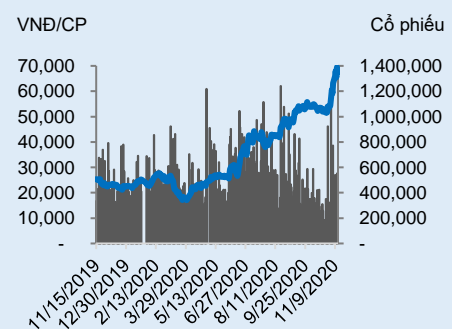
Thị giá (13/11/2020) 67.500

Lợi nhuận tiềm năng **18,5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.090-69.500
Vốn hóa	2.903 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	43.000.278
KLGD bình quân 10 ngày	555.608
% sở hữu nước ngoài	29%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,2%
Beta	0,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGW	198,0%	26,2%	47,1%	156,1%
VN-Index	0,0%	2,4%	13,0%	11,8%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

Định giá tiếp tục được đánh giá lại trên triển vọng KQKD khả quan và gia tăng năng lực thương thảo

- DGW ghi nhận KQKD khả quan trong Q3/2020: Doanh thu thuần tăng 38,6% YoY lên 3.624 tỷ, trong khi LNST tăng mạnh 45,0% YoY lên 75,3 tỷ. Các động lực tăng trưởng chính: (1) Tăng trưởng mạnh mẽ của các mảng đóng góp doanh thu chính (Laptop và điện thoại di động); (2) Quản lý chi phí hoạt động chặt chẽ; và (3) Lợi nhuận tài chính ròng tích cực.
- Lũy kế 9T20 doanh thu thuần và LNST sau CĐTS của DGW lần lượt đạt 8.517 tỷ (+42,1% YoY) và 168,3 tỷ (+49,2% YoY); cho phép hoàn thành 76,8% / 78,0% dự báo doanh thu/ lợi nhuận thuần FY20 của BVSC ở cập nhật trước.
- Bảng cân đối kế toán lành mạnh - Đến cuối Q3/2020, tổng tài sản của DGW là 2.322 tỷ; trong đó, tiền và các khoản tương đương là 222,1 tỷ (9,6% tổng tài sản). Trong khi DGW duy trì không sử dụng nợ vay dài hạn, các khoản nợ ngắn hạn tiếp tục giảm xuống 474,0 tỷ (-23,6% YTD), nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ (chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ở mức thấp kỷ lục 43 ngày). Vì vậy, đòn bẩy tiếp tục giảm xuống mức thấp với tỷ lệ D/E là 0,45x.
- BVSC lạc quan về triển vọng KQKD Q4/2020 của DGW, dự phóng doanh thu thuần và LNST sau CĐTS Q4/2020 lần lượt đạt 3.669,4 tỷ (+45,2% YoY) và 79,6 tỷ (+58,8% YoY). Do đó, BVSC điều chỉnh tăng dự báo KQKD năm 2020 cho DGW - Doanh thu thuần đạt 12.147,1 tỷ (+43,0% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 242,0 tỷ (+48,6% YoY), đánh dấu một năm thành công nữa đối với DGW.
- Triển vọng tăng trưởng KQKD tiếp tục khởi sắc. Cho năm 2021, BVSC duy trì kỳ vọng rằng DGW có thể duy trì tăng trưởng KQKD ở mức 2 chữ số; điều chỉnh tăng dự báo KQKD năm 2021 của chúng tôi - Doanh thu thuần đạt 16.121,2 tỷ (+32,7% YoY) và LNST-CĐTS là 319,9 tỷ (+32,8% YoY). Nhìn chung, BVSC dự báo doanh thu thuần/ LNST-CĐTS của DGW sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2020-23 tương ứng là 22,7% và 26,0%.

Khuyến nghị: DGW đóng cửa ở mức giá 67.500 đồng/cp vào 13/11/2020, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 9,0x và PEG năm 2021 là 0,3 so với mức ROE tích cực là 21,4%. Khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm theo phương pháp DCF là **78.500 đồng/cp** (Mức lợi nhuận tiềm năng 18,5%; bao gồm tỷ suất cổ tức 2,2%), định giá DGW ở mức P/E hợp lý năm 2021 là 10,6x.

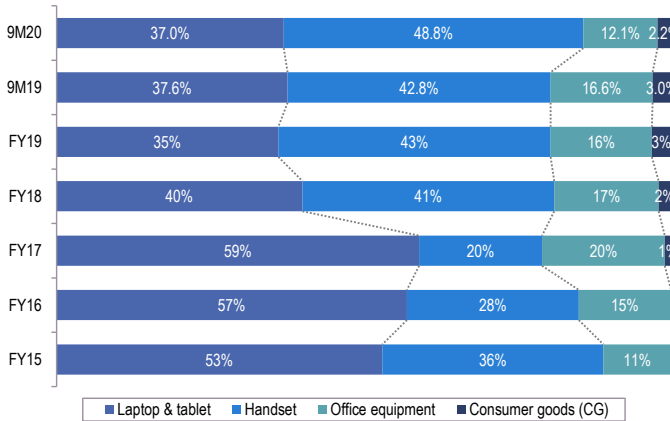
Theo quan điểm của BVSC, DGW đang ở vị thế tốt để hưởng lợi từ các xu hướng mới nổi của thị trường CNTT-TT Việt Nam, bao gồm: (1) Xu hướng gia tăng hợp nhất của thị trường phân phối laptop, và (2) Chu kỳ thay thế mới cho điện thoại di động khi 2G ngừng hoạt động và phát triển 5G. Cụ thể, Xiaomi với các sản phẩm vượt trội ở khung giá hợp lý sẽ tiếp tục giữ vững vị thế cạnh tranh tại thị trường Việt Nam; Việc mở rộng thị phần ĐTDĐ của DGW được củng cố hơn nữa nhờ đóng góp cả năm của các sản phẩm Apple trong giai đoạn bình thường mới.

Triển vọng tương lai rất hứa hẹn, được hỗ trợ bởi sự phục hồi mạnh mẽ của các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn (thiết bị văn phòng và hàng tiêu dùng), tạo ra cơ cấu doanh thu tốt hơn và mở rộng tỷ suất lợi nhuận gộp.

BVSC cũng thích mô hình kinh doanh của DGW, tạo sự khác biệt với các công ty phân phối khác thường chỉ cung cấp dịch vụ đơn lẻ, giá trị thấp. Quản lý dòng tiền từ HĐKD hiệu quả gần đây không chỉ cho phép DGW giữ đòn bẩy ở mức hợp lý, mà nó còn chứng tỏ khả năng thương thảo của công ty tốt hơn đối với các nhà cung cấp và khách hàng của mình. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ của Công ty và khả năng thương thảo gia tăng sẽ tiếp tục hỗ trợ đánh giá lại định giá của DGW trong những năm tới.

