Báo cáo cổ phiếu: DGW

Lợi nhuận lõi tăng gần gấp đôi; danh mục chứng khoán và lãi tồn kho làm lợi nhuận quý biến động mạnh

CTCP Thế Giới Số – Digiworld (HOSE: DGW) · Kết quả 6T/2026, chuỗi giá trị phân phối, tách lõi phân phối và đầu tư chứng khoán, danh mục KBC – HPG cuối Q3, dự báo Q3–Q4/2026 theo kịch bản, định giá và backtest P/E – P/B · giá tham chiếu 45,2 nghìn đồng (01/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CĐ MẸ 6T/2026	DOANH THU 6T/2026	LNST MẸ 2026F (CƠ SỞ)	TỒN KHO 30/06/2026	DANH MỤC CK (GIÁ GỐC)	P/E 2026F
510	15.774	1.059	5.731	301	9,4x
tỷ đồng · **+130%**	tỷ đồng · **+40%**	tỷ · **+94%** · KH 660	tỷ · gấp đôi Q1	tỷ · KBC, HPG	EPS 4.786 đ · trung vị P/E 14,6x

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	VÙNG MUA THÊM	VÙNG CHỐT LỜI DẦN	P/E TRƯỢT · P/B
NẮM GIỮ	45,2	38 – 42 nghìn đ	55 – 65 nghìn đ	12,0x · 2,7x

Nắm giữ ở vùng 42–55 nghìn; kịch bản LNST mẹ 2026 từ 732 đến 1.197 tỷ. P/E dự phóng 9,4x đã phản ánh phần lớn mức tăng lợi nhuận lõi. **Mua thêm** từng phần ở 38–42 nghìn (P/B dưới bình quân 3 năm −1σ). **Chốt lời dần** ở 55–65 nghìn. **Xem lại luận điểm** nếu LNST mẹ Q3 < 200 tỷ hoặc biên gộp Q3 < 9%.

KẾT LUẬN

Lợi nhuận lõi Q2/2026 khoảng 219 tỷ LNST mẹ, +89% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu tăng nhanh (8 tháng +45%) và lãi tồn kho khi giá linh kiện tăng. Lãi đầu tư chứng khoán (114 tỷ LNTT trong Q2 theo BCTC soát xét: hoàn nhập dự phòng, lãi bán và cổ tức) không lặp lại: trong Q3, KBC và HPG giảm 14–17%, nên khoản này đổi chiều thành trích dự phòng khoảng 46 tỷ.

Cơ sở AAS cho LNST mẹ 2026 là **1.059 tỷ**, gấp 1,6 lần kế hoạch. Điểm yếu của mô hình là vốn: tăng trưởng giữ lại nhiều tồn kho và phải thu, nên dòng tiền kinh doanh đi ngược lợi nhuận và 100% nợ vay là ngắn hạn. Biên gộp đang ở đỉnh chu kỳ, nên mức giá hiện tại phù hợp để nắm giữ hơn là mua đuổi.

PHÂN PHỐI LÕI

538 tỷ LNTT lõi 6T/26 · 83% LNTT

- ~50 thương hiệu, ~20.000 điểm bán ICT
- Biên gộp Q2 13,0%, đỉnh nhiều năm
- CPBH ≈ 0,63 × lợi nhuận gộp

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

106 tỷ LNTT 6T/26

- Q2: hoàn nhập 80,5 + lãi bán thuần 25,1 + cổ tức 7,9
- Q3 ước: trích dự phòng ~46 tỷ
- Không phải nguồn lợi nhuận bền

VỐN TRONG CHUỖI

9.123 tỷ tồn kho + phải thu

- Tín dụng của hãng 3.890 tỷ
- Vay ngắn hạn 3.215 tỷ, lãi ~7,2%
- CFO 2015–25 chỉ 8% LNST

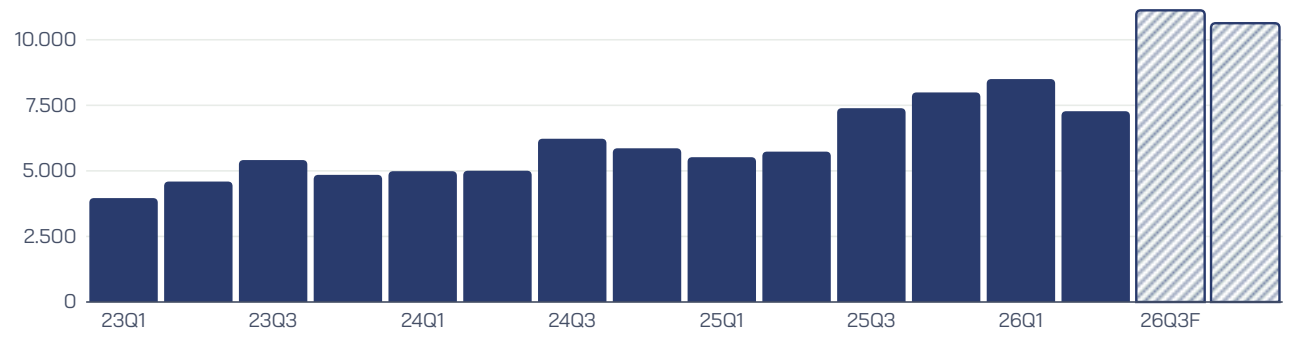
1 Kết quả 6T/2026: doanh thu +40%, LNST mẹ +130%, biên gộp Q2 lên 13,0%

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T YoY
Doanh thu thuần	20.923	22.028	18.817	22.079	26.632	11.251	15.774	+40%
Lợi nhuận gộp	1.508	1.663	1.559	2.055	2.311	968	1.747	+80%
Biên gộp	7,2%	7,5%	8,3%	9,3%	8,7%	8,6%	11,1%	2,5 đ%
Chi phí bán hàng	708	722	944	1.285	1.369	613	1.022	+67%
Chi phí quản lý	114	136	198	244	224	111	121	+9%
Chi phí lãi vay	32	94	122	96	138	62	104	+69%
LNTT	820	862	471	569	689	269	644	+140%
LNST cổ đông mẹ	**654**	**684**	**354**	**444**	**547**	**222**	**510**	**+130%**

Nguồn: BCTC hợp nhất DGW (FiinPro, kho AAS); 6T = Q1 + Q2. AAS tính.

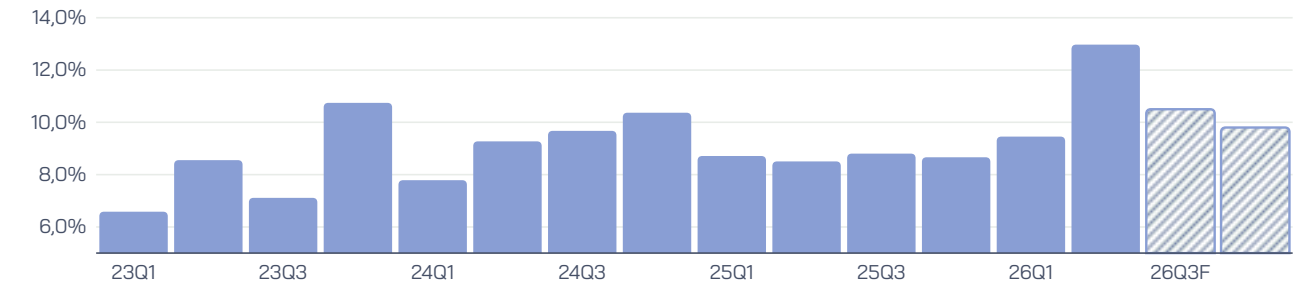
Doanh thu H1/2026 đạt 15.774 tỷ (+40%); 8 tháng đạt 23.178 tỷ (+45%). Riêng tháng 7 và 8 đã đạt khoảng 7.404 tỷ, bằng cả Q3/2025. Nguồn tăng trưởng là laptop (giá bán +20% do RAM/chip đắt), thiết bị văn phòng (máy chủ, hạ tầng AI) và gia dụng; điện thoại chỉ +3% trong H1.

