

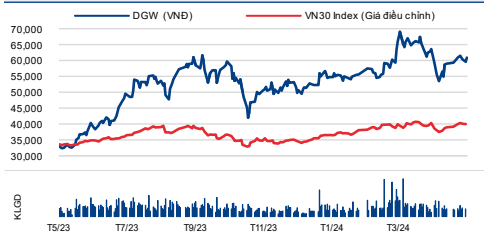
**Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)**

Giá mục tiêu: VNĐ69,400 (từ VNĐ52,600)  
Tiềm năng tăng/giảm: 14.0%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (14/5/2024)</b>	<b>60,900</b>
Mã Bloomberg	DGW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,308-69,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	60,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,170
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	400
Slg CP lưu hành (tr.đv)	167
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	81.8
Slg CP NN được mua (tr.đv)	41.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.9%
Tỷ lệ freefloat	49.6%
Cổ đông lớn	Created Future (34.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	(4.25)	9.53	81.9
So với chỉ số	(3.69)	3.99	51.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,069	2,947	4.1
2025F	3,685	3,771	(2.3)
2026F	4,206	4,785	(12.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

DGW là nhà cung cấp dịch vụ mở rộng thị trường cho các công ty công nghệ và hàng tiêu dùng. Các mảng kinh doanh chính: điện thoại di động, máy tính xách tay và máy tính bảng, thiết bị văn phòng, hàng tiêu dùng và chăm sóc sức khỏe.

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Đăng Mạnh**

Chuyên viên  
manh.tdang@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

**Trần Hương Mỹ**

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng  
my.th@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 362

**Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng hồi phục vững chắc**

- HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 31,9% giá mục tiêu lên 69.400đ (tiềm năng tăng giá 14%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận (LN) và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.
- HSC tăng lần lượt 1-3% dự báo LN thuần năm 2024-2025 nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn, tương đương tăng trưởng lần lượt 46,1% và 23%. Chúng tôi cũng đã đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với LN thuần tăng trưởng 15,6%. Theo đó, LN thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 27,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm ~13% từ đỉnh gần đây, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. DGW xứng đáng được định giá lại nhờ vị thế vững chắc hơn trên thị trường bán buôn, mô hình cung ứng MES đặc biệt và năng lực điều hành tốt.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2024**

LN thuần Q1/2024 của DGW đạt 92 tỷ đồng, tăng 16,5% so với cùng kỳ và tăng 3,2% so với quý trước mặc dù người tiêu dùng thận trọng hơn đối với mua sắm không thiết yếu. Trong đó, doanh thu (DT) khả quan ở cả sản phẩm CNTT và sản phẩm ngoài CNTT, nhờ DGW giành thêm thị phần. Đáng chú ý, các mảng ngoài CNTT (có biên lợi nhuận cao hơn) tăng mạnh hơn trong kỳ, từ đó giúp củng cố cơ cấu DT và nâng cao biên lợi nhuận (BLN) gộp. Trong khi đó, BLN H&KD trong Q1/2024 tăng so với quý trước và ổn định so với cùng kỳ.

**Tác động: Điều chỉnh tăng 1-3% dự báo LN năm 2024-2025**

Nhờ tình hình vĩ mô ngày càng vững chắc, tính mùa vụ và chu kỳ thay thế các sản phẩm CNTT được mua trong giai đoạn đỉnh dịch COVID-19 (nửa cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022), HSC dự báo H&KD của DGW sẽ thật sự phục hồi từ nửa cuối năm 2024, với tiềm năng tích cực từ sự phục hồi DT và BLN. Chúng tôi cũng dự báo cơ cấu DT của DGW sẽ cải thiện, với các sản phẩm ngoài CNTT đóng góp 33,9% DT thuần năm 2026, tăng từ 25,7% trong năm 2023, từ đó giúp nâng cao BLN.

HSC tăng lần lượt 1,1-3,4% dự báo LN thuần cho năm 2024-2025 đối với DGW sau khi tăng 5,3-5,7% dự báo DT thuần. Chúng tôi giả định chi phí vận hành sẽ tăng lên nhằm tiếp tục mở rộng thị phần. Theo đó, chúng tôi dự báo LN thuần năm 2024 tăng trưởng 46,1%, tăng trưởng 23% trong năm 2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với LN thuần tăng trưởng 15,6%. Theo đó, LN thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 27,1%.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm ~13% từ đỉnh gần đây, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, cao hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 17,2 lần. HSC tăng 31,9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 69.415đ sau khi điều chỉnh tăng LN và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 (từ giữa năm 2024).

