Nhà đầu tư nên cẩn trọng khi VN-Index có khả năng giảm sâu hơn về 1,650

VN-Index tiếp tục giảm và có thể về quanh 1,650 điểm. NHNN chào mua USD giao ngay nhằm tận dụng tỷ giá giảm để bổ sung dự trữ ngoại hối và thanh khoản VND. Doanh thu T10 của DMX lập đỉnh năm. Chi phí cạnh tranh tiếp tục ảnh hưởng đến LN của SAB khi thuế TTĐB tăng. LN năm 2027 của DGW giảm từ mức cao của 2026, triển vọng mở rộng ngành hàng vẫn tích cực.

VN-Index tiếp tục giảm khi chưa có nhóm dẫn dắt đủ mạnh để giúp chỉ số đảo chiều

Diễn biến thị trường hôm nay cho thấy VN-Index tiếp tục yếu đi trong ngắn hạn. Chỉ số chỉ được hỗ trợ nhờ lực cầu vào VIC trong phiên ATC, trong khi bản thân cổ phiếu này cũng đã chịu lực bán trong cả phiên. Nhóm Ngân hàng (-0.28%) và Vingroup tiếp tục giảm trong khi các nhóm Dịch vụ tài chính (-1.8%) hay Bất động sản dân cư (-0.75%) điều chỉnh sau nhịp hồi ngắn tuần trước. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường hiện tại thiếu hoàn toàn nhóm dẫn dắt đủ mạnh để kéo chỉ số hồi phục. Thanh khoản thị trường tăng trong các phiên gần đây cho thấy lực bán tăng lên và có thể là dấu hiệu cho nhịp điều chỉnh mạnh hơn trong ngắn hạn.

Chúng tôi cũng lưu ý diễn biến của VN-Index đang không phản ánh với diễn biến tích cực từ thế giới khi hầu hết các chỉ số chứng khoán lớn ngoại trừ Trung Quốc khác đã hồi phục sau phiên giảm mạnh tuần trước. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá TTCK Việt Nam có thể đang nhạy cảm trước các thông tin tiêu cực từ trong và ngoài nước và đây cũng là một yếu tố cần được theo dõi sát trong các phiên tới.

VN-Index tiếp tục giảm và chạm đường xu hướng trung hạn. Đây là lần thứ 3 trong 1 tháng trở lại đây chỉ số kiểm định hỗ trợ này và chỉ được nâng đỡ 1 phần nhờ lực mua trong phiên ATC của VIC. Với biên động dao động và thanh khoản của VN-Index tăng dần trong các phiên gần đây, chúng tôi cho rằng đây có thể là tín hiệu sớm của 1 nhịp điều chỉnh xa hơn. Vùng hỗ trợ gần nhất với VN-Index là quanh 1,650 điểm, tương đương đáy của nhịp điều chỉnh trong tháng 7.

Biểu đồ 1: VN-Index có thể phá vỡ đường xu hướng trung hạn quanh 1,700 điểm và về quanh 1,650 trong ngắn hạn

Đồ thị kỹ thuật ngày của VN-Index, điểm, tỷ VND



Nguồn: Pinetree Research

Chuyên viên

Nguyễn Đức Anh
anhnd1@pinetree.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@pinetree.vn

Người duyệt báo cáo

Vương Chí Tâm, CFA, FRM
tamvc@pinetree.vn

NHNN chào mua USD giao ngay tại 25,500 VND/USD, tận dụng mức giảm tỷ giá để bổ sung dự trữ ngoại hối và thanh khoản VND

Theo thông báo của NHNN gửi các TCTD và chi nhánh ngân hàng nước ngoài, từ ngày 11/11, NHNN sẽ mua USD giao ngay vào thứ Hai và thứ Tư hàng tuần với tỷ giá 25,500 VND/USD. Đối tượng tham gia gồm các TCTD và chi nhánh ngân hàng nước ngoài có trạng thái ngoại tệ dương với khối lượng bán tối đa tương đương phần trạng thái cần đưa về cân bằng tại cuối ngày làm việc liền trước. Khác với nghiệp vụ hoán đổi kỳ hạn 182 ngày công bố ngày 06/11 đã được chúng tôi cập nhật trong Báo cáo thị trường ngày 04/11, hoạt động này không phát sinh nghĩa vụ bán lại USD, cho phép NHNN bổ sung dự trữ ngoại hối và cung ứng VND không có kỳ hạn hoàn trả cố định.

Chúng tôi cho rằng NHNN đang tận dụng đợt giảm tỷ giá để bổ sung thanh khoản VND trong giai đoạn nhu cầu vốn cuối năm gia tăng. Tỷ giá bán USD tại VCB đã giảm khoảng 2.5% từ đầu năm và hơn 1% trong tuần trước, trong khi tỷ giá trung tâm tăng 1.9% từ đầu năm lên 25,610 VND/USD ngày 09/11. Mức mua can thiệp 25,500 VND/USD chỉ thấp hơn tỷ giá trung tâm 0.43% và cao hơn 180 VND so với giá mua chuyển khoản tại VCB cùng ngày. Việc NHNN chào mua USD sát tỷ giá liên ngân hàng, vốn đã giảm về 25,588 VND/USD ngày 06/11, tạo thêm cầu ngoại tệ khi tỷ giá tiếp tục giảm, qua đó góp phần hình thành vùng hỗ trợ quanh 25,500 VND/USD.