Doanh thu thuần theo quý, tỷ đồng



Cột gạch chéo: dự báo cơ sở. Nguồn: kho AAS; dự báo của AAS.

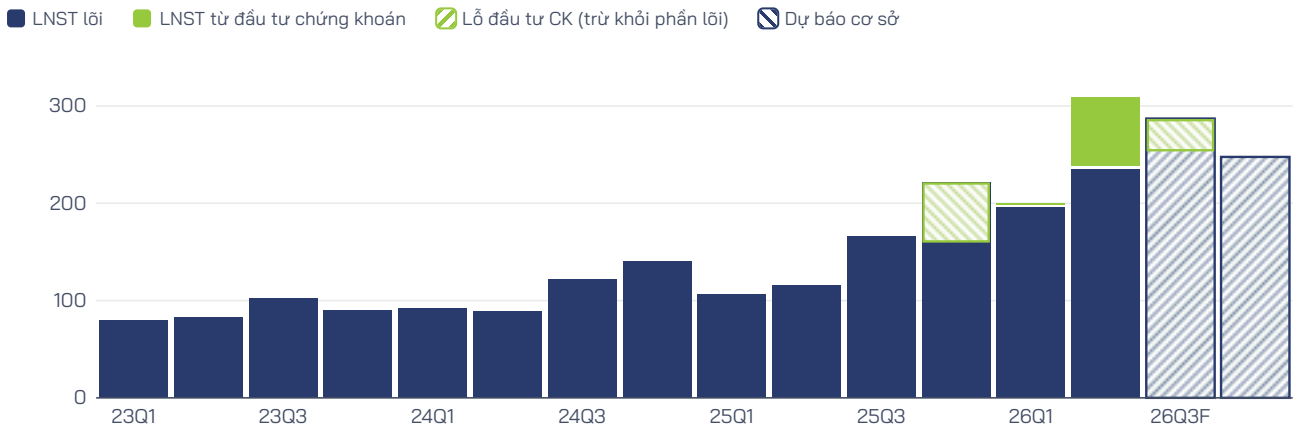
Biên lợi nhuận gộp theo quý



13 quý trước Q2/2026 dao động 6,6–10,7%. Q2/2026 đạt 13,0%, lệch 3,6 độ lệch chuẩn so với trung bình.

Bóc tách đầu tư chứng khoán. DGW mua khoảng 772 tỷ cổ phiếu (TCB, VPB, HPG...) trong Q4/2025 và trích lập 90,9 tỷ dự phòng. Trong Q2/2026 công ty bán TCB, VPB và giảm HPG; dự phòng trên bảng cân đối giảm từ 86,3 xuống 5,8 tỷ. Theo BCTC soát xét, phần hoàn nhập 80,5 tỷ cộng lãi bán thuần 25,1 tỷ và cổ tức 7,9 tỷ tạo khoảng 113,5 tỷ LNTT trong Q2 (~29% LNTT quý). Loại ra, LNST lõi Q2 khoảng 219 tỷ (+89% cùng kỳ) chứ không phải 309 tỷ. (Biểu đồ dưới dựng trước khi có bản soát xét, còn dùng ước tính 93 tỷ.) Q4/2025 thì ngược lại: lợi nhuận lõi cao hơn số báo cáo khoảng 64 tỷ.

LNST thuộc cổ đông mẹ: lõi và đầu tư chứng khoán, tỷ đồng



Tác động đầu tư sau thuế = LN đầu tư trước thuế × (1 – thuế suất hiệu dụng). Danh mục còn lại 30/6/2026 có giá gốc ~300 tỷ (KBC ~200, HPG ~101).

2 Bức tranh theo mảng: lõi phân phối tạo 83% LNTT 6T/2026, đầu tư chứng khoán phần còn lại

DGW có một mảng kinh doanh thật là phân phối, và một khối đầu tư chứng khoán (chủ yếu KBC, HPG) làm lợi nhuận quý dao động. Bảng dưới tách hai phần; tổng hai dòng LNTT khớp đúng LNTT hợp nhất trên BCTC.

Tỷ đồng	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	6T/2026
Doanh thu (phân phối)	7.391	7.990	8.500	7.273	15.774
Lợi nhuận gộp	651	692	803	943	1.747
Chi phí bán hàng	-409	-346	-494	-528	-1.022
Chi phí quản lý	-55	-58	-54	-67	-121
Tài chính lõi, lãi vay, khác	7	6	8	-74	-66
LNTT lõi phân phối	**193**	**294**	**264**	**274**	**538**
LNTT đầu tư chứng khoán	**0**	**-83**	**-7**	**114**	**106**
LNTT hợp nhất (khớp BCTC)	193	211	257	388	644
LNST mẹ: phần lõi	166	222	206	219	424
LNST mẹ: phần đầu tư CK	0	-63	-6	91	85

LNTT đầu tư CK = lãi bán thuần + (dự phòng đầu kỳ − dự phòng cuối kỳ), dự phòng lấy từ bảng cân đối kho AAS, lãi bán Q2 theo BCTC soát xét. Phần LNST mẹ chia theo thuế suất và tỷ lệ CĐKKS của từng quý. AAS tính.

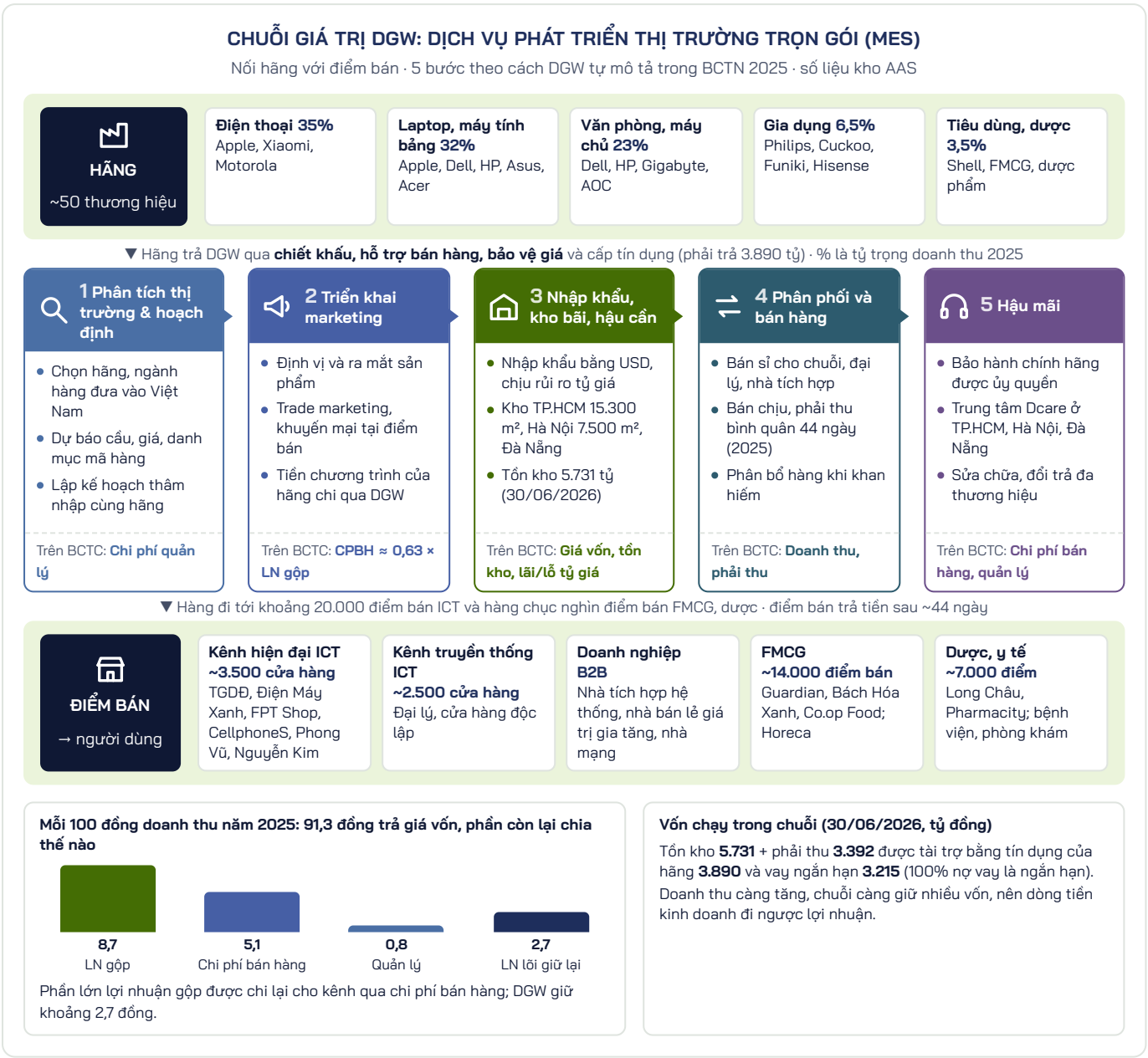
3 Phân phối: lãi gộp 9–10 đồng, giữ lại 2–4 đồng, sống nhờ vòng quay vốn