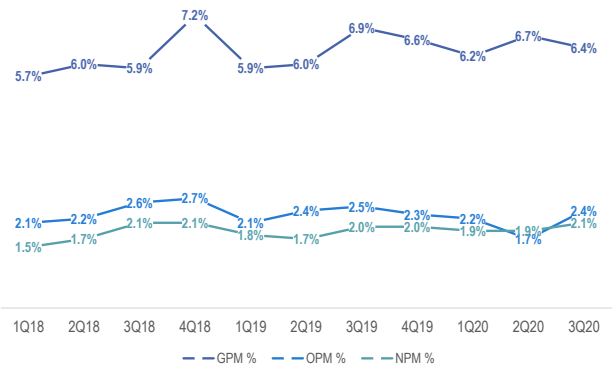
BIỂU ĐỒ CHÍNH

Hình 1: Cơ cấu doanh số của DGW giai đoạn FY15-9M20: Các mảng CNTT-TT vẫn là nguồn tạo ra doanh thu chính



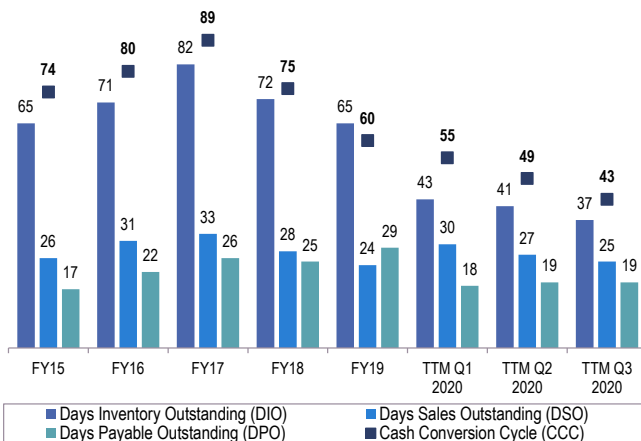
Nguồn: DGW, BVSC

Hình 2: Xu hướng biên lợi nhuận của DGW trong 1Q18-3Q20: Biên lợi nhuận ở xu hướng tốt



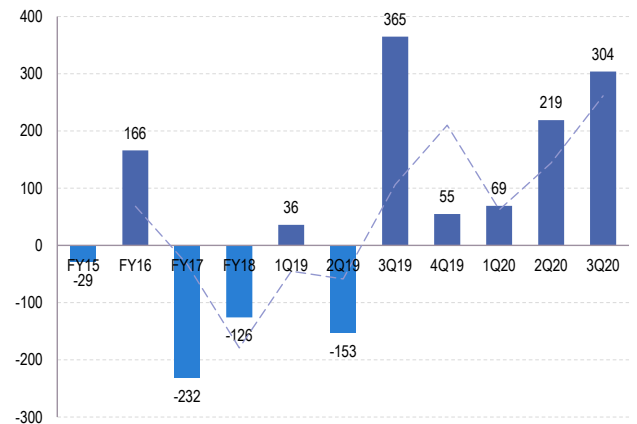
Nguồn: DGW, BVSC

Hình 3: Quản lý vốn lưu động vượt trội của DGW, minh chứng bởi chu kỳ chuyển đổi tiền mặt thấp kỷ lục...



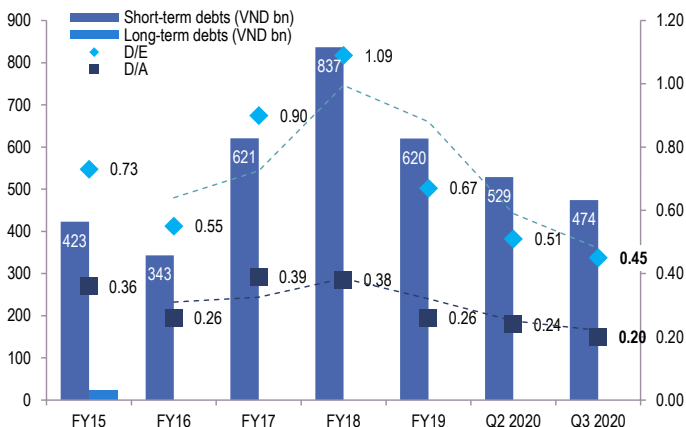
Nguồn: FiinPro, BVSC

Hình 4: ... từ đó đảm bảo dòng tiền hoạt động tích cực và mạnh mẽ trong Quý 3/2020



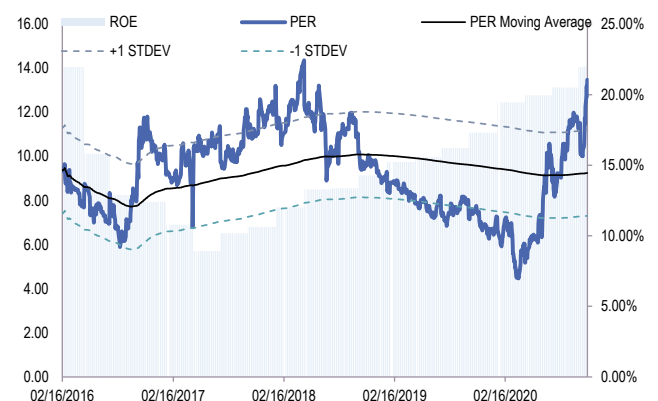
Nguồn: DGW, BVSC

Hình 5: Bảng cân đối kế toán tốt - Đòn bẩy của DGW giảm với D/E đạt 0,45x vào cuối Quý 3/2020



Nguồn: DGW, BVSC

Hình 6: DGW đang giao dịch với P/ER năm 2021 là 9,0x và PEG 0,3 cho mức ROE cao hơn và đòn bẩy thấp



Nguồn: Fiinpro, BVSC

KQKD Quý 3/2020 vượt trội nhờ mảng điện thoại tăng trưởng tốt

DGW công bố KQKD Quý 3/2020 vượt trội nhờ các mảng CNTT-TT tăng trưởng mạnh mẽ. DGW ghi nhận KQKD Quý 3/2020 rất tốt: Doanh thu thuần đạt mức cao kỷ lục là 3.624 tỷ (+ 38,6% YoY), trong khi LNST sau CĐTS tăng mạnh 44,4% YoY lên 75,1 tỷ. Lũy kế 9T2020, doanh thu thuần của DGW đạt 8.518 tỷ (+ 42,1% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 168,2 tỷ (+ 49,2% YoY); hoàn thành 76,8% / 78,0% dự báo doanh thu thuần / LNST sau CĐTS cả năm của BVSC ở lần cập nhật trước.