Động thái này cho thấy sự thay đổi đáng chú ý so với các đợt bán ngoại tệ để ổn định tỷ giá trong năm 2022 và 2024, khi NHNN bán ròng khoảng 9 tỷ USD riêng năm 2024. Trước đó, NHNN từng mua 8.35 tỷ USD chỉ trong giai đoạn đầu năm đến ngày 17/04/2019 để tích lũy dự trữ ngoại hối. **Chúng tôi kỳ vọng quy mô mua trong đợt này tương đối vừa phải do khối lượng giao dịch bị giới hạn bởi trạng thái ngoại tệ dương của từng ngân hàng**, trong khi mức giá 25,500 chỉ hấp dẫn khi tỷ giá trên thị trường giảm về vùng tương ứng. Cách triển khai hai phiên mỗi tuần cũng cho phép NHNN mua ngoại tệ có chọn lọc, thay vì cam kết một khối lượng cố định.

Đáng chú ý hơn, hoạt động mua giao ngay bổ sung nguồn VND không có thời hạn hoàn trả từ chính giao dịch trong khi lãi suất liên ngân hàng qua đêm biến động ở vùng trung bình cao, ở mức 6.20%/năm ngày 06/11. So với nghiệp vụ hoán đổi 182 ngày, việc mua USD trực tiếp mở rộng phạm vi cung ứng VND sang các ngân hàng có trạng thái ngoại tệ dương và giảm nhu cầu huy động vốn ngắn hạn tại nhóm này. Chúng tôi đánh giá đây là diễn biến tích cực trong ngắn hạn đối với thanh khoản hệ thống và TTCK, đồng thời góp phần hạn chế áp lực tăng lãi suất huy động cuối năm. Triển vọng NIM ngành ngân hàng trong Q4/2026 chưa thay đổi đáng kể do chi phí huy động đã hình thành trước đó và quá trình điều chỉnh lãi suất cho vay vẫn tiếp diễn.

CTCP Đầu tư Điện máy Xanh (HOSE: DMX): Doanh thu tháng 10 lập đỉnh trong năm, trả chậm chiếm 39% doanh thu 10T/2026

NẮM GIỮ, Giá mục tiêu 74,800 VND/cp, upside -0.3%, 2027 P/E 10.0x

DMX công bố doanh thu 10T/2026 đạt 112,430 tỷ VND (+28% YoY), riêng tháng 10 đạt 12,970 tỷ VND (+4% MoM), cao nhất kể từ đầu năm. Kết quả tích cực nhờ đợt mở bán iPhone 18 series và iPhone Duo, cùng mức tăng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) 29% YoY trong 10T/2026 khi số cửa hàng gần như không thay đổi. Dù vậy, tháng 10/2025 cũng từng là tháng doanh thu cao nhất năm của hai chuỗi Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh nhờ iPhone 17, với mức tăng 33% YoY. Điều này cho thấy yếu tố mùa vụ đóng góp đáng kể vào kết quả tháng 10/2026, thay vì phản ánh sự cải thiện đột biến của sức mua so với các tháng trước.

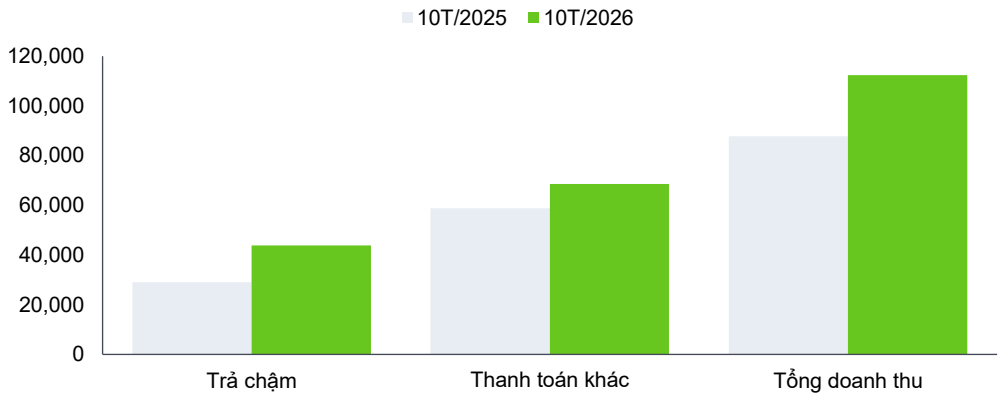
Chúng tôi cho rằng SSSG 29% của DMX phản ánh đồng thời tăng trưởng sản lượng, giá bán và sự dịch chuyển sang các sản phẩm giá trị cao. Theo số liệu GfK, thị trường điện thoại và điện máy Việt Nam tăng 23% về doanh thu trong 9T/2026, trong khi sản lượng chỉ tăng 7%, chủ yếu do giá các dòng thiết bị mới tăng

khoảng 10-15% và cơ cấu sản phẩm thay đổi. Tại DMX, doanh thu Apple và máy lạnh cùng tăng 50% YoY, laptop tăng 30% và Android tăng 20%, cho thấy doanh nghiệp đang tận dụng tốt xu hướng mua sắm các sản phẩm có giá trị cao hơn. Do đó, mức tăng doanh thu gần 30% chưa phản ánh mức tăng tương ứng về sản lượng tiêu thụ, đặc biệt trong bối cảnh giá thiết bị đang tăng.