DGW tự mô tả mình là nhà cung cấp **dịch vụ phát triển thị trường trọn gói (Market Expansion Services, MES)** gồm 5 bước, nối hãng với điểm bán. Sơ đồ vẽ lại chuỗi đó, kèm khoản mục mà mỗi bước hiện ra trên BCTC và dòng vốn chạy trong chuỗi. Nhãn "nhà phát triển thị trường duy nhất" là tuyên bố của công ty; mục 4 kiểm tra phần nào đã có bằng chứng.

Trong phân phối: điện thoại và laptop chiếm 2/3 doanh thu

Ngành hàng 2025	Tỷ trọng DT	DT ước (tỷ)	Hãng chính
Điện thoại	35,0%	9.321	Apple, Xiaomi, Motorola
Laptop, máy tính bảng	32,0%	8.522	Apple, Dell, HP, Asus, Acer
Thiết bị văn phòng (55% là máy chủ)	23,0%	6.125	Dell, HP, Gigabyte, AOC
Gia dụng	6,5%	1.731	Philips, Cuckoo, Funiki, Hisense
Hàng tiêu dùng	3,5%	932	Shell, FMCG, dược
Tổng	**100%**	**26.632**	

Tỷ trọng theo BCTN 2025 của DGW; doanh thu ước = tỷ trọng × doanh thu hợp nhất 2025. BCTN không công bố biên lợi nhuận theo ngành hàng.



DGW bán gì, cho ai, và khách hàng trả tiền vì điều gì

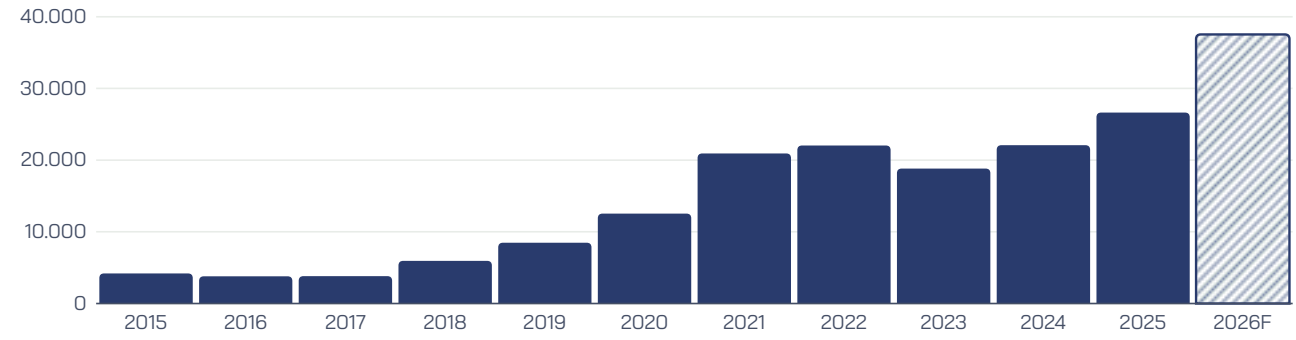
DGW mua hàng nhập khẩu bằng USD từ các hãng (Apple, Xiaomi, Dell, HP, Asus, Acer, Philips, Cuckoo, Funiki, Motorola, Gigabyte, AOC; từ 2026 có thêm Hisense, Shell), giữ tồn kho, rồi bán chịu cho khoảng 20.000 điểm bán. Cơ cấu doanh thu 2025: điện thoại 35%, laptop và máy tính bảng 32%, thiết bị văn phòng 23% (trong đó máy chủ chiếm 55%), gia dụng 6,5%, hàng tiêu dùng 3,5%.

- **Nhà bán lẻ và đại lý trả giá sỉ** để có hàng chính hãng, được phân bổ hàng khi khan hiếm, được mua chịu (trung bình 44 ngày năm 2025), được giao hàng và bảo hành tận nơi. Ở kênh hiện đại, DGW bán cho Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh, FPT Shop, CellphoneS, Phong Vũ (khoảng 3.500 cửa hàng). Ở kênh truyền thống ICT có khoảng 2.500 cửa hàng. Thiết bị văn phòng đi qua các nhà tích hợp hệ thống.
- **Hãng trả gián tiếp** qua chiết khấu, hỗ trợ bán hàng và bảo vệ giá, vì DGW gánh thay họ tồn kho, công nợ, marketing và hậu mãi. Dữ liệu cho thấy rõ cơ chế này: qua 14 quý, chi phí bán hàng ≈ 0,63 × lợi nhuận gộp (R^2 0,85). Phần lớn biên gộp tăng thêm là tiền chương trình đi qua DGW rồi được chi ra kênh, không phải lợi nhuận giữ lại.

Doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền đến từ đâu

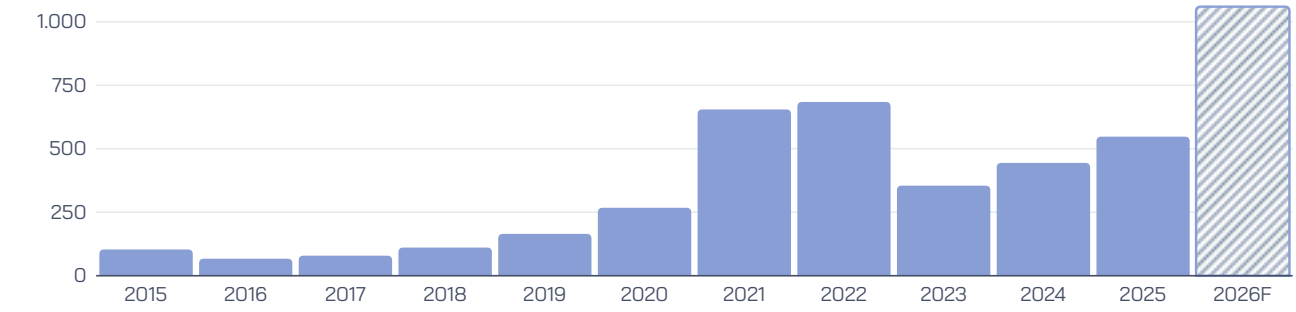
- **Lợi nhuận lõi mỏng.** Lợi nhuận gộp trừ chi phí bán hàng và quản lý chỉ bằng 2,2–3,7% doanh thu (2016–2025); H1/2026 là 3,8%, mức cao nhất. ROE 17% năm 2025 đến từ vòng quay tài sản khoảng 2,7 vòng/năm nhân với đòn bẩy, không đến từ biên.
- **Doanh thu tài chính chiếm 22–41% LNTT** (2016–2025). Năm 2025 (theo báo cáo thường niên): lãi trái phiếu và đầu tư ngắn hạn 108 tỷ, chiết khấu thanh toán sớm từ nhà cung cấp 71 tỷ, lãi tỷ giá 66 tỷ, lãi tiền gửi 15 tỷ. Một phần gắn với vận hành (chiết khấu thanh toán), phần còn lại là kết quả của việc quản lý tiền nhàn rỗi.
- **Dòng tiền đi ngược lợi nhuận.** Khi doanh thu tăng, vốn lưu động phình ra và dòng tiền kinh doanh âm (2017–18, 2022, 2024–25). Khi doanh thu chững lại, tiền được giải phóng (2016, 2019–20, 2023).