Hình 7: Cơ cấu doanh thu của DGW trong Quý 3/2020 và 9T20: Tóm tắt

	3Q20	3Q19	YoY	9M20	9M19	YoY
Laptop và tablet	1.280	1.129	13,4%	3.151	2.250	40,0%
Điện thoại di động (ĐTĐĐ)	1.868	1.015	84,0%	4.156	2.566	62,0%
Thiết bị văn phòng (OE)	414	405	2,2%	1.027	994	3,3%
Hàng tiêu dùng (CG)	62	66	-6,1%	184	182	1,1%
SUM	3.624	2.615	38,6%	8.518	5.992	42,1%

Nguồn: DGW; BVSC

ĐTĐĐ (51,5% DTT Quý 3/2020): Xiaomi tiếp tục vượt trội thị trường và đóng góp lần đầu tiên của iPhone là động lực chính. Doanh thu ĐTĐĐ Quý 3/2020 tăng mạnh 84,0% YoY lên 1.868 tỷ; trong đó, doanh thu của Xiaomi tăng trưởng ấn tượng nhờ thị phần tăng mạnh lên 12% vào cuối Quý 3/2020 so với 10% vào cuối năm 2019. BVSC cho rằng kết quả vượt trội của Xiaomi so với thị trường chung được hỗ trợ bởi (1) Tỷ lệ giá/giá trị/hiệu suất cạnh tranh; (2) Tăng cường nhận diện thương hiệu; và (3) Phân khúc sản phẩm giá rẻ, có khả năng vượt xa thị trường nói chung, trong môi trường sức mua yếu hơn, tác động bởi COVID-19. Xiaomi tăng trưởng sản lượng tiêu thụ hơn 20% cùng với ASP mở rộng, chúng tôi ước doanh thu Xiaomi tăng 30% YoY, với giả định này thì đóng góp của Apple là ~ 550 tỷ (29,4% doanh số ĐTĐĐ Quý 3/2020). BVSC tin rằng khả năng doanh thu Apple là đáng khích lệ vì DGW bắt đầu phân phối các sản phẩm của Apple từ Quý 3/2020, là chu kỳ cuối của sản phẩm iPhone 11.

Máy tính xách tay và máy tính bảng (23,8% DTT Quý 3/2020): đạt kỷ lục quý mới. DGW tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng làm việc và học tập trực tuyến đang diễn ra, thúc đẩy bởi COVID-19. Doanh thu laptop và tablet Quý 3/2020 duy trì tăng trưởng 2 chữ số đạt 1.280 tỷ (+13,4% YoY). Doanh thu Q3/2020 đã tăng đáng kể 18,5% QoQ so với mức cao bất thường trong Quý 2/2020. Thị phần của DGW trên thị trường laptop đã mở rộng lên 31% vào cuối Q3/2020.

Biên EBIT phục hồi trong Quý 3/2020 nhờ sự kiểm soát OPEX tốt. Biên EBIT Quý 3/2020 tăng lên 2,4% so với 2,1%/1,7% trong Quý 1/Quý 2, nhờ kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động, giảm xuống 3,9% DTT so với 4,0%/5,0% trong hai quý trước. BLN gộp Quý 3/2020 ổn định ở mức 6,4%.

Lợi nhuận tài chính ròng vững chắc chủ yếu nhờ sụt giảm chi phí tài chính xuống 12,0 tỷ (-36,8% YoY), trong đó chi phí lãi vay giảm xuống còn 6,4 tỷ (-45,3% YoY) nhờ dư nợ ngắn hạn giảm.

Bảng cân đối kế toán và dòng tiền hoạt động (CFO) mạnh. Cuối Quý 3/2020, vị thế tiền mặt của DGW ở mức vững chắc là 112,1 tỷ (9,1% tổng tài sản). CFO vẫn rất mạnh, với chu kỳ chuyển đổi tiền mặt thấp kỷ lục là 43 ngày. DGW tiếp tục giảm nợ ngắn hạn 23,6% YTD xuống mức 474,0 tỷ; duy trì không vay nợ dài hạn. D/E giảm xuống mức 0,45x cuối Quý 3/2020 so với 0,67x cuối 2019.

DGW ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng gia tăng hợp nhất của thị trường phân phối máy tính xách tay của Việt Nam

BVSC duy trì quan điểm rằng **DGW ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng gia tăng hợp nhất của thị trường phân phối máy tính xách tay Việt Nam** nhờ các lợi thế cạnh tranh: (1) Mở rộng với thị trường máy tính xách tay lớn hơn nhờ nỗ lực mở rộng sang các sản phẩm và thương hiệu cao cấp hơn (Apple và Huawei); (2) Hiểu thị trường qua hơn 20 năm hoạt động, phân tích dữ liệu và mối quan hệ chặt chẽ với các nhà cung cấp cho phép DGW ký kết các hợp đồng phân phối độc quyền cho các mẫu laptop bán chạy (được biết đến là “Chiến lược bắt kịp xu hướng”); và (3) Mạng lưới phân phối rộng khắp trên cả kênh bán lẻ và kênh khách hàng doanh nghiệp. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng DGW ở vị thế tốt để ghi nhận mức tăng trưởng tốt hơn thị trường chung và các nhà phân phối khác và do đó, thúc đẩy mở rộng thị phần. Theo đó, BVSC dự báo doanh thu laptop và tablet của DGW sẽ tăng trưởng ở tốc độ kép là 9,9%/năm giai đoạn 2020-24, đóng góp trung bình 26% vào tổng doanh thu trong giai đoạn dự báo.

Hình 8: Những điểm nhấn của thị trường laptop tại Việt Nam và tác động đối với DGW:

Các điểm nhấn chính của Ngành:

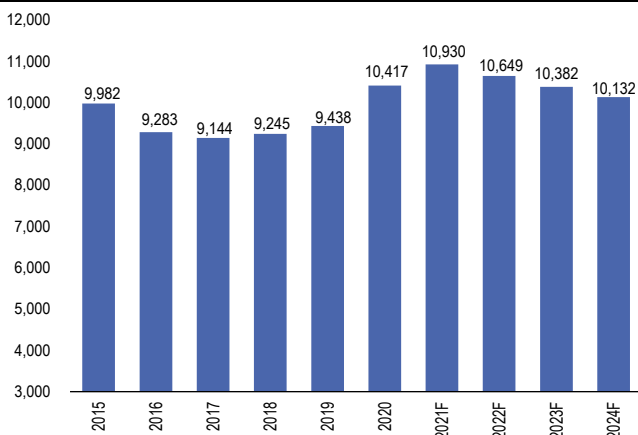
- Quy mô thị trường máy tính xách tay của Việt Nam hiện ở mức khoảng 10 nghìn tỷ đồng.
- ASP được dự báo tăng nhờ chiến lược cao cấp hóa của các nhà sản xuất để thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán hàng, với dự địa tăng sản lượng tiêu thụ khiêm tốn trong giai đoạn dự báo.
- Cơ cấu doanh số bán hàng cho thấy thị phần máy tính xách tay có giá trên 14 triệu đồng/ chiếc tăng lên 46% năm 2017 lên 60% trong 5M2020, cho thấy người tiêu dùng đang chuyển sang các loại máy tính xách tay có thương hiệu tốt, chất lượng cao hơn, chức năng mạnh mẽ cho mục đích công việc của họ và sẵn sàng trả giá cao hơn để có được các sản phẩm này.
- Thị phần tiêu thụ của kênh doanh nghiệp được dự báo sẽ tăng từ 29% vào năm 2019 lên 36% vào năm 2025 nhờ môi trường kinh doanh khả quan hơn của Việt Nam sau COVID-19 và chiến dịch số hóa đang diễn ra của Chính phủ trong cộng đồng DNVVN. Gia tăng xu hướng số hóa nhanh chóng COVID-19.
- Các nhà bán lẻ lớn nhất đã có những động thái tích cực để thâm nhập sâu hơn vào thị trường máy tính xách tay từ cuối năm 2019. Đáng chú ý, MWG - nhà bán lẻ CNTT-TT lớn nhất tại Việt Nam, đã nhanh chóng đưa 500 cửa hàng máy tính xách tay vào năm 2019 lên 800 cửa hàng vào năm 2020, mục tiêu nâng lên 1.500 cửa hàng vào năm 2021.
- Xu hướng hợp nhất ngày càng tăng được quan sát thấy trên thị trường phân phối máy tính xách tay của Việt Nam. Thị phần của DGW mở rộng liên tục từ 20,7% năm 2014 lên 31,5% năm 2019.

Tác động:

- Các nhà phân phối, có hiểu biết sâu sắc hơn về nhu cầu, danh mục sản phẩm lớn và độ phủ thương hiệu rộng, mạng lưới phân phối rộng khắp, mối quan hệ chặt chẽ với các nhà cung cấp, có vị thế cạnh tranh để hưởng lợi từ thị trường.
- Các nhà phân phối nên theo đuổi chiến lược “Trend-catching” để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.
- DGW đang tích cực mở rộng danh mục phân phối sang các sản phẩm và thương hiệu cao cấp hơn. Ví dụ, các sản phẩm của Apple và Huawei.
- Chúng tôi dự báo DGW sẽ tiếp tục gia tăng thị phần hơn nữa, ghi nhận tăng trưởng tốt hơn thị trường chung cũng như các công ty phân phối cùng ngành.

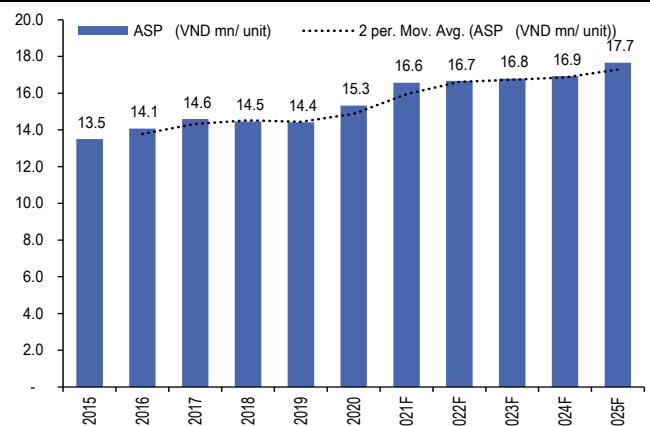
Nguồn: BVSC

Hình 9: EuroMonitor dự báo doanh thu laptop của Việt Nam vẫn ổn định ở mức trên 10 nghìn tỷ/năm...



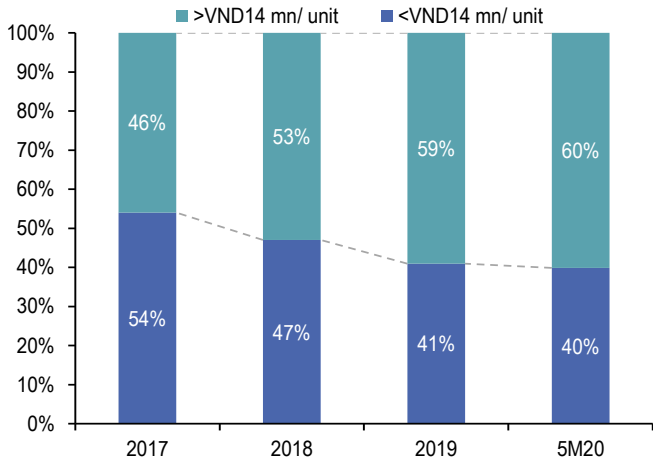
Nguồn: EuroMonitor Cập nhật Tháng 10/ 2020; BVSC

Hình 10: ... được thúc đẩy bằng cách tăng ASP trong chiến lược cao cấp hóa sản phẩm của các nhà sản xuất



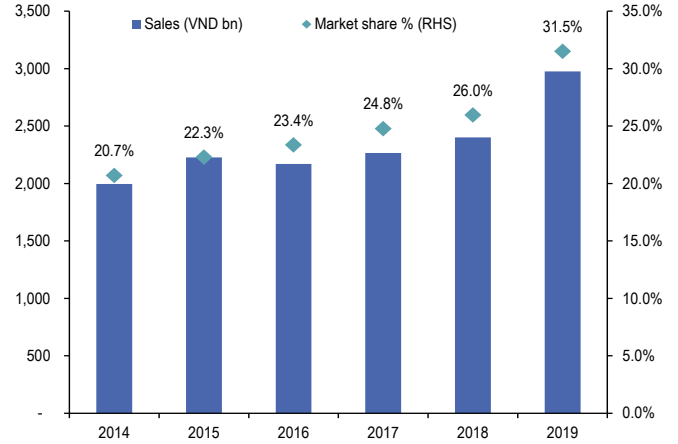
Nguồn: EuroMonitor Cập nhật Tháng 10/ 2020; BVSC

Hình 11: Cơ cấu doanh số bán máy tính xách tay của Việt Nam cho thấy những thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng - chuyển sang các sản phẩm cao cấp hơn



Nguồn: GfK; DGW; BVSC

Hình 12: DGW đã liên tục mang lại mức tăng trưởng trên thị trường và do đó, thúc đẩy tăng thị phần



Nguồn: EuroMonitor Cập nhật Tháng 10/2020; BVSC

Triển vọng mở rộng thị phần mảng ĐTDĐ của DGW lạc quan

EuroMonitor dự báo thị trường điện thoại di động Việt Nam sẽ phục hồi tích cực trong giai đoạn bình thường mới – Doanh thu trên toàn thị trường tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2020-25 là 18,7%/năm, trong đó sản lượng tiêu thụ (bao gồm cả điện thoại phổ thông và điện thoại thông minh) được dự báo sẽ tăng ở mức CAGR là 4,0%/năm. Chúng tôi hiểu rằng mở rộng ASP (giá bán bình quân) là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh số trên thị trường.