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với tiềm năng tăng giá 14%. DGW xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vị thế vững chắc hơn trong ngành bán buôn ở Việt Nam, mô hình cung ứng MES đặc biệt và năng lực triển khai tốt.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	894	498	693 ▼	816 ▼	951
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	684	354	518	630	728
EPS ĐC (đồng)	4,193	2,134	3,069	3,685	4,206
DPS (đồng)	1,000	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,682	15,531	17,518	20,095	23,159
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.4	22.2	14.7	11.9	9.85
P/E ĐC (lần)	14.5	28.5	19.8	16.5	14.5
Lợi suất cổ tức (%)	1.64	0.82	1.64	1.64	1.64
P/B (lần)	4.15	3.92	3.48	3.03	2.63
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.49	(49.1)	43.8	20.1	14.1
ROAE (%)	32.7	14.2	18.6	19.7	19.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Triển vọng tỷ suất lợi nhuận & thị phần mạnh mẽ; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

Nhờ vào nền tảng vĩ mô ngày càng vững chắc, tính mùa vụ và chu kỳ thay thế của các sản phẩm CNTT được mua vào giai đoạn dịch COVID-19 (nửa cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022), HSC dự báo HĐKD của DGW sẽ phục hồi thực sự từ nửa cuối năm 2024, cộng với tỷ suất lợi nhuận cao của sản phẩm ngoài CNTT. Với danh mục sản phẩm và thương hiệu vượt trội, DGW có vị thế tốt để phục hồi nhanh hơn mặt bằng chung của thị trường. HSC điều chỉnh tăng lần lượt 1,1-3,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025, tương đương tăng trưởng lần lượt 46,1% và 23%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 27,1% và nâng khuyến nghị đối với DGW lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ), cũng như tăng 31,9% giá mục tiêu lên 69.400đ (tiềm năng tăng giá là 14%).

### Phân tích KQKD Q1/2024: Lợi nhuận thuần tăng 16,5% so với cùng kỳ và tăng 3,2% so với quý trước

DGW đã công bố KQKD Q1/2024 khả quan với lợi nhuận thuần tăng 16,5% so với cùng kỳ đạt 92 tỷ đồng (tăng 3,2% so với quý trước) và doanh thu thuần đạt 4.985 tỷ đồng (tăng 25,9% so với cùng kỳ và tăng 2,8% so với quý trước). Mặc dù người tiêu dùng có vẻ thận trọng đối với những khoản chi tiêu không thiết yếu, doanh thu của Công ty đã phục hồi ở tất cả các mảng kinh doanh, chủ yếu nhờ thị phần được mở rộng. Mức tăng trưởng trên cũng được hỗ trợ nhờ mức nền so sánh thấp. Tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD tăng so với quý trước (đi ngang so với cùng kỳ) nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn.

**Bảng 1: KQKD Q1/2024, DGW**

Lợi nhuận thuần tăng 16,5% so với cùng kỳ & tăng 3,2% so với quý trước

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2023	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2024F HSC dự báo cũ	% đạt dự báo cũ
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,985</b>	<b>3,960</b>	<b>25.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>21,569</b>	<b>23.1%</b>
Lợi nhuận gộp	388	261	48.9%	-25.5%		
Chi phí BH&QL	(269)	(164)	64.1%	-38.1%		
Lợi nhuận/(chi phí) HĐ tài chính	2	10	-79.7%	-94.5%		
LNTT	119	107	11.6%	0.6%		
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>92</b>	<b>79</b>	<b>16.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>512</b>	<b>18.1%</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.8%	6.6%				
Chi phí BH&QL/Doanh thu	5.4%	4.1%				
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.9%	2.0%				

Nguồn: DGW, HSC

### Doanh thu hồi phục ở trên tất cả các phân khúc nhờ thị phần gia tăng

Về mặt tích cực, doanh thu Q1/2024 đã phục hồi trở lại trên tất cả các phân khúc. Do đó, doanh thu các sản phẩm CNTT (máy tính xách tay, máy tính bảng và điện thoại di động) phục hồi vững chắc, thể hiện qua mức tăng trưởng so với cùng kỳ và so với quý trước, chủ yếu nhờ thị phần tăng, trong khi doanh thu hàng tiêu dùng vẫn ổn định. Cụ thể như sau:

- Doanh thu điện thoại di động tăng mạnh 28,6% so với cùng kỳ đạt 2.442 tỷ đồng (tăng 10,8% so với quý trước). Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu điện thoại di động bắt đầu tăng 24% so với cùng kỳ trong Q4/2023 sau 4 quý sụt giảm liên tiếp (Biểu đồ 3). Doanh thu tiếp tục tăng 28,6% so với cùng kỳ trong Q1/2024 cho thấy xu hướng giảm đã kết thúc.