Đáng chú ý hơn, doanh thu qua hình thức trả chậm tăng 52% YoY trong 10T/2026, nâng tỷ trọng từ 33% lên 39%. Hình thức thanh toán này tạo lợi thế cho DMX khi giá thiết bị tăng, do các hãng chuyển một phần ngân sách khuyến mại từ giảm giá trực tiếp sang hỗ trợ lãi suất 0%, giúp khách hàng tiếp cận sản phẩm giá trị cao hơn mà không phải thanh toán toàn bộ ngay khi mua. DMX đồng thời nhận khoản chia sẻ thương mại từ hãng, góp phần cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp lên 20.4% trong Q3/2026. Mặc dù ngân hàng và công ty tài chính chịu rủi ro tín dụng, lãi suất tăng có thể khiến các đối tác thu hẹp mức hỗ trợ hoặc điều chỉnh điều kiện trả chậm, qua đó ảnh hưởng đến sức mua và hiệu quả bán hàng của DMX.

Biểu đồ 2: Mua trả chậm chiếm khoảng 60% phần tăng doanh thu 10T/2026

Doanh thu theo phương thức thanh toán 10T/2025-10T/2026, tỷ VND

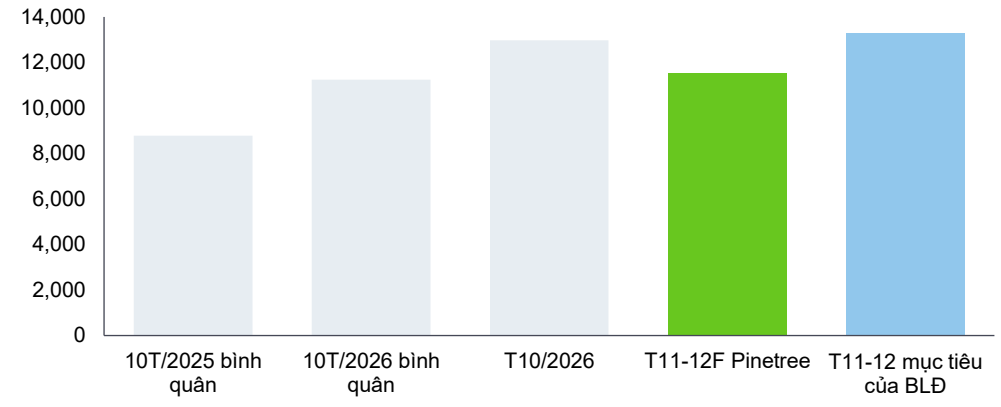


Nguồn: DMX, Pinetree Research

Với kết quả 10T/2026, chúng tôi dự báo doanh thu DMX đạt 135,500 tỷ VND cả năm (+23.8% YoY), tương ứng bình quân 11,535 tỷ VND/tháng trong 2T cuối năm, thấp hơn 11.1% so với tháng 10. Khả năng hoàn thành dự báo tương đối cao ngay cả khi doanh thu giảm sau đợt mở bán iPhone mới. Trong khi đó, kỳ vọng doanh thu gần 139,000 tỷ VND của ban điều hành đòi hỏi bình quân 13,285 tỷ VND/tháng, cao hơn 2.4% so với tháng 10. Chúng tôi đánh giá mức này khá tham vọng do tháng 10 đã hưởng lợi đáng kể từ đợt ra mắt sản phẩm mới, trong khi các chương trình khuyến mại cuối năm khó tạo ra doanh thu tương đương trong cả hai tháng còn lại.

Biểu đồ 3: Doanh thu kỳ vọng 139,000 tỷ VND của BLĐ cần doanh thu bình quân T11-12 cao hơn 2.4% so với tháng cao điểm là tháng 10/2026

Doanh thu bình quân tháng và mức doanh thu cần đạt trong T11–12/2026, tỷ VND/tháng



Nguồn: DMX, Pinetree Research tính toán và dự báo

Đối với thị trường Indonesia, **EraBlue ghi nhận doanh thu 5,289 tỷ VND trong 10T/2026 (+85% YoY theo đồng IDR)**, với 369 cửa hàng (+188 cửa hàng từ đầu năm) và SSSG đạt 12% đến từ cả cửa hàng hiện hữu và cửa hàng mới, qua đó củng cố triển vọng mở rộng tại Indonesia trong các năm tới. Dù vậy, với tỷ trọng mới đạt khoảng 4.7% tổng doanh thu DMX, đóng góp của EraBlue vào kết quả hợp nhất giai đoạn 2026-2027 vẫn tương đối hạn chế so với hoạt động kinh doanh tại Việt Nam.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐM của DMX đạt 10,353 tỷ VND năm 2026 (+78.4% YoY), sau đó giảm 8.4% xuống 9,485 tỷ VND năm 2027. Mặc dù doanh thu dự báo tăng 6.3% trong năm 2027, biên LNG giảm từ 20.1% xuống 19.0%, trong khi chi phí bán hàng và quản lý tăng 1,147 tỷ VND. Chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận cao năm 2026 được đóng góp đáng kể từ giá bán thiết bị tăng, cơ cấu sản phẩm cao cấp và các chương trình hỗ trợ trả chậm của nhà sản xuất, vốn khó tiếp tục duy trì xu hướng khi giá thiết bị ổn định hơn và chi phí tài trợ tiêu dùng tăng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng mục tiêu lợi nhuận 12,000 tỷ VND năm 2027 của ban lãnh đạo khá tham vọng, khi doanh thu phải tăng khoảng 18% so với dự báo năm 2026, đồng thời tỷ suất lợi nhuận gộp đạt khoảng 20.2%, gần mức 20.4% trong Q3/2026 và cao hơn đáng kể mức 19.0% trong dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ 4: LNST-CĐM của DMX dự báo tăng 78.4% năm 2026 trước khi giảm 8.4% năm 2027