Tiếp tục dịch chuyển sang smartphones là động lực tăng trưởng sản lượng tiêu thụ chính. EuroMonitor dự báo sản lượng tiêu thụ của smartphones tại Việt Nam sẽ tiếp tục mở rộng với tốc độ CAGR là 7,4%/năm giai đoạn 2020-25, bù đắp cho sự sụt giảm mạnh về sản lượng tiêu thụ điện thoại phổ thông ở mức CAGR là -23,7%/năm giai đoạn 2020-25. Theo quan điểm của BVSC, việc chuyển đổi nhiều hơn sang điện thoại thông minh được thúc đẩy bởi (1) Chuyển dịch mạnh hơn nữa từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh, vì các nhà khai thác di động của Việt Nam đang dần ngừng tắt mạng 2G; và (2) Sự phát triển của 5G thúc đẩy người tiêu dùng chuyển sang điện thoại hỗ trợ 5G để người tiêu dùng có thể tận hưởng đầy đủ tốc độ nhanh do 5G tạo ra. Hơn nữa, EuroMonitor cũng dự báo doanh thu smartphones sẽ tăng với tốc độ CAGR là 19,3%/năm giai đoạn 2020-25, ngụ ý rằng ASP xu hướng tăng trong giai đoạn dự báo.

Cập nhật về chiến dịch chuyển đổi kỹ thuật số của chính phủ Việt Nam và phát triển 5G. Chính phủ có kế hoạch ngừng sản xuất và nhập khẩu các thiết bị chỉ có 2G và 3G để thúc đẩy việc sử dụng 4G và 5G nhằm thúc đẩy chuyển đổi kỹ thuật số tại Việt Nam vào năm 2025. Chính phủ đã cho phép Viettel và MobiFone thử nghiệm thương mại việc phát sóng 5G tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, và giấy phép chính thức sẽ được cấp vào năm sau. Trong khi chúng tôi kỳ vọng một chu kỳ thay thế mới cho thị trường điện thoại di động tại Việt Nam trong giai đoạn dự báo, chúng tôi tin rằng các nhà sản xuất điện thoại di động có tỷ lệ lớn ở phân khúc sản phẩm tầm thấp có khả năng vượt trội so với

thị trường chung. Trong khi Xiaomi đang thay đổi nhận thức về hàng “Made in China” trên toàn thế giới, chúng tôi tin rằng tỷ lệ giá/giá trị vượt trội của Xiaomi, cùng với các mẫu smartphones 5G rất thành công của họ ở Trung Quốc, sẽ giúp hãng duy trì vị trí cạnh tranh tại Việt Nam và do đó, DGW.

Tiêu thụ điện thoại thông minh 5G ở Trung Quốc tiếp tục tăng mạnh, càng củng cố thêm quan điểm của chúng tôi về một chu kỳ thay thế điện thoại di động mới ở Việt Nam trong giai đoạn bình thường mới. Chúng tôi nghiên cứu sự phát triển 5G của Trung Quốc và tác động đến thị trường điện thoại. Cụ thể, việc triển khai 5G của Trung Quốc là vào tháng 11/2019. Theo Counter Point Research, doanh số bán điện thoại thông minh 5G chiếm 16% doanh số bán hàng trong Quý 1/2020 của Trung Quốc, sau đó tăng lên 33% trong Quý 2 và hơn 50% trong Quý 3 năm 20. Với việc iPhone 5G xuất hiện trên các kênh bán hàng vào Quý 4, tỷ trọng điện thoại 5G dự kiến đạt 70% vào cuối 2020.

Nghị định 98/2020 tạo cơ hội cho các nhà phân phối được ủy quyền của Apple tại Việt Nam gia tăng thị phần hơn nữa. Nghị định 98/2020 áp dụng mức phạt tiền tối đa là 200 triệu đối với hàng hóa xách tay, không có hóa đơn hoặc giấy tờ của hải quan sẽ bị coi là hàng lậu. BVSC tin rằng Nghị định 98/2020 sẽ mang lại lợi ích cho các nhà phân phối được ủy quyền của Apple, mở đường cho việc thúc đẩy mở rộng thị phần, với quy mô thị trường xách tay lớn của Apple tại Việt Nam.

Hình 14: Những điểm nhấn về triển vọng thị trường ĐTĐĐ ở Việt Nam và tác động đối với DGW:

Các điểm nhấn chính của Ngành:

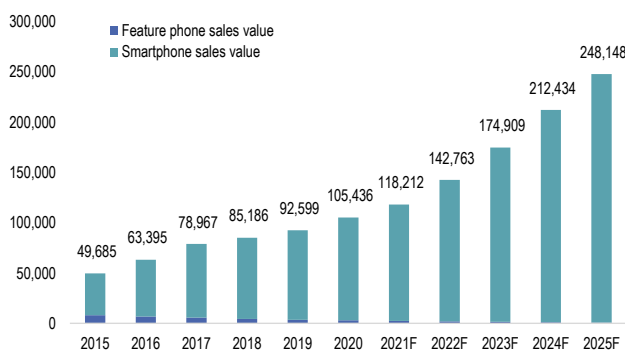
- Doanh thu thị trường được dự báo sẽ có sự phục hồi có ý nghĩa trong bình thường tiếp theo, dựa trên cả tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và tăng ASP, theo EuroMonitor.
- Tiếp tục chuyển dịch sang điện thoại thông minh để thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Doanh số bán điện thoại thông minh đạt CAGR 7,4% giai đoạn 2020-25F, bù đắp sự sụt giảm mạnh của điện thoại phổ thông với CAGR 2020-25F là -21,8%.
- ASP tăng do thu nhập khả dụng ngày càng tăng của người tiêu dùng. ASP trên điện thoại thông minh được dự báo sẽ tăng với tốc độ CAGR giai đoạn 2020-25F là 11,1%, trong khi ASP của điện thoại phổ thông được dự báo sẽ giảm.
- Phát triển 5G để thương mại hóa hoàn toàn vào năm tới. Người tiêu dùng phải chuyển sang các thiết bị hỗ trợ 5G để tận hưởng đầy đủ tốc độ nhanh (nhanh hơn 100 lần so với 4G).
- 2G ngừng hoạt động vào năm 2022 để thúc đẩy một chu kỳ thay thế có ý nghĩa. Đến cuối năm 2019, tổng số thuê bao di động tại Việt Nam là 132,7 triệu, trong đó thuê bao 2G đạt 71,45 triệu (53,8% tổng số thuê bao), sau đó là 61,33 triệu là 3G & 4G.
- Phân khúc sản phẩm giá rẻ đang chiếm ưu thế trên thị trường. Tỷ trọng sản phẩm định giá dưới 7 triệu đồng/ chiếc chiếm 82,5% tổng sản lượng bán ra thị trường trong 9T20, tính theo GfK.
- Doanh số bán hàng không qua cửa hàng đã tăng lên 29,6% tổng doanh số bán hàng vào năm 2020 từ 19,8% năm 2015, doanh số bán hàng tại cửa hàng vẫn ở mức đáng kể khoảng 70%.
- Nghị định 98/2020 / NB-CP quy định về hàng xách tay với mức phạt tối đa là 200 triệu đồng.