Động lực tăng trưởng chính là nhờ thị phần của Xiaomi tăng lên (tăng 16,9% trong Q1/2024 so với 10,6% trong Q1/2023) nhờ giá trị lớn mang lại so với số tiền bỏ ra trong khi doanh thu iPhone vẫn kém tích cực (theo nội dung thảo luận của HSC với BLĐ). Tuy nhiên, người tiêu dùng vẫn thận trọng trong việc mua những mặt hàng không thiết yếu.

- Doanh thu thiết bị văn phòng tăng 48,1% so với cùng kỳ đạt 1.010 tỷ đồng, nhờ (1) sản phẩm và dịch vụ đa dạng giúp Công ty tận dụng xu hướng chuyển đổi số và (2) việc hợp nhất CTCP Achison.
- Doanh thu máy tính xách tay tăng nhẹ 4,1% so với cùng kỳ đạt 1.139 tỷ đồng (tăng 6,3% so với quý trước).
- Các mảng có quy mô kinh doanh nhỏ hơn nhưng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, bao gồm thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng, vẫn giữ vững đà tăng trưởng nhanh, với doanh thu lần lượt 210 tỷ đồng (tăng 27,3% so với cùng kỳ) và 184 tỷ đồng (tăng 53,3% so với cùng kỳ). Doanh thu thiết bị gia dụng được thúc đẩy nhờ doanh số mạnh mẽ của TV Xiaomi trong khi ở mảng hàng tiêu dùng, các thương hiệu hiện tại (Nestle, Lion và AB InBev) và các thương hiệu mới (Lotte Chilsung) cùng dẫn đầu tăng trưởng.

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu Q1/2024, DGW**

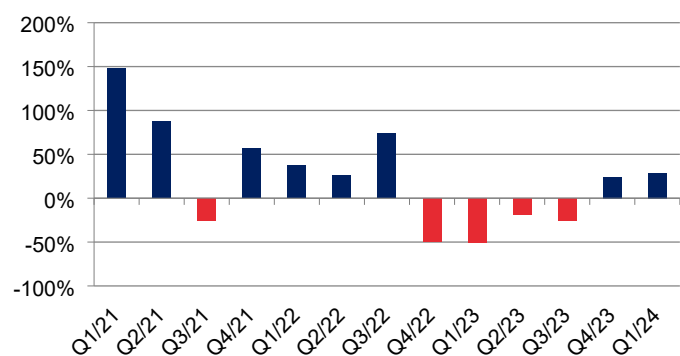
Doanh thu các sản phẩm CNTT hồi phục tốt so với cùng kỳ; các dòng sản phẩm khác cũng ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2023	% so với cùng kỳ	Q4/2023	% so với quý trước
Laptop & máy tính bảng	1,139	1,094	4.1%	1,072	6.3%
Điện thoại di động	2,442	1,899	28.6%	2,204	10.8%
Thiết bị văn phòng	1,010	682	48.1%	1,124	-10.1%
Thiết bị gia dụng	210	165	27.3%	234	-10.3%
Hàng tiêu dùng	184	120	53.3%	215	-14.4%

Nguồn: DGW, HSC

**Biểu đồ 3: Doanh thu điện thoại di động so với cùng kỳ, DGW**

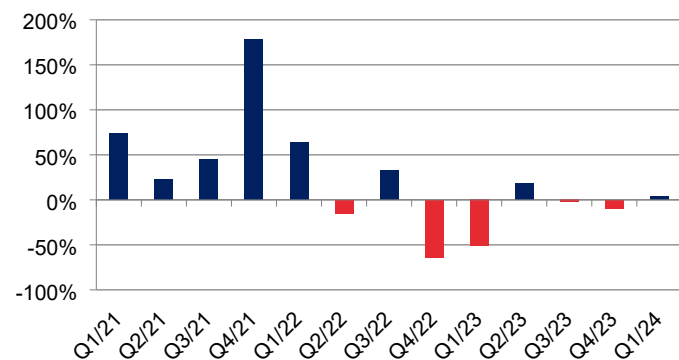
Doanh thu mảng điện thoại di động của DGW đã tăng trở lại từ Q4/2023