Doanh thu thuần, tỷ đồng



Nguồn: kho AAS. 2026F: dự báo cơ sở.

LNST thuộc cổ đông mẹ, tỷ đồng

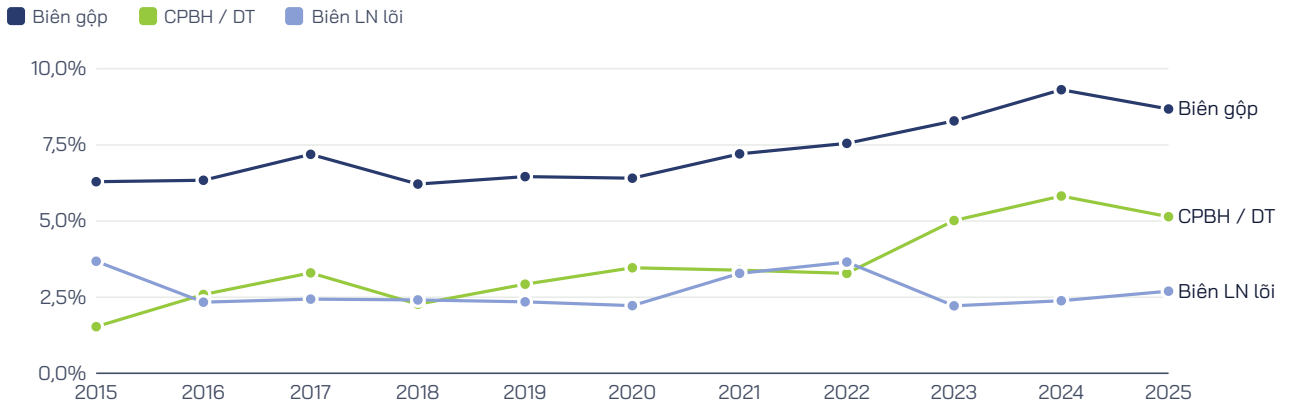


2026F: cơ sở trộn. Năm 2023 lợi nhuận giảm 48% trong khi doanh thu chỉ giảm 15%: đòn bẩy chi phí vận hành của nhà phân phối.

Yếu tố quyết định tăng trưởng và biên

1. **Danh mục thương hiệu.** Mỗi đợt tăng trưởng lớn gắn với một thương hiệu mới: Xiaomi 2017–2022, Apple từ 2020, rồi Philips, Cuckoo, Funiki năm 2024–25 (gia dụng +75% năm 2025).
2. **Chu kỳ thay thế thiết bị.** Covid 2020–21, AI PC và Windows 11 năm 2025–26, giai đoạn bão hòa 2023.
3. **Giá linh kiện.** RAM tăng giá đẩy giá laptop +20%, tạo lãi tồn kho và có thể mang lại biên gộp 13% như Q2/2026.
4. **Cơ cấu ngành hàng.** Doanh thu dịch dần sang máy chủ và gia dụng.
5. **Tỷ giá USD/VND** và lãi suất vay.

Biên gộp tăng, nhưng phần lớn bị chi phí bán hàng hấp thụ (% doanh thu)



Biên gộp tăng từ 6,3% (2015) lên 8,7% (2025), trong khi chi phí bán hàng tăng từ 1,5% lên 5,1%. Biên lõi vì vậy gần như đi ngang.

Phụ thuộc

- **Hãng:** điện thoại (35% doanh thu, chủ yếu Xiaomi và Apple) là rủi ro tập trung lớn nhất. Tiền lệ: Nokia rút khỏi thị trường năm 2015–16 khiến doanh thu giảm hai năm liền; Xiaomi mất thị phần năm 2025 khiến doanh thu điện thoại −2%.
- **Chuỗi bán lẻ:** vài chuỗi lớn chiếm phần lớn kênh hiện đại. Biên gộp của MWG và FRT khoảng 20%, gấp đôi DGW, cho thấy quyền định giá nằm ở bán lẻ và ở hãng, không ở nhà phân phối.
- **Vốn:** 100% nợ vay là ngắn hạn (3.215 tỷ ngày 30/6/2026). Lãi suất bình quân tăng từ ~4,3% năm 2024 lên 7,2% ở Q2/2026. Tín dụng nhà cung cấp (phải trả 3.890 tỷ) là nguồn vốn lớn nhất.

4 Vị thế cạnh tranh: giỏi đưa thương hiệu mới lên quy mô, nhưng lợi thế dựa vào quan hệ với hãng

Ngành. Phân phối ICT tăng trưởng theo chu kỳ thay thế thiết bị và theo giá linh kiện, với biên lợi nhuận thấp và tính chu kỳ cao. Doanh thu DGW tăng từ 8,5 lên 20,9 nghìn tỷ trong 2019–2021, rồi lợi nhuận giảm gần một nửa năm 2023. Rào cản gia nhập ở mức trung bình: cần được hãng ủy quyền, có vốn lưu động lớn, mạng lưới kho, giao hàng và bảo hành toàn quốc, và năng lực quản lý rủi ro tín dụng cho hàng nghìn đại lý. Hiện chỉ vài doanh nghiệp đủ quy mô: Synnex FPT (doanh thu khoảng 1 tỷ USD, chưa niêm yết), PSD (PET), DGW, Siêu Thanh, TIE. Tuy vậy, hãng có thể dùng nhiều nhà phân phối song song, đổi nhà phân phối hoặc bán thẳng cho chuỗi, nên vị trí trung gian luôn có thể bị thách thức.

Doanh nghiệp (TTM Q3/25–Q2/26)	Doanh thu	Biên gộp	Biên LNST	ROE	Ngày tồn kho	Ngày phải thu	LCTT KD 4 quý
DGW	31.154	9,9%	2,7%	22,4%	75	41	697
PET (Petrosetco – PSD)	26.176	5,4%	1,7%	15,9%	29	83	−2.187
FRT (khách hàng, bán lẻ)	58.766	19,7%	2,5%	24,1%	115	4	−1.494
MWG (khách hàng, bán lẻ)	177.916	20,3%	5,6%	27,5%	79	5	20.344

Nguồn: kho AAS (fa_quarterly). Doanh thu PET gồm cả mảng ngoài phân phối ICT. Synnex FPT chưa niêm yết, không có số liệu so sánh.