Tác động:

- Việc tắt 2G sẽ thúc đẩy một chu kỳ thay thế, hơn nữa thúc đẩy khách hàng chuyển sang điện thoại thông minh. Phân khúc sản phẩm trung cấp và thấp sẽ được hưởng lợi nhiều hơn so với phân khúc cao cấp.
- Các nhà phân phối có các đặc điểm chính sau đây sẽ có khả năng vượt trội hơn so với thị trường chung: (1) Hoạt động trong phân khúc sản phẩm cấp thấp có khả năng thúc đẩy tăng thị phần hơn nữa; (2) Cung cấp sản phẩm với tỷ lệ giá / giá trị vượt trội; và (3) Áp dụng chiến lược phân phối đa kênh.
- Xiaomi ở vị thế cạnh tranh để duy trì và mở rộng thị phần tại thị trường Việt Nam nhờ nhu cầu tích cực từ việc phát triển 5G và thay thế 2G.
- Nghị định 98/2020 sẽ hạn chế iPhone xách tay, mở đường cho các nhà phân phối ủy quyền của Apple tại Việt Nam giành thị phần.

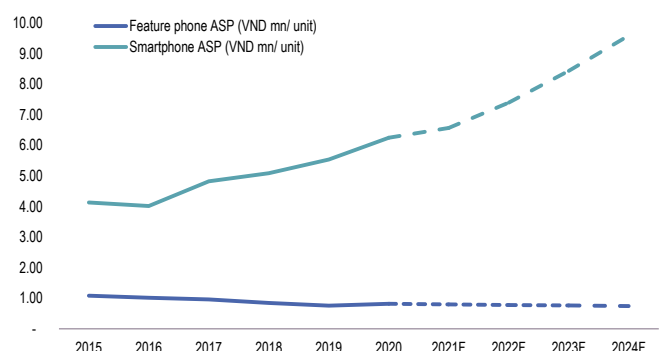
Nguồn: EuroMonitor; BVSC

Hình 15: EuroMonitor dự báo thị trường điện thoại di động của Việt Nam sẽ phục hồi có ý nghĩa trong FY20-25F



Nguồn: EuroMonitor Cập nhật Tháng 10/2020; BVSC; Đơn vị: Tỷ VNĐ

Hình 16: EuroMonitor dự báo ASP trên điện thoại thông minh của Việt Nam sẽ tăng trong FY20-25F



Nguồn: EuroMonitor Cập nhật Tháng 10/2020; BVSC

BVSC dự báo DGW tiếp tục đạt KQKD kỷ lục mới vào quý IV/2020, trên cơ sở đó điều chỉnh tăng dự báo KQKD cả năm 2020

Dự báo KQKD Q4/2020 tiếp tục mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng DGW sẽ đạt được mức KQKD kỷ lục mới trong Quý 4/2020, dự báo doanh thu thuần đạt 3.627 tỷ (+ 45,1% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 79,6 tỷ (+58,8% YoY). Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng KQKD mạnh mẽ của các mảng CNTT-TT của công ty sẽ vẫn là động lực tăng trưởng thu nhập chính cho mùa cao điểm Quý 4. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng DGW sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tài chính thuần trong kỳ, nhờ vào khả năng quản lý vốn lưu động tốt và các khoản thưởng vững chắc nhờ thanh toán sớm cho nhà cung cấp. Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro tiềm ẩn tăng lên đối với dự báo KQKD Quý 4/2020 của chúng tôi, nếu DGW nhận được một lượng lớn iPhone 12 sẽ được giao vào tháng 12 năm nay.

Hình 17: BVSC dự báo doanh thu các mảng Quý 4 và cả năm 2020 của DGW:

Đơn vị: Tỷ VNĐ	4Q20F	4Q19	Y-o-Y %	FY20F	FY19	Y-o-Y %
Laptop và tablet	850	724	17,4%	4.001	2.975	34,5%
ĐTDD	2.254	1.330	69,5%	6.410	3.896	64,5%
Thiết bị văn phòng	450	373	20,6%	1.477	1.367	8,0%
Hàng tiêu dùng	75	73	3,0%	259	255	1,6%
SUM	3.629	2.500	45,1%	12.147	8.493	43,0%

Nguồn: BVSC dự báo

Một năm thành công nữa cho DGW. Sau khi điều chỉnh tích cực về dự báo KQKD Quý 4/2020, chúng tôi hiện điều chỉnh tăng dự báo KQKD cả năm 2020 cho DGW - Doanh thu thuần được dự báo tăng trưởng mạnh 43,0% YoY lên 12.147 tỷ, trong khi LNST-MI tăng mạnh 49,1% YoY lên 241 tỷ đồng, đánh dấu mức thu nhập cao kỷ lục của công ty kể từ khi thành lập. EPS năm 2020 sẽ đạt 5.616 đồng/ cổ phiếu, trong khi ROE năm 2020 tăng đáng kể lên 21,4%.

Dự báo LNST tăng trưởng lạc quan đạt mức FY20-23 CAGR là 26%

Dự báo DGW sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2021. BVSC điều chỉnh dự báo KQKD năm 2021 cho DGW: Doanh thu thuần đạt 16.121 tỷ (+32,7% YoY) và LNST đạt 231,2 tỷ (+32,9% YoY).