Nguồn: DGW, HSC

**Biểu đồ 4: Doanh thu mảng laptop so với cùng kỳ, DGW**

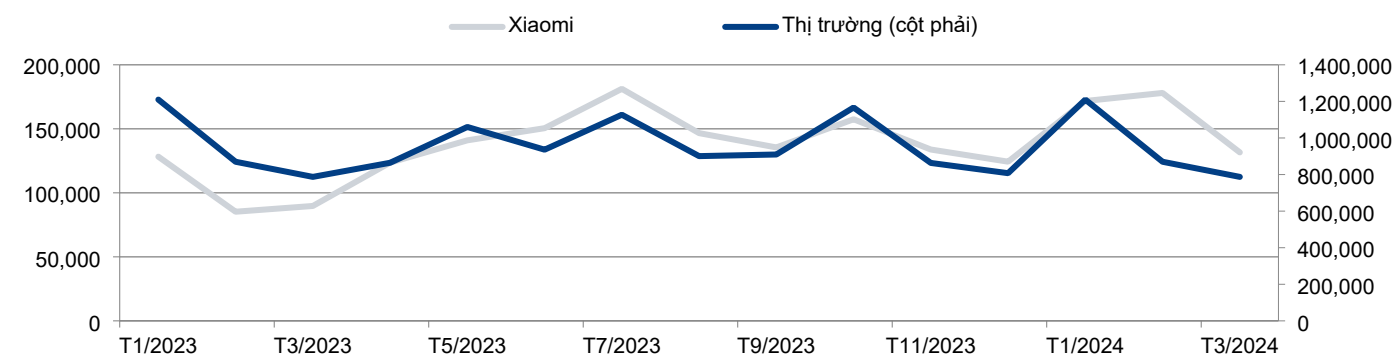
Doanh thu mảng laptop của DGW đã giảm ít hơn từ Q2/2023



Nguồn: DGW, HSC

**Biểu đồ 5: Doanh số tiêu thụ điện thoại di động của Việt Nam so với Xiaomi**

Doanh số tiêu thụ của Xiaomi cao hơn đáng kể so với toàn thị trường trong Q1/2024



Nguồn: GfK, HSC

### Tỷ suất lợi nhuận thuần H&KD: Đi ngang so với cùng kỳ, tăng so với quý trước

Tỷ suất lợi nhuận thuần H&KD Q1/2024 ở mức lành mạnh 2,4% (đi ngang so với cùng kỳ nhưng tăng 60 điểm cơ bản so với quý trước). Do đó, phần tăng của tỷ suất lợi nhuận gộp đã bị bù trừ hoàn toàn bởi phần gia tăng của chi phí vận hành. Cụ thể như sau:

- Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2024 tăng lên 7,8% từ 6,6% trong Q1/2023, nhờ cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn (tỷ trọng các mảng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn gia tăng bao gồm thiết bị văn phòng, thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng) và cạnh tranh về giá hạ nhiệt.
- Phần tăng lên của tỷ suất lợi nhuận đã bị bù trừ hoàn toàn với phần gia tăng của chi phí vận hành (tăng lên 5,4% doanh thu thuần trong Q1/2024 từ 4,1% trong Q1/2023), chủ yếu do chi phí tiếp thị tăng lên để đẩy mạnh bán hàng.

### Bảng 6: Xu hướng tỷ suất lợi nhuận từ Q1/2022-Q1/2024, DGW

Tỷ suất lợi nhuận HD Q1/2024 tăng trở lại, bằng mức trong Q1/2023

	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.7%	6.5%	6.7%	11.5%	6.6%	8.6%	7.1%	10.7%	7.8%
Chi phí BH&QL/Doanh thu	3.7%	3.1%	3.1%	6.5%	4.1%	6.1%	4.8%	9.0%	5.4%
Tỷ suất lợi nhuận HD	3.0%	3.5%	3.6%	5.1%	2.4%	2.4%	2.3%	1.8%	2.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.0%	2.8%	3.0%	3.8%	2.0%	1.8%	1.9%	1.8%	1.9%

Nguồn: DGW, HSC

### Bảng 7: Nguồn tăng trưởng, DGW

Công ty tích cực mở rộng mô hình kinh doanh cả theo chiều dọc và chiều ngang

Nguồn tăng trưởng	Dòng SP truyền thống			Dòng SP mới được bổ sung			Sắp triển khai		
	Laptop & MT bảng	ĐTDD	Thiết bị văn phòng	Thiết bị gia dụng	Hàng tiêu dùng	Thiết bị công nghiệp	Tài chính tiêu dùng	Sửa chữa	SP CNTT cũ
• Nhu cầu tăng	Trung bình	Thấp	Cao	Trung bình	Cao	Cao	Cao	Cao	Cao
• Cao cấp hóa	Cao	Cao	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình			
• Mở rộng cơ sở khách hàng	Trung bình	Thấp	Cao	Cao	Trung bình	Cao	Cao	Cao	Cao
• Thêm thương hiệu mới	Thấp	Thấp	Trung bình	Cao	Cao	Cao			
• Hoạt động M&A					C.L, Đại Tín Pharma	Achison	Vietmoney	D2X	

Nguồn: HSC

## Sự hồi phục có thể sẽ mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2024

### Dự báo lợi nhuận Q2/2024 sẽ phục hồi mạnh so với cùng kỳ, đi ngang so với quý trước...

Thông thường, Q2 là mùa thấp điểm của thị trường CNTT tại Việt Nam, vì người tiêu dùng dành thời gian & tiền bạc để nghỉ ngơi trong mùa hè. Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, tại thời điểm này, nhu cầu đối với các sản phẩm CNTT, mặc dù có dấu hiệu khởi sắc nhưng vẫn tương đối chậm chạp. HSC kỳ vọng lợi nhuận Q2/2024 của DGW sẽ không thay đổi nhiều so với Q1/2024. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 96 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ và doanh thu thuần đạt 4.988 tỷ đồng, tăng 8,5% so với cùng kỳ.