Lợi thế: đã có bằng chứng và mới là tuyên bố

	Nội dung	Bằng chứng
Đã chứng minh	Đưa thương hiệu mới lên quy mô lớn	Xiaomi từ thương hiệu mới (2017) thành top thị phần; Apple từ 2020; gia dụng từ 993 lên 1.741 tỷ trong một năm (2025)
Đã chứng minh	Biên gộp và ROE cao hơn đối thủ niêm yết	TTM: biên gộp 9,9% so với 5,4% của PET; ROE 22,4% so với 15,9%; số ngày phải thu bằng một nửa
Đã chứng minh	Sống sót khi mất thương hiệu chính	Sau cú sốc Nokia 2015–16, doanh thu hồi phục từ 2018
Đã chứng minh một phần	Tăng nhanh hơn thị trường	Laptop Q2/2026 +37% so với thị trường +29% (theo số doanh nghiệp tự công bố)
Tuyên bố	"Nhà phát triển thị trường duy nhất", làm dịch vụ trọn gói cho hơn 30 thương hiệu	Không có số đo độc lập về hiệu quả dịch vụ hay thời hạn hợp đồng
Tuyên bố	"Áp lực cạnh tranh tương đối thấp"	Mâu thuẫn với chi phí bán hàng tăng từ 1,5% lên 5,1% doanh thu
Tuyên bố	"Rủi ro tỷ giá không đáng kể"	Lãi tỷ giá 66 tỷ năm 2025 cho thấy rủi ro tỷ giá vẫn lớn, chỉ là năm 2025 chiều có lợi

Lợi thế duy trì được bao lâu. Lợi thế của DGW dựa trên quan hệ và năng lực thực thi. Nó còn tồn tại chừng nào hãng thấy thuê DGW rẻ hơn tự làm kênh, và thường tính bằng thời hạn hợp đồng phân phối vài năm. Những yếu tố có thể làm nó yếu đi:

- Hãng bán thẳng cho các chuỗi lớn.
- Chuỗi bán lẻ tập trung hơn và đòi chiết khấu cao hơn.
- Thương hiệu Trung Quốc tự xây kênh phân phối.
- Giá linh kiện bình thường hóa, làm mất phần lãi tồn kho.
- Tín dụng ngân hàng thắt lại trong khi mô hình cần vốn lưu động lớn.

Bằng chứng tích cực nhất là DGW liên tục được chọn làm đối tác cho thương hiệu mới (Hisense, Shell năm 2026). Đây là chỉ báo nên theo dõi hằng năm.

5 Đầu tư chứng khoán: KBC, HPG giảm 14–17% trong Q3, ước trích dự phòng ~46 tỷ

Mã	Số cổ phiếu	Giá gốc (tỷ)	Giá vốn/cp	Giá 30/06	Giá 30/09	GTHL 30/09 (tỷ)	Dự phòng 30/09 (tỷ)
KBC	6.544.200	199,9	30.545	30.500	25.400	166,2	33,7
HPG	4.083.200	100,7	24.650	23.300	20.150	82,3	18,4
Cộng		**300,5**				**248,5**	**52,0**

Dự phòng cuối Q3 ước **52,0 tỷ**, tức phải **trích thêm khoảng 46 tỷ LNTT** trong Q3 nếu DGW không mua bán trong quý. Danh mục đầu năm khác hẳn: thuyết minh Q1/2026 ghi Techcombank 286 tỷ, Hòa Phát 227 tỷ, VPBank 78 tỷ và mã khác 182 tỷ (giá gốc). Trong Q2, DGW bán hết TCB, VPB và mã khác, mua mới KBC và giảm HPG; khoản hoàn nhập dự phòng Q2 chủ yếu đến từ việc bán các mã này.

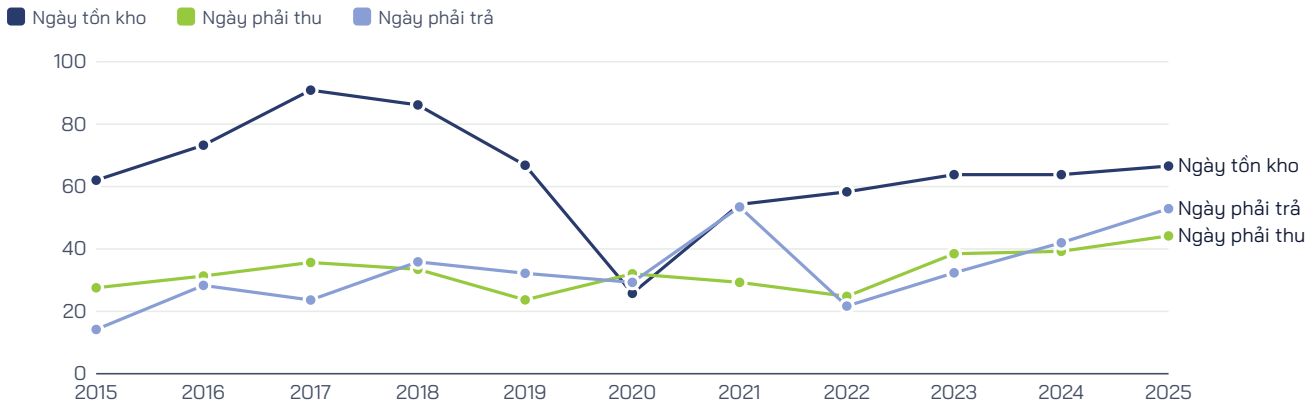
6 Chất lượng tài chính: tăng trưởng hút hết tiền, 11 năm LNST 3.493 tỷ nhưng CFO chỉ 274 tỷ

Tăng trưởng. 2015–2025, doanh thu tăng 20,3%/năm và LNST cổ đông mẹ tăng 18,1%/năm, nhưng không đều: doanh thu 2021 tăng 67%, LNST mẹ 2021 tăng 145%, rồi LNST mẹ 2023 giảm 48%.

Năm	Biên gộp	Biên LN lõi	Biên LNST mẹ	ROE	ROIC (lõi, sau thuế)	DTTC / LNTT	LN lõi / lãi vay	CCC (ngày)
2016	6,3%	2,3%	1,8%	11%	7%	23%	3,9x	76
2017	7,2%	2,4%	2,1%	12%	7%	25%	4,1x	103
2018	6,2%	2,4%	1,9%	15%	8%	23%	4,5x	84
2019	6,5%	2,3%	1,9%	19%	11%	29%	4,2x	58
2020	6,4%	2,2%	2,1%	26%	19%	25%	10,3x	28
2021	7,2%	3,3%	3,1%	45%	48%	22%	21,5x	30
2022	7,5%	3,7%	3,1%	33%	26%	24%	8,5x	61
2023	8,3%	2,2%	1,9%	14%	10%	41%	3,4x	70
2024	9,3%	2,4%	2,0%	16%	11%	34%	5,5x	61
2025	8,7%	2,7%	2,1%	17%	14%	38%	5,2x	58

Biên LN lõi = (LN gộp – CPBH – QLDN) / DT. ROIC = LN lõi × (1 – 20%) / (VCSH + vay – tiền – đầu tư ngắn hạn) bình quân. Với nhà phân phối, các chỉ tiêu phù hợp là biên lõi, chu kỳ vốn lưu động, ROIC và LCTT/LNST. EBITDA và capex không có ý nghĩa vì capex chỉ 0–45 tỷ/năm.

Hiệu quả sử dụng vốn



Số ngày phải thu tăng từ 24 (2019) lên 44 (2025): DGW cho đại lý mua chịu lâu hơn để mở rộng độ phủ. Số ngày phải trả tăng từ 32 lên 53: DGW dựa nhiều hơn vào tín dụng của hãng. Ngày 30/6/2026, tồn kho tăng lên 5.731 tỷ (gấp đôi quý trước), trong đó 1.299 tỷ là hàng đang đi đường.