Dự báo KQKD và định giá DMX giai đoạn 2024-2028

Chỉ tiêu	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần, tỷ VND	93,357	109,479	135,500	144,000	151,200
Tăng trưởng doanh thu, % YoY	7.5%	17.3%	23.8%	6.3%	5.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp, %	18.3%	17.8%	20.1%	19.0%	19.0%
Chi phí BH&QLDN/doanh thu, %	13.9%	12.0%	11.5%	11.6%	11.6%
LNTT, tỷ VND	4,747	7,269	12,941	11,878	12,489
LNST-CĐM, tỷ VND	**3,717**	**5,802**	**10,353**	**9,485**	**9,991**
Tăng trưởng LNST-CĐM, % YoY	176.2%	56.1%	78.4%	-8.4%	5.3%
EPS, VND/cp	3,521	5,268	8,166	7,482	7,881
ROE, %	19.5%	31.1%	40.2%	26.4%	24.5%
P/E, lần	–	–	9.2	10.0	9.5
P/B, lần	–	–	2.8	2.5	2.2

Nguồn: DMX, Pinetree Research dự báo. Các chỉ số định giá tính theo giá đóng cửa ngày 09/11/2026.

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ đối với DMX với giá mục tiêu 74,800 VND/cp**, tương ứng P/E 2027F khoảng 10x. Kết quả kinh doanh tháng 10 củng cố dự báo doanh thu năm 2026, trong khi khả năng tăng giá cổ phiếu từ mức hiện tại tương đối hạn chế theo dự báo lợi nhuận năm 2027 của chúng tôi. Với tỷ suất lợi nhuận gộp 19.0% và doanh thu 144,000 tỷ VND, chúng tôi cho rằng P/E 2027 ở mức 10.1x đã phản ánh phần lớn triển vọng kinh doanh ngắn hạn của DMX.

CTCP Bia-Rượu-Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB): Chi phí cạnh tranh tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận khi thuế TTĐB tăng

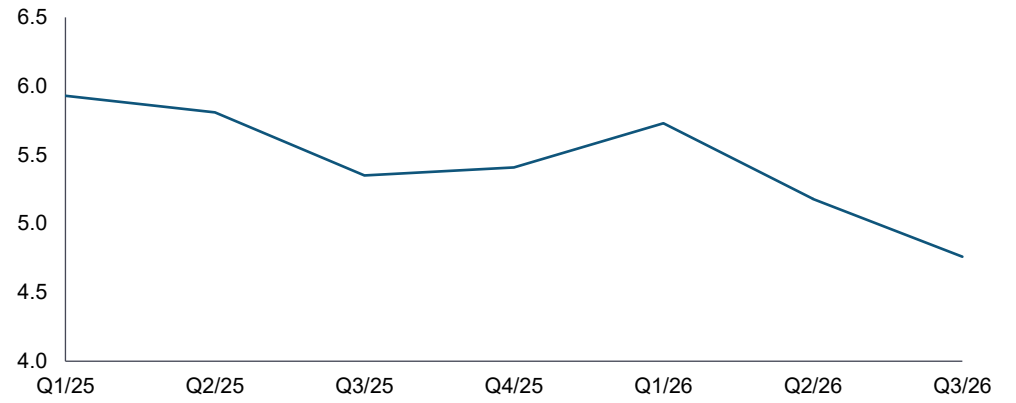
NẮM GIỮ, Giá mục tiêu 42,800 VND/cp, upside 0.0%, 2027 P/E 12.3x

LNST-CĐM của SAB giảm 9.4% YoY xuống 1,232 tỷ VND trong Q3/2026, chủ yếu do nền so sánh cao khi cùng kỳ năm trước ghi nhận các khoản thu nhập bất thường liên quan đến thương vụ Sabibeco. Nếu loại trừ ảnh hưởng này, lợi nhuận tăng khoảng 8% YoY, phản ánh sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh chính. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 1.0 điểm % YoY lên 38.1% nhờ chi phí nguyên liệu thuận lợi, trong khi chi phí bán hàng tăng 10% YoY do SAB tiếp tục đẩy mạnh quảng cáo và khuyến mại. Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng cao sẽ tiếp tục hạn chế khả năng cải thiện lợi nhuận, nhất là khi doanh nghiệp phải tăng đầu tư để cạnh tranh thị phần.

Áp lực cạnh tranh gia tăng ngay trong giai đoạn ngành bia phục hồi về sản lượng. Sản lượng bia sản xuất cả nước tăng 15.2% YoY trong 9T/2026, cao hơn mức tăng doanh thu 5.1% của SAB. Dù SAB đã tăng giá bán trong tháng 4–5, doanh thu tăng thấp hơn mức phục hồi sản lượng toàn ngành cho thấy kết quả kinh doanh chưa tương xứng với diễn biến chung của thị trường. Cùng với mức tăng trưởng gần 50% YoY của nhóm hàng tiêu dùng DGW trong tháng 10, chủ yếu từ các sản phẩm bia AB InBev, chúng tôi đánh giá SAB sẽ phải tiếp tục duy trì chi phí quảng cáo và phân phối ở mức cao để cạnh tranh trong năm 2027.