### ...trước khi hồi phục thực sự trong nửa cuối năm 2024

HSC cho rằng sự phục hồi thực sự sẽ diễn ra trong nửa cuối năm 2024, nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận tiếp tục tăng. Cụ thể như sau:

- Mặc dù nền tảng vĩ mô vững chắc hơn sẽ củng cố tâm lý của cả người tiêu dùng và doanh nghiệp, HSC kỳ vọng yếu tố mùa vụ (tức là mùa tựu trường vào Q3, Giáng sinh và mùa bán hàng cuối năm trong Q4, thời điểm các thương hiệu tích cực tung ra sản phẩm mới) sẽ hỗ trợ doanh thu trong nửa cuối năm 2024.

HSC kỳ vọng nhu cầu thay thế thiết bị sẽ bắt đầu tăng mạnh từ nửa cuối năm 2024. Trong giai đoạn đỉnh dịch COVID-19 vào nửa cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022, doanh thu sản phẩm CNTT của Việt Nam bùng nổ. Do thiết bị CNTT cần được thay

thế sau mỗi ba năm, chúng tôi cho rằng sẽ có nhiều người tiêu dùng mua sản phẩm mới trong nửa cuối năm 2024 để thay thế sản phẩm đã mua trong nửa cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022.

Ở cấp độ Công ty, chúng tôi hiểu rằng các nguồn tăng trưởng đến từ việc mở rộng tích cực theo chiều dọc và chiều ngang để tận dụng tối đa mạng lưới phân phối rộng rãi và hiệu quả hoạt động.

- Tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ: (1) sức mua cải thiện cho phép nâng cao giá bán và kiểm soát chi phí hoạt động tốt hơn, (2) cơ cấu doanh thu hiệu quả hơn (tỷ trọng các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn tăng lên) và (3) tỷ suất lợi nhuận cao hơn ở đầu chu kỳ đầu của sản phẩm mới (ví dụ: iPhone 16).

### HSC điều chỉnh tăng 1-3% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026

HSC dự báo lợi nhuận thuần của DGW tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 27,1% dựa trên giả định doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 13% và tỷ suất lợi nhuận tăng nhờ cơ cấu doanh thu tốt hơn.

Chúng tôi tăng nhẹ 1,1-3,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 sau khi tăng 5,3-5,7% dự báo doanh thu thuần. Tuy nhiên, chúng tôi giả định chi phí vận hành tăng khi Công ty tiếp tục mở rộng thị phần. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 sẽ tăng trưởng 46,1% và tăng trưởng 21,7% trong năm 2025.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, với lợi nhuận thuần đạt 728 tỷ đồng (tăng trưởng 15,6%) trên dự báo doanh thu thuần 27.209 tỷ đồng (tăng trưởng 8,3%).

#### Bảng 8: Dự báo cũ & mới cho giai đoạn 2024-2026, DGW

Theo ước tính mới của HSC, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 27,1%

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
<b>2024F</b>				
Doanh thu thuần	21,569	22,803	5.7%	21.2%
Lợi nhuận thuần	512	518	1.1%	46.1%
<b>2025F</b>				
Doanh thu thuần	23,874	25,128	5.3%	10.2%
Lợi nhuận thuần	609	630	3.4%	21.7%
<b>2026F – Dự báo lần đầu</b>				
Doanh thu thuần	-	27,209	-	8.3%
Lợi nhuận thuần	-	728	-	15.6%

Nguồn: HSC ước tính

#### Bảng 9: Dự báo cũ & mới theo dòng sản phẩm, DGW

HSC dự báo các mảng điện thoại di động, thiết bị văn phòng & gia dụng, hàng tiêu dùng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm mạnh mẽ