Hình 18: Dự báo thu nhập trong 3 năm tới của BVSC đối với DGW giai đoạn 2021-23:

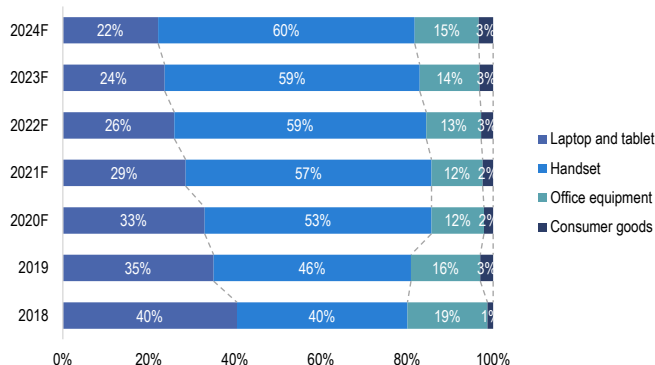
Unit: VNĐ bn	2020F	2021F	2022F	2023F	FY20-23 CAGR
Doanh thu thuần	12.147	16.121	19.548	22.465	22,7%
Laptop and tablet	4.001	4.601	5.061	5.314	9,9%
ĐTDD	6.410	9.211	11.447	13.323	27,6%
Thiết bị văn phòng	1.477	1.920	2.496	3.120	28,3%
Hàng tiêu dùng	259	389	544	708	39,8%
LNST sau CĐTS	241	320	421	483	26,0%
EPS (VNĐ/ cp)	5.627	7.469	9.812	11.253	26,0%
P/E	12,0x	9,0x	6,9x	6,0x	N/M

Nguồn: BVSC dự báo; P/E được tính theo giá cổ phiếu là 67.500 đồng/cổ phiếu vào ngày 13/11/2020

Triển vọng tăng trưởng thu nhập 2020-23 ấn tượng. BVSC dự báo doanh thu thuần/LNST-CĐTS của DGW sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2020-23 tương ứng là 22,7% và 26,0%. Việc điều chỉnh dự báo 2021, và các năm tiếp theo dựa trên các giả định chính:

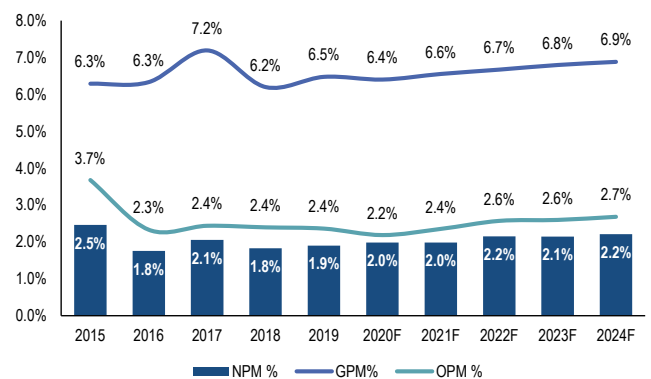
- Doanh thu bán laptop và tablet tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 9,9%/năm giai đoạn 2020-23, nhờ vào (1) Vị thế vững chắc của DGW để hưởng lợi lớn nhất từ sự hợp nhất ngày càng tăng của thị trường phân phối máy tính xách tay Việt Nam và (2) Chủ động mở rộng sang các sản phẩm và thương hiệu cao cấp hơn để bổ sung tăng trưởng.
- Doanh thu điện thoại di động tăng với tốc độ kép là 27,6%/năm giai đoạn 2020-23, được thúc đẩy bởi triển vọng nhu cầu tích cực và triển vọng tăng thị phần sáng sửa hơn nhờ tỷ lệ giá/giá trị/hiệu suất vượt trội của Xiaomi và đóng góp cả năm của iPhone cao cấp bắt đầu từ năm 2021.
- Doanh thu mảng thiết bị văn phòng tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2020-23 là 28,3%/ năm, được thúc đẩy bởi: (1) Các sản phẩm và dịch vụ đa dạng, (2) Tính chất kinh doanh ít cạnh tranh, (3) Mạng lưới phân phối rộng khắp, (4) Nhu cầu vững chắc hơn nhờ vào triển vọng phục hồi kinh tế Việt Nam, và (4) Cam kết mạnh mẽ mở rộng danh mục sản phẩm của công ty với nhiều thương hiệu và SKU mới.
- Hàng tiêu dùng tăng trưởng với tốc độ kép giai đoạn 2020-23 là 39,8% nhờ (1) Tăng trưởng hữu cơ từ danh mục sản phẩm hiện có nhờ cải thiện sức mua của người tiêu dùng Việt Nam trong tương lai, nhận diện thương hiệu tốt hơn và mạng lưới phân phối rộng khắp; và (2) Đóng góp mới của các sản phẩm Ý và các sản phẩm của Unilever từ năm 2021. DGW cũng đang tìm kiếm tăng trưởng “phi hữu cơ” thông qua các cơ hội M&A để củng cố hơn nữa chuỗi giá trị của mình trong phân khúc này.
- BLN góp mở rộng nhờ cơ cấu doanh thu tốt hơn, thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ hơn của các phân khúc có BLN gộp cao hơn (thiết bị văn phòng và hàng tiêu dùng). Chúng tôi dự báo BLN gộp của DGW xu hướng tăng dần, dao động từ 6,6-6,8% giai đoạn 2021-23 từ 6,4% năm 2020.
- Khả năng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ sẽ giữ cho đòn bẩy của DGW ở mức hợp lý, cùng với việc quản lý tốt việc thanh toán cho các nhà cung cấp, sẽ tạo ra lợi nhuận tài chính ròng khả quan, tiếp tục củng cố lợi nhuận.

Hình 18: BVSC dự báo cơ cấu doanh thu của DGW sẽ tốt hơn trong FY20-24F nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của các mảng có BLN gộp cao (thiết bị văn phòng và hàng tiêu dùng)...



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC dự báo

Hình 19: ... có ảnh hưởng tích cực đến xu hướng tỷ suất lợi nhuận của Công ty trong giai đoạn dự báo



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC dự báo

Nâng giá mục tiêu lên 78.500 đồng/cp (Upside: 18,5%)

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi thay đổi phương pháp định giá của mình cho DGW, từ sử dụng phương pháp so sánh P/E sang phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF để phản ánh tốt hơn triển vọng tăng trưởng thu nhập dài hạn của Công ty, cải thiện rõ rệt trong quản lý vốn lưu động với dư địa tối ưu hóa hơn nữa và triển vọng ngành CNTT-TT nhiều triển vọng trong giai đoạn tới.

Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi cho DGW là 78.500 đồng/cp, tương ứng với mức lợi nhuận tiềm năng là 18,5% (bao gồm lợi tức cổ tức: 2,2%). Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền của chúng tôi giả định chi phí vốn bình quân gia quyền là 12,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0%. Chúng tôi áp dụng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 22,0% cho DGW.