Biểu đồ 5: Doanh thu của SAB trên mỗi lít bia sản xuất toàn ngành giảm 11.0% YoY trong Q3/2026 dù doanh nghiệp đã tăng giá bán

Tương quan giữa doanh thu SAB và sản lượng sản xuất toàn ngành, nghìn VND/lít



Nguồn: SAB, NSO, Pinetree Research

Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với bia tăng từ 65% lên 70% từ ngày 01/01/2027 và lên 75% năm 2028, làm tăng áp lực điều chỉnh giá bán. Nếu giữ nguyên giá tới người tiêu dùng, mỗi lần tăng thuế làm doanh thu trước thuế tiêu thụ đặc biệt trên mỗi đơn vị sản phẩm giảm khoảng 2.9%. SAB phải tăng giá bán khoảng 3.0% để bù đắp hoàn toàn tác động này, trong khi chúng tôi dự báo doanh nghiệp chỉ chuyển được khoảng 50% phần thuế tăng thêm sang người tiêu dùng do cạnh tranh tại phân khúc trung cấp. Đồng thời, xu hướng sử dụng lon 250 ml làm tăng lượng nhôm tiêu thụ trên mỗi lít bia. SAB đã chốt giá phần lớn nhu cầu nguyên liệu đến khoảng Q2/2027, nên chi phí sản xuất có thể tăng trong nửa cuối năm khi doanh nghiệp ký hợp đồng mới.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐM SAB đạt 4,639 tỷ VND năm 2026 (+4.9% YoY), sau đó giảm 0.4% xuống 4,620 tỷ VND năm 2027. Doanh thu dự kiến giảm 0.5% YoY do sản lượng tiêu thụ thấp hơn và việc tăng giá bán chỉ bù đắp một phần thuế tăng thêm. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 38.0% xuống 37.5%, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu duy trì ở mức cao 16.9%, so với 15.5% năm 2025. Chúng tôi đánh giá lợi nhuận năm 2027 khó cải thiện đáng kể khi SAB đồng thời chịu chi phí cạnh tranh cao hơn và mức thuế tiêu thụ đặc biệt tăng.

Biểu đồ 6: LNST-CĐM SAB dự kiến gần như đi ngang trong năm 2027 khi chi phí cạnh tranh tiếp tục ở mức cao

Dự báo KQKD và định giá SAB giai đoạn 2024–2028

Chỉ tiêu	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần, tỷ VND	31,872	25,888	27,115	26,978	26,989
Tăng trưởng doanh thu, % YoY	4.6%	-18.8%	4.7%	-0.5%	0.0%
Biên lợi nhuận gộp, %	29.2%	35.9%	38.0%	37.5%	37.5%
Chi phí bán hàng/doanh thu, %	12.7%	15.5%	16.9%	16.9%	16.9%
LNTT, tỷ VND	5,647	5,652	6,009	5,903	5,804
LNST-CĐM, tỷ VND	**4,330**	**4,424**	**4,639**	**4,620**	**4,543**
Tăng trưởng LNST-CĐM, % YoY	5.1%	2.2%	4.9%	-0.4%	-1.7%
EPS, VND/cp	3,376	3,449	3,512	3,497	3,439

ROE, %	17.3%	18.7%	20.9%	22.5%	24.1%
P/E, lần	12.5	12.2	12.0	12.1	12.3
P/B, lần	2.2	2.4	2.5	2.7	3.0

Nguồn: SAB, Pinetree Research dự báo. Các chỉ số định giá tính theo giá đóng cửa ngày 09/11/2026.

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với SAB với giá mục tiêu 42,800 VND/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 0% và tổng mức sinh lời kỳ vọng 11.7% khi tính thêm cổ tức 5,000 VND/cp. Tại giá đóng cửa ngày 05/11, SAB giao dịch ở P/E 2027F 12.3x, thấp hơn trung vị 5 năm 18.4x. Chúng tôi đánh giá mức định giá thấp so với lịch sử phù hợp với triển vọng lợi nhuận ít thay đổi trong hai năm tới. Rủi ro chính đến từ chi phí giành lại thị phần và khả năng tăng giá bán thấp hơn giả định khi thuế tiêu thụ đặc biệt thay đổi.

CTCP Thế giới Số (HOSE: DGW): Lợi nhuận năm 2027 giảm từ mức cao của 2026, triển vọng mở rộng ngành hàng vẫn tích cực

MUA, Giá mục tiêu 48,600 VND/cp, upside 25.6%, 2027 P/E 10.3x

DGW ghi nhận doanh thu Q3/2026 đạt 11,022 tỷ VND (+49% YoY) và LNST-CĐM đạt 276 tỷ VND (+66% YoY), nhờ nhu cầu máy tính và thiết bị doanh nghiệp tăng mạnh. Tuy nhiên, doanh thu sơ bộ tháng 10 giảm 5% YoY xuống 2,625 tỷ VND, chủ yếu do điện thoại giảm 29% khi DGW thiếu nguồn cung iPhone và thay đổi lịch ra mắt sản phẩm Xiaomi. Doanh thu laptop và thiết bị văn phòng chỉ tăng lần lượt 5% và 4% YoY sau giai đoạn các đại lý tăng nhập hàng trong Q3. Chúng tôi dự báo doanh thu Q4/2026 đạt 8,008 tỷ VND, gần như đi ngang YoY, với đóng góp chủ yếu từ các đơn hàng thiết bị doanh nghiệp trong hai tháng cuối năm.