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2026F	Điều chỉnh		2023-26 CAGR
		2024F	2025F	2024F	2025F		2024F	2025F	
<b>Laptop &amp; MT bảng</b>	<b>5,906</b>	<b>6,531</b>	<b>7,109</b>	<b>6,235</b>	<b>6,783</b>	<b>7,170</b>	<b>-4.5%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>6.7%</b>
Tăng trưởng	-16.0%	5.6%	8.8%	5.6%	8.8%	5.7%			
<b>Điện thoại di động</b>	<b>8,067</b>	<b>9,697</b>	<b>10,457</b>	<b>9,609</b>	<b>10,306</b>	<b>10,821</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>10.3%</b>
Tăng trưởng	-25.0%	19.1%	7.3%	19.1%	7.3%	5.0%			
<b>Thiết bị văn phòng</b>	<b>3,441</b>	<b>3,297</b>	<b>3,630</b>	<b>4,962</b>	<b>5,504</b>	<b>6,066</b>	<b>50.5%</b>	<b>51.6%</b>	<b>20.8%</b>
Tăng trưởng	3.6%	44.2%	10.9%	44.2%	10.9%	10.2%			
<b>Thiết bị gia dụng</b>	<b>728</b>	<b>1,242</b>	<b>1,797</b>	<b>1,046</b>	<b>1,374</b>	<b>1,736</b>	<b>-15.8%</b>	<b>-23.5%</b>	<b>33.6%</b>
Tăng trưởng	30.9%	43.7%	31.4%	43.7%	31.4%	26.3%			
<b>Hàng tiêu dùng</b>	<b>676</b>	<b>802</b>	<b>882</b>	<b>951</b>	<b>1,160</b>	<b>1,416</b>	<b>18.6%</b>	<b>31.6%</b>	<b>28.0%</b>
Tăng trưởng	70.3%	40.7%	22.0%	40.7%	22.0%	22.0%			
<b>Tổng</b>	<b>18,818</b>	<b>21,569</b>	<b>23,874</b>	<b>22,803</b>	<b>25,128</b>	<b>27,209</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>13.1%</b>
Tăng trưởng	-14.7%	14.6%	10.7%	21.2%	10.2%	8.3%			

Nguồn: HSC ước tính



**Bảng 10: Dự báo tỷ suất lợi nhuận cũ & mới, DGW**

Chi phí hoạt động được dự báo sẽ duy trì ở mức cao do đóng góp từ các mảng có tỷ suất lợi nhuận cao tăng

	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	
	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8.5%	7.9%	8.0%	8.7%	8.9%	9.0%	77	85
Chi phí BH&QL/Doanh thu	5.9%	4.8%	4.7%	5.8%	5.7%	5.7%	101	103
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.3%	2.4%	2.6%	2.5%	2.7%	2.8%	13	12

Nguồn: HSC ước tính

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 31,9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 69.400đ (tiềm năng tăng giá 14%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá từ giữa năm 2024 sang giữa năm 2025. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Đối với giả định định giá, HSC áp dụng lãi suất phi rủi ro là 4% (không đổi), chi phí nợ trước thuế 5% (đối với DGW, giảm từ 6% trước đó) và hệ số beta là 1,1 lần (không đổi). Trên cơ sở đó, chúng tôi giảm giả định WACC xuống 10,2% từ 11% trước đó và giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 3%.

**Bảng 11: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DGW**

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	18,817	22,803	25,128	27,209	29,342	31,619
Tỷ suất EBIT	2.22%	2.64%	2.86%	3.12%	3.34%	3.56%
EBIT	417	602	719	849	981	1,125
- Thuế điều chỉnh	92	133	162	170	196	225
NOPLAT	326	469	557	679	785	900
+ Khấu hao	(21)	35	36	37	38	39
- Tăng/(giảm) vốn lưu động	316	567	59	(142)	(110)	(113)
- Chi phí vốn	(30)	9	(6)	(7)	(7)	(8)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>592</b>	<b>1,080</b>	<b>646</b>	<b>567</b>	<b>705</b>	<b>818</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Các giả định & tính toán định giá, DGW**

HSC đưa ra giá mục tiêu mới là 69.400đ

		Đơn vị	Cuối năm 2024	Cuối năm 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	3,216
Beta	1.10	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	7,965
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>13.4%</b>	Dòng tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	148
Chi phí nợ	5.0%	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>Tỷ đồng</b>	11,329
Chi phí nợ sau thuế	4.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	167
Tỷ trọng vốn CSH	66.0%	Giá trị/cổ phiếu	Đồng/cp	67,819
Tỷ trọng nợ	34.0%	<b>Giá mục tiêu (giữa năm 2025)</b>	<b>Đồng/cp</b>	<b>69,400</b>
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>			

Nguồn: HSC

**Bảng 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, DGW**

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
		1.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
	1.0%	62,193	60,088	58,136	56,320	54,627
	2.0%	68,101	65,488	63,086	60,872	58,823
	3.0%	75,823	72,464	<b>69,400</b>	66,635	64,090
	4.0%	86,342	81,825	77,791	74,168	70,896
	5.0%	101,516	95,046	89,402	84,436	80,033