Dòng tiền và sức chịu đựng tài chính

Năm	LNST	LCTT kinh doanh	VLĐ thuần cuối năm	Vay ngắn hạn	Cổ tức tiền đã trả
2015	104	-29	830	423	15

Năm	LNST	LCTT kinh doanh	VLĐ thuần cuối năm	Vay ngắn hạn	Cổ tức tiền đã trả
2016	67	166	754	343	54
2017	78	-232	1.024	621	28
2018	110	-126	1.298	837	32
2019	163	287	1.302	620	21
2020	267	826	919	630	43
2021	655	149	1.650	1.117	44
2022	684	-1.110	3.444	1.915	91
2023	363	493	3.330	2.321	167
2024	449	-108	3.412	2.487	84
2025	555	-42	3.857	2.899	110
Cộng 2015–25	**3.493**	**274**			**688**

- Trong 11 năm, dòng tiền kinh doanh chỉ bằng 8% LNST. Cổ tức tiền đã trả (688 tỷ) lớn hơn dòng tiền kinh doanh cộng dồn, nên phần chênh được tài trợ bằng vay ngắn hạn.
- Tỷ lệ LN lõi / lãi vay giảm từ 21,5 lần (2021) xuống 5,2 lần (2025). Nợ phải trả bằng 2,3 lần vốn chủ ngày 30/6/2026; toàn bộ nợ vay là ngắn hạn, khoảng 2.765 tỷ đáo hạn trong nửa cuối 2026.
- Bù lại, tài sản có tính thanh khoản cao (tồn kho quay khoảng 60 ngày, phải thu khoảng 44 ngày). Khi doanh thu giảm, vốn lưu động tự giải phóng thành tiền, như năm 2023.

Lõi hay bất thường

Khoản	Ảnh hưởng	Tính chất
Danh mục cổ phiếu (TCB, VPB, HPG, KBC...)	Q4/25 −83 tỷ LNTT; Q1/26 −7; Q2/26 +114 (BCTC soát xét); Q3/26 ước −46	Bất thường: không thuộc hoạt động phân phối
Biên gộp Q2/2026 13% (lãi tồn kho do giá RAM)	Lệch 3,6 độ lệch chuẩn so với 13 quý trước	Bán bất thường: lặp lại chừng nào giá linh kiện còn tăng
Lãi tỷ giá	66 tỷ năm 2025 (~10% LNTT)	Biến động theo USD/VND, có thể đổi chiều
Lãi trái phiếu, đầu tư ngắn hạn	108 tỷ năm 2025	Quản lý tiền nhàn rỗi, phụ thuộc lượng tiền rảnh
Chiết khấu thanh toán sớm từ nhà cung cấp	71 tỷ năm 2025	Gần với hoạt động lõi
Thuế suất thấp Q2–Q3/2025 (10–13%)	Thêm khoảng 30 tỷ LNST so với thuế suất 21%	Cần giải thích (ưu đãi, hoàn nhập?)

Lưu chuyển tiền tệ 6T/2026 (BCTC soát xét)

LCTT hợp nhất 6T (tỷ đồng)	6T/2026	6T/2025
LNTT	645,0	268,7
Tăng phải thu	−81,6	−296,7
Tăng hàng tồn kho	−1.284,8	−69,9
Tăng, giảm phải trả	+610,8	−529,3
Giảm chứng khoán kinh doanh (bán bớt)	+471,8	–
LCTT kinh doanh	**+141,3**	**−612,9**
LCTT kinh doanh trừ bán chứng khoán	−330,5	−612,9
Cổ tức đã trả	−224,6	−109,6

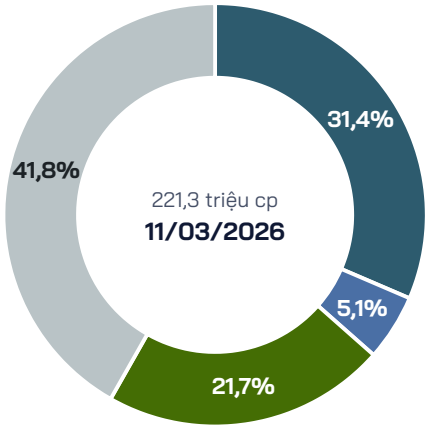
Nguồn: báo cáo lưu chuyển tiền tệ hợp nhất giữa niên độ, BCTC hợp nhất giữa niên độ 6T/2026 đã soát xét (Ernst & Young Việt Nam), công bố 27/08/2026 trên digiworld.com.vn.

7 Cổ đông: nhóm sáng lập kiểm soát gián tiếp ~44%, khối ngoại tăng lên ~27,6%

Theo danh sách chốt ngày 11/03/2026, DGW có 15.955 cổ đông và không có cổ đông Nhà nước. Ba thành viên HĐQT gắn với nhóm sáng lập nắm gián tiếp khoảng 44% vốn, chủ yếu qua Công ty TNHH Created Future (31,45%), nên quyền kiểm soát ổn định; lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng còn khoảng 56%.

Cập nhật sau ngày chốt: ngày 28/08/2026 DGW phát hành 2,2 triệu cổ phiếu ESOP, nâng tổng số lên 223.520.169 cổ phiếu. Từ 13/08 đến 08/09/2026, Created Future mua thêm 2,0 triệu cổ phiếu bằng khớp lệnh, nắm 71.600.960 cổ phiếu (**32,06%**). Nhóm sáng lập đang tăng sở hữu chứ không giảm.

Cơ cấu cổ đông ngày 11/03/2026



% vốn

Created Future (ông Đoàn Hồng Việt)	**31,4%**
Nhóm bà Đặng Kiện Phương	**5,1%**
Khối ngoại	**21,7%**
Khác	**41,8%**

Khác: cổ đông trong nước còn lại (tổ chức 17,7%, cá nhân 24,1%). Khối ngoại đến 01/10/2026: ~27,6% (kho AAS).

Nguồn: BCTN 2025 của DGW, mục Thông tin cổ phiếu và cơ cấu cổ đông. Khối ngoại = tổ chức 21,3% + cá nhân 0,4%.

Cổ đông lớn và người nội bộ	Vai trò	Sở hữu
Công ty TNHH Created Future	Ông Đoàn Hồng Việt là Chủ tịch HĐQT, bà Đặng Kiện Phương là Tổng Giám đốc	31,45%
Nhóm bà Đặng Kiện Phương (DKP 4,99% + cá nhân 0,08%)	Thành viên HĐQT, Tổng Giám đốc DGW	5,07%
Ông Đoàn Hồng Việt (gián tiếp)	Sáng lập, Chủ tịch HĐQT không điều hành	35,90%
Bà Tô Hồng Trang (gián tiếp)	Thành viên HĐQT, Phó Tổng Giám đốc	3,11%
Hai thành viên HĐQT độc lập	Ông Trần Bảo Minh, ông Nguyễn Duy Tùng	0,02% mỗi người

Tỷ lệ gián tiếp theo bảng thành viên HĐQT trong BCTN; các tỷ lệ gián tiếp chồng lên nhau qua Created Future nên không cộng dồn.

Khối ngoại: từ 21,7% lên khoảng 27,6%

Sở hữu nước ngoài	11/03/2026 (BCTN)	01/10/2026 (kho AAS)
Số cổ phiếu nắm giữ (triệu)	48,0	61,7
Tỷ lệ sở hữu	21,7%	27,6%
Room còn lại (triệu cổ phiếu; trần 49%)	–	47,8

Nguồn: kho AAS, bảng foreign_room_hist. Nắm giữ = room – room còn lại; số cổ phiếu lưu hành = room ÷ 49% (223,5 triệu). Ngày 11/03/2026, cách tính này cho 47,3 triệu cổ phiếu, khớp BCTN (48,0 triệu) trong phạm vi 2%.