Biểu đồ 7: Tăng trưởng thiết bị văn phòng giảm từ 89% YoY trong Q3/2026 xuống 4% YoY tháng 10, điện thoại chuyển từ tăng 44% sang giảm 29% YoY

Tăng trưởng theo từng ngành hàng của DGW, %

Ngành hàng	Q3/2026 YoY	T10/2026 YoY	Thay đổi
Điện thoại	+44%	-29%	-73 điểm %
Máy tính, máy tính bảng	+32%	+5%	-27 điểm %
Thiết bị văn phòng	+89%	+4%	-85 điểm %
Thiết bị gia dụng	+33%	0%	-33 điểm %
Hàng tiêu dùng	+33%	+50%	+17 điểm %

Nguồn: DGW, Pinetree Research

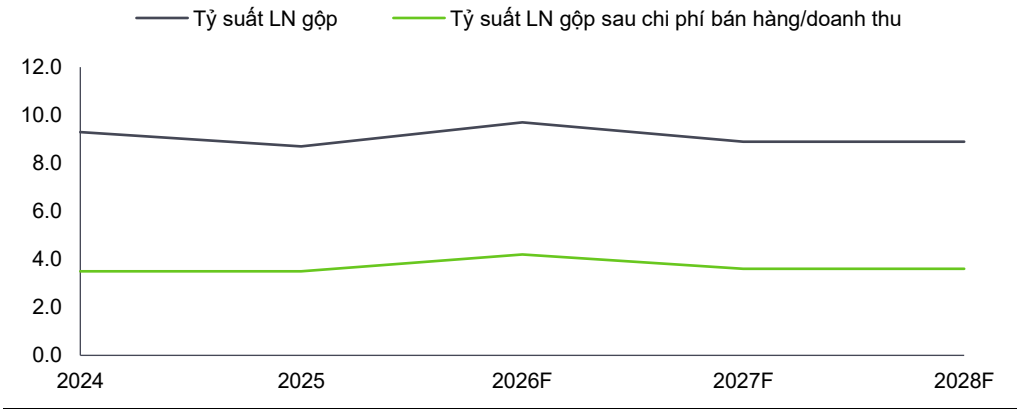
Cơ cấu doanh thu DGW đang chuyển dịch sang các ngành hàng có tiềm năng sinh lời cao hơn điện thoại. Trong 9T/2026, tỷ trọng điện thoại giảm từ 42% hai năm trước xuống 27%, trong khi thiết bị văn phòng tăng từ 16% lên 26%. Chúng tôi dự báo doanh thu thiết bị văn phòng tăng 16% YoY năm 2027 nhờ nhu cầu máy chủ và thiết bị lưu trữ, với khoảng 1,000 tỷ VND doanh thu từ các hợp đồng viễn thông lớn. Mảng vật tư công nghiệp dự kiến tăng 70% YoY nhờ mở rộng phân phối dầu nhờn Shell, dù mới đóng góp khoảng 2% doanh thu. Hai ngành hàng này tiếp tục đóng góp vào tăng trưởng khi điện thoại dự báo đi ngang và laptop chỉ tăng 2% YoY. Theo đó, doanh thu dự báo năm 2027 đạt 37,585 tỷ VND (+8.0% YoY), thấp hơn mức tăng trưởng khoảng 20% mà ban lãnh đạo kỳ vọng.

Chúng tôi cho rằng thay đổi cơ cấu sản phẩm chưa đủ bù đắp mức lợi nhuận cao bất thường trong năm 2026. Trong Q2/2026, việc nhập máy tính trước các đợt tăng giá linh kiện giúp tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 13.0%, trước khi giảm xuống 8.4% trong Q3 khi lợi ích từ hàng tồn kho giá thấp thu hẹp. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng thay đổi theo các chương trình hỗ trợ đại lý, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp sau chi phí bán hàng giảm từ 4.2% năm 2026 xuống 3.6% năm 2027, gần mức bình quân dài hạn. Theo đó, LNST-CĐM dự báo giảm 17.1% YoY xuống 836 tỷ VND năm 2027, dù vẫn cao hơn 52.8% so với năm 2025. Chúng tôi đánh giá DGW vẫn có triển vọng mở

rộng hoạt động kinh doanh trong trung hạn, với khả năng sinh lời trở về mức thông thường sau năm 2026.

Biểu đồ 8: Lợi nhuận gộp sau chi phí bán hàng của DGW dự kiến giảm về 3.6% doanh thu năm 2027, gần mức bình quân dài hạn

Tỷ lệ LN gộp và LN gộp sau chi phí bán hàng trên doanh thu thuần, %



Nguồn: DGW, Pinetree Research dự báo

Biểu đồ 9: LNST-CĐM của DGW dự báo giảm 17.1% năm 2027 sau khi tăng 84.1% năm 2026

Dự báo KQKD và định giá DGW giai đoạn 2024–2028

Chỉ tiêu	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần, tỷ VND	22,079	26,632	34,804	37,589	39,845
Tăng trưởng doanh thu, % YoY	17.3%	20.6%	30.7%	8.0%	6.0%
Biên lợi nhuận gộp, %	9.3%	8.7%	9.7%	8.9%	8.9%
Chi phí bán hàng/doanh thu, %	5.8%	5.1%	5.5%	5.3%	5.3%
LNTT, tỷ VND	569	689	1,277	1,059	1,123
LNST-CĐM, tỷ VND	**444**	**547**	**1,008**	**836**	**886**
Tăng trưởng LNST-CĐM, % YoY	25.3%	23.3%	84.1%	-17.1%	6.0%
EPS, VND/cp	1,987	2,450	4,512	3,741	3,966
ROE, %	15.9%	17.1%	28.6%	22.0%	20.7%
P/E, lần	19.5	15.7	8.6	10.3	9.8
P/B, lần	3.0	2.6	2.5	2.2	2.0

Nguồn: DGW, Pinetree Research dự báo. Các chỉ số định giá tính theo giá đóng cửa ngày 09/11/2026.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với DGW với giá mục tiêu 48,600 VND/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 25.5% và tổng mức sinh lời kỳ vọng 30.6% khi tính thêm cổ tức tiền mặt dự kiến 2,000 VND/cp. DGW hiện giao dịch ở P/E 2027F 10.3x và P/B 2027F 2.2x, tương ứng ROE dự báo 22.0%, cao hơn mức 17.1% năm 2025. Chúng tôi đánh giá giá cổ phiếu hiện tại tương đối hấp dẫn dù lợi nhuận năm 2027 giảm so với mức cao của năm 2026. Việc mở rộng phân phối thiết bị doanh nghiệp và vật tư công nghiệp tiếp tục tạo cơ sở cho tăng trưởng dài hạn. Rủi ro chính đến từ tiến độ thực hiện các đơn hàng máy chủ, khả năng giảm giá linh kiện máy tính và chi phí hỗ trợ đại lý cao hơn dự báo.