Nguồn: HSC

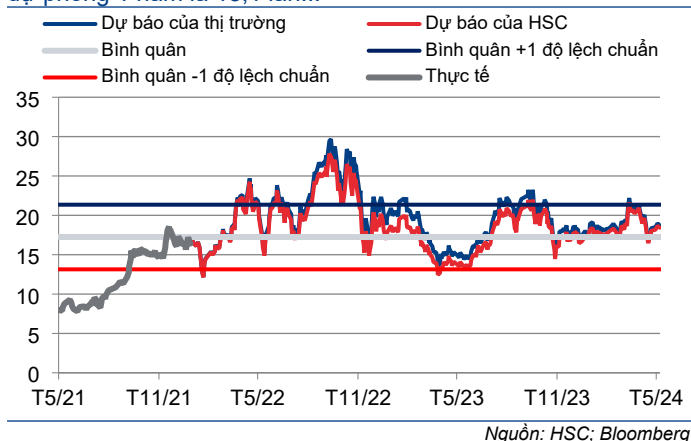
### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm khoảng 13% từ mức đỉnh gần đây, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 18,1 lần, cao hơn một chút so với bình quân từ tháng 5/2021 ở mức 17,2 lần. Cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vị thế ngày càng vững chắc trong ngành bán buôn ở Việt Nam, mô hình cung ứng MES đặc biệt, năng lực triển khai tốt cùng việc tích cực mở rộng mô hình kinh doanh theo chiều dọc và chiều ngang.

P/E dự phóng năm 2024 của DGW ở mức 19,4 lần, thấp hơn cả 2 công ty cùng ngành tương đồng nhất là MWG và FRT, trong khi đó PEG dự phóng 3 năm đạt 0,71 lần, mức hấp dẫn.

**Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGW**

Dựa trên ước tính của HSC, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần...



**Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DGW**

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân là 17,2 lần



**Bảng 16: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

DGW đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 19,4 lần, thấp hơn so với hai công ty cùng ngành gần nhất

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E			P/B			ROE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	Việt Nam	499	(96.9)	75.2	39.9	12.3	11.3	9.3	-	15.7%	25.6%
CTCP Thế giới Di động	Việt Nam	3,349	508.6	28.4	18.1	3.7	3.3	2.9	0.7%	12.2%	17.3%
CTCP Thế giới số	Việt Nam	382		19.4	16.2	3.8	3.4	3.0	14.2%	18.6%	19.7%

Source: Bloomberg; HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

<b>Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)</b>	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	22,028	18,817	22,803	25,128	27,209
Lợi nhuận gộp	1,663	1,559	1,939	2,178	2,408
Chi phí BH&QL	(858)	(1,142)	(1,337)	(1,459)	(1,559)
Thu nhập khác	82.7	47.0	57.0	62.8	68.0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>888</b>	<b>464</b>	<b>659</b>	<b>782</b>	<b>917</b>
Lãi vay thuần	(36.3)	(116)	(85.1)	(89.5)	(102)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.83)	(4.31)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	13.0	126	89.3	115	119
<b>LNTT</b>	<b>862</b>	<b>471</b>	<b>663</b>	<b>807</b>	<b>933</b>
Chi phí thuế TNDN	(179)	(108)	(133)	(162)	(187)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.18	(8.20)	(12.5)	(15.4)	(18.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>684</b>	<b>354</b>	<b>518</b>	<b>630</b>	<b>728</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>684</b>	<b>354</b>	<b>518</b>	<b>630</b>	<b>728</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>894</b>	<b>498</b>	<b>693</b>	<b>816</b>	<b>951</b>
EPS (đồng)	4,193	2,134	3,069	3,685	4,206
EPS ĐC (đồng)	4,193	2,134	3,069	3,685	4,206
DPS (đồng)	1,000	500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	163	166	169	171	173
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	163	167	169	171	174
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	163	167	169	171	174