Tại giá mục tiêu mới dựa trên DCF mới, BVSC đang định giá DGW ở mức P/E năm 2021 là 10,6x, cao hơn mức trung bình trong lịch sử 5 năm là 9,3x, mà BVSC cho là chính đáng dựa trên cơ sở nội tại của Công ty:

- Triển vọng tăng trưởng kết quả kinh doanh tốt: EPS đạt CAGR 26% FY20-23;
- ROE tiếp tục đà tăng (ROE FY20-24 tăng mạnh lên 22,1-24,4%); và
- Khả năng quản lý dòng tiền hoạt động xuất sắc cho phép DGW duy trì đòn bẩy ở mức thấp, giảm bớt gánh nặng chi phí lãi vay; đồng thời chứng minh năng lực thương thảo của DGW đối với các nhà cung cấp và khách hàng đang tăng lên, minh chứng là chuyển dòng tiền từ hoạt động kinh doanh từ âm sang duy trì tích cực trong 5 quý qua. Chúng tôi cũng nhận thấy vẫn còn nhiều dư địa để công ty tối ưu hóa hơn nữa việc quản lý vốn lưu động, chủ yếu nhờ vào mảng hàng tiêu dùng đang phát triển nhanh.

Hình 20: Định giá chiết khấu dòng tiền của DGW: Tóm tắt

Tính toán FCFF (Đơn vị: Tỷ VND)	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
EBIT	377	500	580	673
EBIT(1-t)	294	390	453	525
Cộng: D&A	5	5	5	7
Trừ: Capex	6	8	10	12
Trừ: Change in WC	173	131	96	122
FCFF	121	256	352	398

Tính toán chi phí vốn bình quân gia quyền	
Beta (adjusted)	1,2
Risk-free rate	4,5%
Market risk premium	10,0%
Cost of equity %	16,3%
Interest rate %	6,0%
CIT	22,0%
Cost of debt %	4,3%
Debt %	30,9%
Equity %	69,1%
WACC	12,5%

Nguồn: BVSC

Tóm tắt định giá DCF		Tỷ VND
Giá trị hiện tại của dòng FCFFs		803
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)		2.660
Giá trị hiện tại của FCFFs và TV		3.497
+ Tiền & Các khoản tương đương tiền		500
- Nợ vay		623
Giá trị vốn chủ sở hữu		3.374
Số cổ phiếu đang lưu hành		43.000.278
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (VNĐ/cp)		78.500
Cổ tức năm 2020, dự báo		1.500
Tỷ suất lợi nhuận tiềm năng %		18,5%

Hình 21: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi cho DGW liên quan đến WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn, không thay đổi các biến khác

		WACC				
		11,0%	11,5%	12,5%	13,0%	13,5%
Terminal growth rate (g)	1,0%	78.114	73.896	66.569	63.375	60.437
	2,0%	85.630	80.586	71.949	68.232	64.838
	3,0%	95.023	83.367	78.461	74.060	70.077
	4,0%	107.101	99.317	86.505	81.183	76.419
	5,0%	123.205	113.005	96.694	90.087	84.254

Nguồn: BVSC

Khuyến nghị:

DGW đóng cửa ở mức giá 67.500 đồng/cp vào 13/11/2020, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 9,0x và PEG năm 2021 là 0,3 so với mức ROE tích cực là 21,4%. Khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **78.500 đồng/cp** (Mức lợi nhuận tiềm năng 18,5%; bao gồm tỷ suất cổ tức 2,2%, theo phương pháp DCF). Theo quan điểm của BVSC, DGW đang ở vị thế tốt để hưởng lợi từ các xu hướng mới nổi của thị trường CNTT-TT Việt Nam, bao gồm: (1) Xu hướng gia tăng hợp nhất của thị trường phân phối laptop, và (2) Chu kỳ thay thế mới cho điện thoại di động khi 2G ngừng hoạt động và phát triển 5G. Cụ thể, Xiaomi với các sản phẩm vượt trội ở khung giá hợp lý sẽ tiếp tục giữ vững vị thế cạnh tranh tại thị trường Việt Nam; Việc mở rộng thị phần ĐTDĐ của DGW được củng cố hơn nữa nhờ đóng góp cả năm của các sản phẩm Apple trong giai đoạn bình thường mới. Triển vọng tương lai rất hứa hẹn, được hỗ trợ bởi sự phục hồi mạnh mẽ của các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn (thiết bị văn phòng và hàng tiêu dùng), tạo ra cơ cấu doanh số doanh thu tốt hơn và mở rộng tỷ suất lợi nhuận gộp. BVSC cũng thích mô hình kinh doanh của DGW, tạo sự khác biệt với các phân phối khác chỉ cung cấp dịch vụ đơn lẻ, giá trị thấp. Quản lý dòng tiền từ HĐKD xuất sắc gần đây không chỉ cho phép DGW giữ đòn bẩy thấp, mà nó còn chứng tỏ khả năng thương thảo của công ty tốt hơn đối với các nhà cung cấp và khách hàng của mình. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tăng trưởng KQD mạnh mẽ của Công ty và khả năng thương thảo gia tăng sẽ tiếp tục hỗ trợ đánh giá lại định giá của DGW trong những năm tới.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5.937	8.493	12.147	16.121	19.548
Giá vốn	(5.568)	(7.943)	(11.370)	(15.064)	(18.244)
Lợi nhuận gộp	368	550	778	1.057	1.304
Doanh thu tài chính	142	201	266	380	503
Chi phí tài chính	139	210	313	416	546
Lợi nhuận sau thuế	109	162	241	320	421

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	71	131	305	488	841
Các khoản phải thu ngắn hạn	601	570	796	1.035	1.230
Hàng tồn kho	1.314	1.484	1.402	1.764	2.030
Tài sản cố định hữu hình	84	82	82	83	86
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	4	7	47	47	47
Tổng tài sản	2.223	2.419	2.790	3.576	4.392
Nợ ngắn hạn	1.452	1.492	1.655	2.184	2.665
Nợ dài hạn	5	4	4	4	4
Vốn chủ sở hữu	766	922	1.130	1.387	1.723
Tổng nguồn vốn	2.223	2.419	2.790	3.576	4.392

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	55,4%	43,1%	43,0%	32,7%	21,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	38,3%	48,6%	49,1%	32,8%	31,5%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	6,2%	6,5%	6,4%	6,6%	6,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,2%
ROA (%)	14,5%	17,7%	21,4%	23,2%	24,5%
ROE (%)	5,0%	6,7%	8,7%	9,0%	9,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,4x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,1x	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.735	3.961	5.627	7.469	9.812
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.799	21.982	26.197	32.146	39.930

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

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

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yên

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

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