Phụ lục: Lịch sự kiện và một số biểu đồ đáng chú ý

Biểu đồ 3: Thị trường chứng khoán và tiền tệ VN

Dữ liệu được cập nhật vào cuối phiên 09/11/2026

Chỉ số CK	Đóng cửa	1D	1W	YTD
VN-Index	1,714	-0.6%	0.2%	-9.5%
VN30	1,830	-0.9%	0.9%	-11.5%
VN100	1,750	-0.8%	1.4%	-10.3%
HNX-Index	255	-0.6%	1.9%	0.8%
GTGD, tỷ VND	13,860	-26.6%	-25.7%	-70.1%
GTGD (MA20)	15,143	0.3%	-3.8%	-48.8%
GTGD nước ngoài (tỷ VND)	-806	393	-523	-
Thị trường tiền tệ				
LS O/N, % (05/11)	5.0%	1.2%	0.9%	-0.6%
USD/VND	26,854	0%	0%	1.9%

Biểu đồ 4: Thị trường thế giới

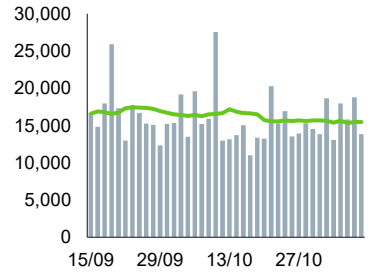
Dữ liệu được cập nhật vào cuối phiên 09/11/2026

Chỉ số CK	Đóng cửa	1D	1W	YTD
S&P 500 (06/11)	7,377	0.3%	-2.7%	6.6%
Nasdaq (06/11)	24,579	1.1%	-3.4%	4.7%
Shanghai	3,661	0.3%	0.6%	-11.2%
KOSPI	5,019	-0.8%	-14.3%	9.4%
LS trái phiếu, %				
Mỹ 10Y	4.9	0.01	-0.04	0.01
Nhật Bản 10Y	2.82	0.04	0.00	0.01
Giá hàng hóa				
Dầu Brent, USD/bbl	97	-1.8%	-7.8%	52.4%
Vàng, USD/ounce	4,097	0.7%	3.8%	-9.1%
Bạc, USD/ounce	53	1.2%	3.8%	-34.2%

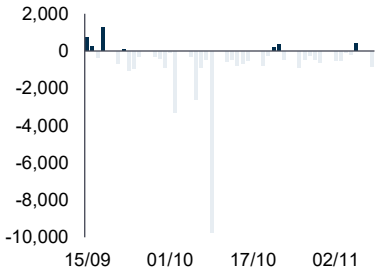
Biểu đồ 5: Một số chỉ báo kỹ thuật của VN-Index

Dữ liệu được cập nhật vào cuối phiên 09/11/2026

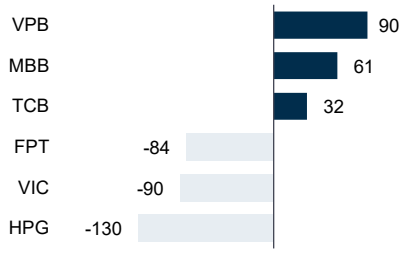
GTGD VN-Index và MA20 ngày, tỷ VND



GTGD ròng NĐT nước ngoài, tỷ VND



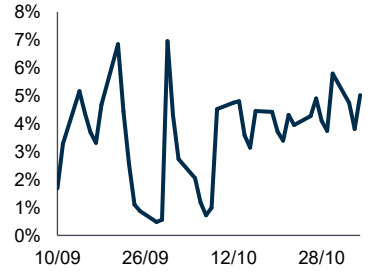
Top cổ phiếu mua/bán ròng của NĐT nước ngoài, tỷ VND



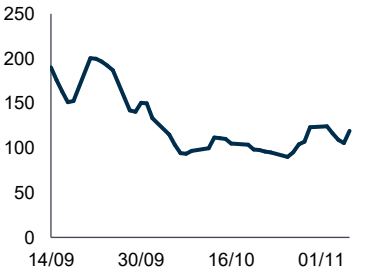
Biểu đồ 6: Một số chỉ số trên thị trường tiền tệ

Dữ liệu được cập nhật vào cuối phiên 09/11/2026

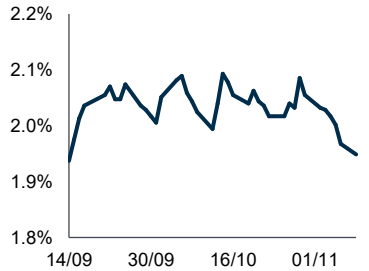
Lãi suất LNH kỳ hạn ON, %, đến 05/11



OMO lưu hành, nghìn tỷ VND, đến 09/11



Biến động tỷ giá USD/VND bán ra của NHNN, %Ytd



Biểu đồ 7: Lịch sự kiện vĩ mô 2 tuần tiếp theo

Dữ liệu được cập nhật vào cuối phiên 09/11/2026

Ngày	Sự kiện	Ghi chú
03/11	**Công bố số liệu vĩ mô tháng 10 của Việt Nam**	Giải ngân ĐTC và xuất khẩu hỗ trợ tích cực mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ
05/11	**Bầu cử Quốc hội giữa nhiệm kỳ tại Mỹ**	Tổng thống Trump có thể mất sự ủng hộ từ lưỡng viện nếu đảng Cộng hòa thua cuộc
19/11	**Đáo hạn HĐTL chỉ số VN30**	Tác động hạn chế đến diễn biến của VN-Index