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	828	1,450	1,918	2,704	3,501
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	1,496	1,982	2,052	2,010	2,177
Hàng tồn kho	3,254	3,003	3,065	3,338	3,568
Các tài sản ngắn hạn khác	204	407	230	257	282
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,782</b>	<b>6,842</b>	<b>7,265</b>	<b>8,310</b>	<b>9,528</b>
TSCĐ hữu hình	32.3	38.3	38.4	38.3	37.9
TSCĐ vô hình	63.4	92.8	91.4	90.0	88.4
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	8.54	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	8.54	19.1	19.1	19.1	19.1
Tài sản dài hạn khác	460	509	435	408	380
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>573</b>	<b>659</b>	<b>584</b>	<b>555</b>	<b>526</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>6,355</b>	<b>7,501</b>	<b>7,849</b>	<b>8,865</b>	<b>10,054</b>
Nợ ngắn hạn	1,915	2,321	1,764	1,966	2,281
Phả trả người bán	1,210	1,557	2,057	2,267	2,454
Nợ ngắn hạn khác	622	810	803	894	970
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3,882</b>	<b>4,858</b>	<b>4,823</b>	<b>5,343</b>	<b>5,937</b>
Nợ dài hạn	41.1	5.50	5.50	5.50	5.50
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91
Nợ dài hạn khác	5.86	7.77	7.77	7.77	7.77
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>49.9</b>	<b>16.2</b>	<b>16.2</b>	<b>16.2</b>	<b>16.2</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>3,932</b>	<b>4,874</b>	<b>4,839</b>	<b>5,359</b>	<b>5,954</b>
Vốn chủ sở hữu	2,394	2,595	2,965	3,446	4,022
Lợi ích cổ đông thiểu số	28.9	32.5	45.0	60.4	78.5
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,423</b>	<b>2,627</b>	<b>3,010</b>	<b>3,506</b>	<b>4,100</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>6,355</b>	<b>7,501</b>	<b>7,849</b>	<b>8,865</b>	<b>10,054</b>
BVPS (đ)	14,682	15,531	17,518	20,095	23,159
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,128	877	(148)	(733)	(1,215)

<b>Báo cáo LCTT (tỷ đồng)</b>	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	888	464	659	782	917
Khấu hao	(6.29)	(33.8)	(33.8)	(33.8)	(33.8)
Lãi vay thuần	(36.3)	(116)	(85.1)	(89.5)	(102)
Thuế TNDN đã nộp	(212)	(100)	(133)	(162)	(187)
Thay đổi vốn lưu động	(1,970)	316	567	59.4	(142)
Khác	149	(30.1)	60.4	49.5	49.1
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(1,176)</b>	<b>568</b>	<b>1,102</b>	<b>673</b>	<b>569</b>
Đầu tư TS dài hạn	(13.2)	(29.9)	9.03	(6.29)	(6.73)
Góp vốn & đầu tư	(300)	(201)	0	0	0
Thanh lý	0	38.5	0	0	0
Khác	52.6	75.3	61.0	66.8	72.0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(260)</b>	<b>(117)</b>	<b>70.1</b>	<b>60.5</b>	<b>65.3</b>
Cổ tức trả cho CSH	(90.6)	(167)	(169)	(171)	(174)
Thu từ phát hành CP	22.0	39.8	22.1	22.0	22.0
Tăng/giảm nợ	838	299	(557)	201	315
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>770</b>	<b>171</b>	<b>(704)</b>	<b>52.0</b>	<b>164</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,494	828	1,450	1,918	2,704
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(667)</b>	<b>623</b>	<b>468</b>	<b>786</b>	<b>797</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>828</b>	<b>1,450</b>	<b>1,918</b>	<b>2,704</b>	<b>3,501</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(1,189)</b>	<b>538</b>	<b>1,111</b>	<b>667</b>	<b>562</b>

<b>Các chỉ số tài chính</b>	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.55	8.29	8.50	8.67	8.85
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.06	2.65	3.04	3.25	3.49
Tỷ suất LNT (%)	3.10	1.88	2.27	2.51	2.68
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.7	22.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.04	(14.6)	21.2	10.2	8.28
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.5	(44.3)	39.1	17.7	16.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	4.01	(48.2)	46.1	21.7	15.6
Tăng trưởng EPS (%)	1.49	(49.1)	43.8	20.1	14.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.49	(49.1)	43.8	20.1	14.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	(50.0)	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	23.8	23.4	32.6	27.1	23.8
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	32.7	14.2	18.6	19.7	19.5
ROACE (%)	41.6	18.1	23.2	23.9	24.0
Vòng quay tài sản (lần)	3.41	2.72	2.97	3.01	2.88
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.33)	1.22	1.67	0.86	0.62
Số ngày tồn kho	58.3	63.5	53.6	53.1	52.5
Số ngày phải thu	26.8	41.9	35.9	32.0	32.0
Số ngày phải trả	21.7	32.9	36.0	36.0	36.1
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	51.1	39.1	0.66	(15.9)	(25.2)
Nợ/tài sản (%)	32.3	32.9	24.7	24.3	24.7
EBIT/lãi vay (lần)	24.4	4.01	7.75	8.74	8.96
Nợ/EBITDA (lần)	2.30	4.95	2.80	2.64	2.62
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.49	1.41	1.51	1.56	1.60
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.50	0.59	0.45	0.39	0.34
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.4	22.2	14.7	11.9	9.85
P/E (lần)	14.5	28.5	19.8	16.5	14.5
P/E ĐC (lần)	14.5	28.5	19.8	16.5	14.5
P/B (lần)	4.15	3.92	3.48	3.03	2.63
Lợi suất cổ tức (%)	1.64	0.82	1.64	1.64	1.64

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính



## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)