Khối ngoại đã mua ròng khoảng 13,7 triệu cổ phiếu kể từ tháng 3, trùng giai đoạn lợi nhuận tăng mạnh. Room còn khoảng 47,8 triệu cổ phiếu, nên chưa có giới hạn ngắn hạn cho dòng vốn ngoại.

8 Dự báo 2026: cơ sở 1.059 tỷ, gấp 1,6 lần kế hoạch

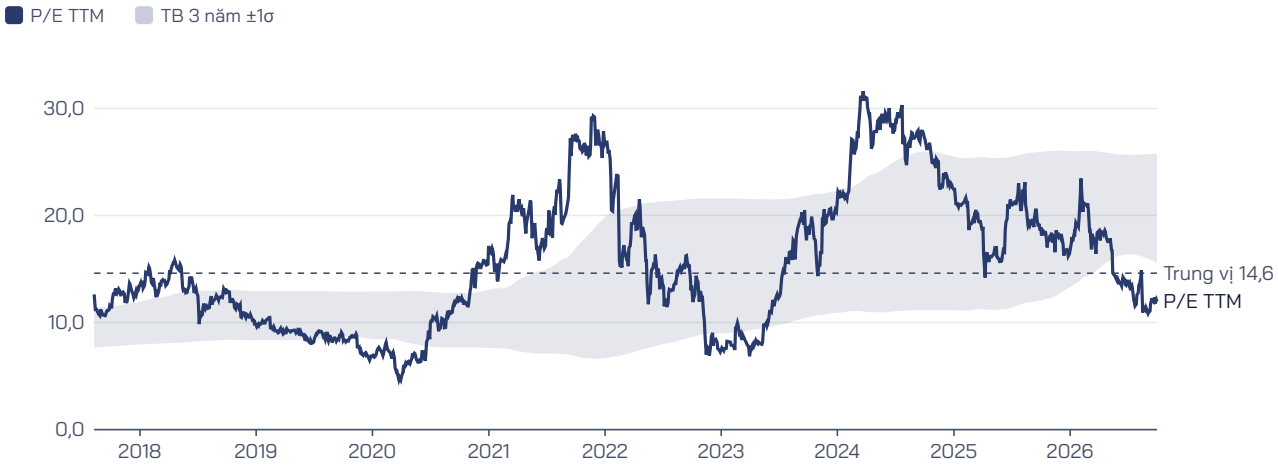
Kết quả dự báo 2026

Chỉ tiêu	2025	Thấp	Cơ sở	Cao	Cơ sở so 2025
Doanh thu thuần cả năm	26.632	35.033	37.527	39.502	+41%
LNST cổ đông mẹ Q3	166	131	261	337	+57%
LNST cổ đông mẹ Q4	159	92	289	351	+81%
LNST cổ đông mẹ cả năm	**547**	**732**	**1.059**	**1.197**	**+94%**
EPS (đồng)	2.473	3.308	4.786	5.410	
% kế hoạch 660 tỷ		111%	160%	181%	

Cơ sở là dự báo AAS; thấp và cao là kịch bản. EPS tính trên số cổ phiếu lưu hành hiện tại. AAS tính.

9 Định giá và backtest: P/E thấp hơn trung vị lịch sử, quy tắc P/E thấp đang nắm giữ

P/E TTM và vùng trung bình 3 năm ±1σ



Vùng ±1σ tính trượt 750 phiên, không nhìn trước. Đường đứt: trung vị toàn kỳ.

P/B và vùng trung bình 3 năm ±1σ



Lưu ý khi đọc z-score hiện tại (–1,7). Trung bình 3 năm (20,7 lần) bị đẩy lên vì năm 2024 lợi nhuận đáy (P/E 27–29 lần). So với trung vị dài hạn (14,6 lần), P/E 12,0 lần chỉ rẻ vừa phải. Ngoài ra lợi nhuận TTM đang chứa biên gộp đỉnh và lãi đầu tư.

Vùng giá tham chiếu theo P/E × EPS lõi 2026F

Bội số	P/E	× EPS lõi Thấp	× EPS lõi Cơ sở	× EPS lõi Cao
P/E phân vị 25 (2017–26)	10,6	33.960	46.233	54.370
P/E trung vị (2017–26)	14,6	46.822	63.743	74.963
P/E phân vị 75 (2017–26)	19,7	63.106	85.911	101.033
P/E TB 3 năm gần nhất	20,7	66.214	90.143	106.009

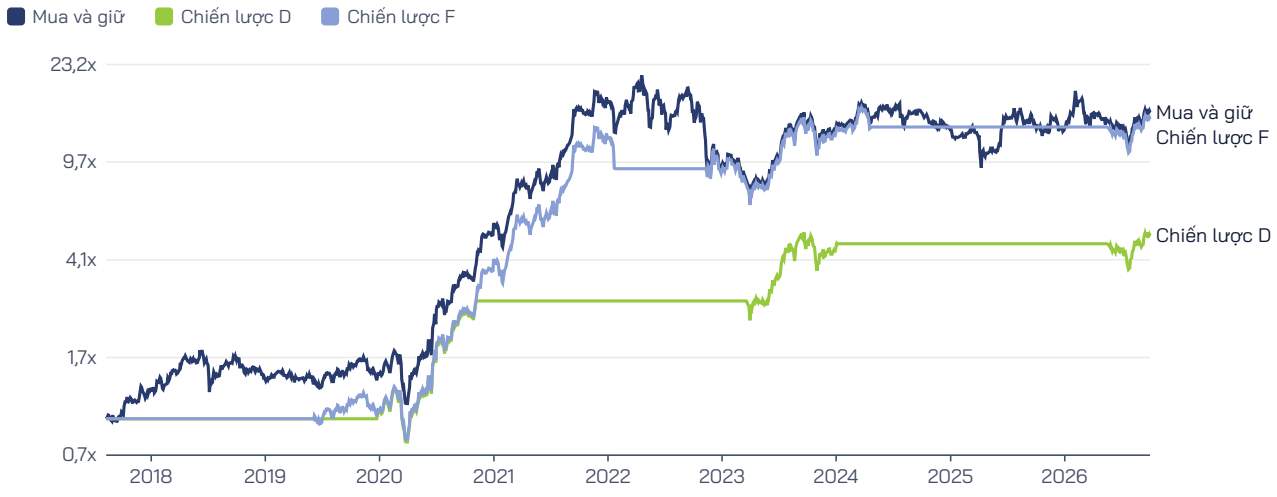
EPS lõi 2026F (đồng/cp): bất lợi 3.205, cơ sở 4.364, thuận lợi 5.132. Số cổ phiếu 221,3 triệu. Đây là vùng tham chiếu, không phải giá mục tiêu: EPS 2026 có thể là đỉnh chu kỳ biên.

Kết quả backtest (08/2017 → 10/2026)

Quy tắc: tín hiệu tại giá đóng cửa, khớp ở giá đóng cửa phiên kế tiếp; phí và thuế khứ hồi 0,4%; chỉ mua/bán, không bán khống; tiền nhàn rỗi không sinh lãi. Ngưỡng ±1σ đặt trước, không tối ưu. Giá dùng chuỗi điều chỉnh, tức đã tính cả cổ tức.