Biểu đồ 8: Lịch sự kiện doanh nghiệp

Dữ liệu được cập nhật vào cuối phiên 09/11/2026

Ngày	CP	Sự kiện	Tỷ trọng
05/11	SGN	Chốt DS cổ đông chia cổ tức	0.02%
09/11	NKG	ĐHCĐ bất thường	0.08%

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Pinetree (Pinetree) lập và phát hành, phân phối miễn phí tại Việt Nam. Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm về nội dung báo cáo xác nhận rằng (i) các quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích đó về các chứng khoán và tổ chức phát hành được đề cập, và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích, trong quá khứ, hiện tại hay tương lai, liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị hoặc quan điểm cụ thể nêu trong báo cáo này.

Báo cáo này được xây dựng dựa trên thông tin thu thập từ các nguồn công khai mà tác giả cho là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành; tuy nhiên, Pinetree không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay kịp thời của các thông tin, đánh giá hoặc khuyến nghị đó. Nguồn của mỗi số liệu được trích dẫn được ghi ngay bên dưới bảng hoặc biểu đồ sử dụng số liệu đó. Các đánh giá, dự báo và giá mục tiêu là quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành, không đại diện cho quan điểm chung của Pinetree và có thể thay đổi mà không cần báo trước. Pinetree không có nghĩa vụ cập nhật báo cáo này hoặc thông báo cho người nhận về bất kỳ thay đổi nào.

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho khách hàng của Pinetree và không phải là cam kết về kết quả trong tương lai. Báo cáo này không phải là lời chào mua hay chào bán bất kỳ chứng khoán nào được đề cập, không phải là khuyến nghị đầu tư, không phải là báo cáo được lập trong khuôn khổ nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán đã được cấp phép, và không phải là tư vấn pháp lý, thuế hay kế toán. Báo cáo được lập mà không xét đến mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận nào. Việc người nhận tiếp nhận và sử dụng báo cáo này không cấu thành và không xác lập việc sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán.

Đầu tư chứng khoán có rủi ro, bao gồm khả năng mất vốn gốc. Người nhận tự đưa ra quyết định và tự chịu toàn bộ trách nhiệm cũng như rủi ro khi sử dụng báo cáo này, và nên tham khảo ý kiến tư vấn độc lập về tài chính, pháp lý và thuế khi cần thiết. Pinetree, cùng các công ty liên kết, công ty mẹ, cán bộ và nhân viên của Pinetree, không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hay gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Dữ liệu cá nhân - Dữ liệu cá nhân của người nhận được xử lý nhằm mục đích phân phối báo cáo phân tích và thông tin liên quan, phù hợp với thông báo về quyền riêng tư của Pinetree và pháp luật Việt Nam về bảo vệ dữ liệu cá nhân. Người nhận có thể hủy đăng ký nhận báo cáo bất kỳ lúc nào bằng cách gửi thư đến research@pinetree.vn.

Luật điều chỉnh và ngôn ngữ - Tuyên bố này được điều chỉnh bởi pháp luật Việt Nam. Tuyên bố được phát hành bằng tiếng Việt và tiếng Anh; trường hợp có sự khác biệt giữa hai bản, bản tiếng Việt được ưu tiên áp dụng.

Bản quyền - Báo cáo này là tài sản của Pinetree. Nghiêm cấm sao chép, chỉnh sửa, phân phối lại hoặc truyền tải báo cáo, toàn bộ hay một phần và dưới bất kỳ hình thức nào, khi chưa có sự VND ý trước bằng văn bản của Pinetree. © Công ty Cổ phần Chứng khoán Pinetree. Bảo lưu mọi quyền.

Khiếu nại - Người nhận có khiếu nại về báo cáo này hoặc về hành vi của chuyên viên phân tích có thể gửi thư đến bộ phận tuân thủ của Pinetree qua địa chỉ research@pinetree.vn.

Thang khuyến nghị đầu tư

Các khuyến nghị đối với cổ phiếu được xác định dựa trên tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng, bao gồm chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá tại thời điểm công bố, cộng với tỷ suất cổ tức dự kiến. Hệ thống phân loại khuyến nghị được quy định như sau:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng >15%
NẮM GIỮ	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng từ -10% đến +15%
BÁN	Tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng <-10%
ĐANG XEM XÉT	Các dự phóng không còn phù hợp do phát sinh sự kiện mới. Khuyến nghị và giá mục tiêu trước đó hết hiệu lực. Trạng thái này được cập nhật trong vòng 30 ngày hoặc chuyển sang KHÔNG ĐÁNH GIÁ.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Cổ phiếu chỉ được đề cập nhằm mục đích cung cấp thông tin, không kèm khuyến nghị đầu tư và có thể không có giá mục tiêu.

Thông tin liên hệ

Vương Chí Tâm, CFA, FRM
Trưởng phòng phân tích
tamvc@pinetree.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên cao cấp
quangtpt@pinetree.vn

Nguyễn Đức Anh
Chuyên viên cao cấp
anhnd1@pinetree.vn

Nguyễn Doãn Đức
Chuyên viên SX video
ducnd@pinetree.vn

Đào Tuấn Anh
Chuyên viên SX video
anhdt@pinetree.vn