Chiến lược	Lợi nhuận/năm	Sụt giảm tối đa	Sharpe	Số lệnh	Thời gian nắm giữ	2017–21 /năm	2022–26 /năm
A. P/E z ≤ −1 mua, z ≥ +1 bán	17,8%	-39%	0,75	3	33%	27,5%	9,5%
B. P/E z ≤ −1 mua, z ≥ 0 bán	12,4%	-39%	0,63	3	24%	16,6%	8,6%
C. P/B z ≤ −1 mua, z ≥ +1 bán	16,5%	-45%	0,69	3	43%	12,3%	20,5%
D. P/E và P/B cùng z ≤ −1 mua, P/E z ≥ +1 bán	19,4%	-38%	0,89	3	23%	26,9%	13,0%
E. Tăng trưởng + định giá: LN TTM ≥ +15% và P/E z ≤ 0 mua; P/E z ≥ +1 hoặc LN TTM < 0% bán	13,7%	-64%	0,56	4	51%	33,7%	-2,2%
F. P/E z ≤ −1 mua, bán khi giá < MA200 sau khi đã lên z ≥ 0	33,8%	-51%	1,05	3	49%	76,1%	9,8%
Mua và giữ	34,6%	-67%	0,90	–	100%	89,4%	-2,2%

Giá trị danh mục, thang log



D: P/E và P/B cùng z ≤ −1 thì mua, P/E z ≥ +1 thì bán. F: P/E z ≤ −1 thì mua, bán khi giá thủng MA200 sau khi P/E đã về trung bình.

Đọc kết quả. Mua và giữ thắng về lợi nhuận tuyệt đối trên cả kỳ, nhờ đợt tăng ×15 giai đoạn 2020–2021. Các chiến lược định giá thuần (A–D) bán quá sớm trong đợt tăng đó, nhưng giảm sụt giảm tối đa từ −67% xuống −38% đến −45%, và thắng rõ trong giai đoạn 2022–2026 khi mua và giữ gần như đi ngang. Chiến lược F, kết hợp vào lệnh theo P/E với thoát lệnh theo xu hướng, gần bằng mua và giữ (33,8% so với 34,6%/năm) với sụt giảm nhỏ hơn và Sharpe cao hơn.

Giới hạn thống kê. Mỗi chiến lược chỉ có 3–4 lệnh trong 9 năm, nên đây là mô tả lịch sử chứ chưa phải bằng chứng thống kê. Kiểm định 6 biến thể trên cùng một chuỗi giá còn làm tăng rủi ro chọn nhầm biến thể may mắn; chiến lược F được thêm vào sau khi đã thấy kết quả của A–E. Bảng dưới gộp theo phiên, các phiên liền kề chồng lên nhau, nên số giai đoạn độc lập chỉ khoảng 3–5.

Z-score P/E (3 năm)	Số phiên	Lợi nhuận 120 phiên sau (trung vị)	250 phiên sau (trung vị)	Tỷ lệ dương 250 phiên
−∞ đến -1,5	108	+90%	+313%	58%
-1,5 đến -1,0	217	+19%	+89%	92%
-1,0 đến -0,5	182	+12%	+47%	75%
-0,5 đến 0,0	238	+1%	+7%	40%
0,0 đến 0,5	310	+4%	+6%	57%
0,5 đến 1,0	316	+2%	-0%	49%
1,0 đến 1,5	157	-9%	-6%	39%
1,5 đến +∞	503	+20%	+11%	56%

10 Góc nhìn AAS Research: nắm giữ, mua thêm ở 38–42, chốt lời dần ở 55–65 nghìn

Vùng	Giá (nghìn đ)	P/E 2026F	P/E LN chuẩn hóa*	P/B	Hành động
Mua thêm	38 – 42	7,9 – 8,8x	9,6 – 12,6x	2,1 – 2,3x	Dưới P/B bình quân 3 năm −1σ (2,6x); mua 1/3 mỗi lần
Nắm giữ	**42 – 55**	**8,8 – 11,5x**	**10,7 – 16,4x**	**2,3 – 3,1x**	**Giá hiện tại 45,2 nằm trong vùng này**
Chốt lời dần	55 – 65	11,5 – 13,6x	14,0 – 19,4x	3,1 – 3,6x	Quanh trung vị – P75 P/E 2017–26 trên LN chuẩn hóa; bán 1/2
Rủi ro cao	> 65	> 13,6x	> 16,5 – 19,4x	> 3,6x	Mua khi P/B > 4,5x (2021–2022): sau 250 phiên từ +40% đến −35%

* LN chuẩn hóa = biên lõi trung vị 2016–2025 (2,4%) hoặc bình quân 2021–2025 (2,9%) × DT 2026F, cộng LN tài chính ròng trung vị → LNST mẹ 740 – 872 tỷ. AAS tính.

Mốc theo dõi

Mốc theo dõi	Thời điểm	Ngưỡng xem lại luận điểm
Doanh thu tháng 9	Đầu tháng 10/2026	Tăng dưới 15% YoY (kịch bản thấp)
BCTC Q3/2026	Trước 30/10/2026	LNST mẹ Q3 < 200 tỷ, hoặc biên gộp < 9%
CPBH so với lợi nhuận gộp	BCTC Q3/2026	CPBH quay lại ~0,94 × LN gộp như trước Q2
Giá KBC, HPG cuối quý	31/12/2026	Mỗi −10% của danh mục ≈ −30 tỷ LNTT
Giá DRAM, tồn kho	Hằng tháng / mỗi quý	Giá DRAM giảm trong khi tồn kho vẫn tăng
Nợ vay đáo hạn	H2/2026	~2.765 tỷ; theo dõi tái cấp vốn và lãi suất

Yếu tố hỗ trợ

- **Doanh thu 8 tháng +45%.** H1 đã đạt 510 tỷ LNST mẹ, nên kế hoạch 660 tỷ gần như chắc vượt.

Rủi ro

- **Biên gộp ở đỉnh.** Giá RAM đảo chiều thì lãi tồn kho thành lỗ; tồn kho 5.731 tỷ, gấp đôi Q1.

- **Lõi Q2 ~219 tỷ, +89% YoY**, đã loại lãi đầu tư chứng khoán.
- **Biên gộp và ROE cao hơn PET**; liên tục có thương hiệu mới (Shell, Hisense).
- **Định giá:** z-score P/E 3 năm −1,7; các quy tắc P/E thấp đang nắm giữ từ 18/05/2026.
- **Dòng tiền yếu:** 2015–25 LCTT kinh doanh chỉ bằng 8% LNST; nợ vay 100% ngắn hạn, ~2.765 tỷ đáo hạn H2.
- **Danh mục chứng khoán ~300 tỷ** làm LN quý dao động ±35–90 tỷ.
- **Nợ thực tế cao hơn số vay:** ngoài 3.214 tỷ vay tín chấp còn 700 tỷ bao thanh toán trong phải trả khác; mọi khoản đều đáo hạn trong năm.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH DGW

- **Cổ phiếu chu kỳ.** Lợi nhuận đi theo chu kỳ hàng điện tử và giá linh kiện; P/E dao động mạnh. Dùng P/E trên lợi nhuận chuẩn hóa để xác định vùng giá, P/B để kiểm tra chéo.
- **Nắm giữ ở 42–55 nghìn.** Giá hiện tại 45,2 nghìn, P/E dự phóng 9,4x đã phản ánh phần lớn mức tăng lõi.
- **Mua thêm 38–42 nghìn, chia 3 phần:** 1/3 khi BCTC Q3 xác nhận biên gộp ≥ 9%; 1/3 khi giá về 40 nghìn; 1/3 khi giá về 38 nghìn.
- **Điểm vào tệ nhất:** mua đuổi khi biên gộp đang ở đỉnh và giá trên 55 nghìn; các lần mua ở P/B > 4,5x (2021–2022) có kết quả 250 phiên từ +40% đến −35%.
- **Chốt lời:** 1/2 ở 55–65 nghìn, phần còn lại khi z-score P/E ≥ +1.
- **Khung thời gian: 6–18 tháng.** Mốc: doanh thu tháng 9 → BCTC Q3/2026 → giá KBC, HPG cuối năm → giá DRAM.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 02/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.