

## CTCP GỖ AN CƯỜNG (ACG) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

**Giá thị trường**

VND69.000

**Giá mục tiêu**

VND88.800

**Tỷ suất cổ tức**

0,7%

**Khuyến nghị**

KHẢ QUAN

**Ngành**

Công nghiệp

Ngày 27/04/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực

**Triển vọng dài hạn:** Tích cực

**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:1 Giữ:0 Bán:0

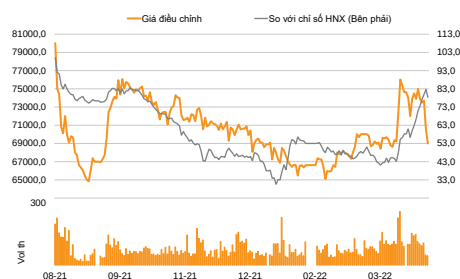
Giá mục tiêu/Consensus: 13,0%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➤ N/a

➤

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Thông tin cổ phiếu**

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 80.025 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 64.833 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 5.764  |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 9.575  |
| Free float (%)          | 48     |
| P/E trượt (x)           | 20,9   |
| P/B hiện tại (x)        | 2,5    |

**Cơ cấu sở hữu**

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| Công ty TNHH đầu tư NC Việt Nam | 50,2% |
| Sumitomo Forestry Singapore Ltd | 19,7% |
| Whitlam Holding Pte.Ltd         | 18,1% |
| Khác                            | 12,0% |

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Đức Hào**

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Lấy lại đà tăng trưởng

- ACG là nhà sản xuất gỗ ép lớn nhất Việt Nam với 55% thị phần.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng 30%/29% svck trong 2022-23 nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS và tăng doanh số xuất khẩu.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị KHẢ QUAN và giá mục tiêu 88.800 đ/cp

### Hưởng lợi từ mảng xây dựng dân dụng đang trên đà hồi phục

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở sẽ phục hồi vào năm 2022-23, được hỗ trợ bởi: 1) sự phục hồi chung dựa trên các yếu tố cơ bản vĩ mô thúc đẩy thị trường BĐS vào năm 2022; 2) quyết định mua nhà ở được củng cố bởi lãi suất cho vay hợp lý. Với việc là nhà sản xuất gỗ ép hàng đầu với lượng khách hàng trung thành lớn, ACG có nhiều lợi thế hơn để giành được các hợp đồng cung cấp đồ gỗ nội thất cho các dự án khu dân cư lớn vào năm 2022-23.

### Nhà máy sản xuất ván MDF sẽ cải thiện biên LN gộp của ACG trong 2023

ACG có kế hoạch thành lập liên doanh với Sumitomo để xây dựng nhà máy ván MDF - nguyên liệu đầu vào chính của doanh nghiệp. Khi dự án hoàn thành, ACG sẽ trở thành nhà sản xuất ván MDF lớn thứ 4 tại Việt Nam. Chúng tôi dự phóng nhà máy MDF sẽ giúp ACG tự chủ được 40% nguyên liệu đầu vào mảng gỗ ép và cải thiện biên LN gộp của ACG trong 2023-24 thêm 0,3-0,7 điểm %.

### Lấy lại đà tăng trưởng trong 2022

Sau 2 năm liên tiếp doanh thu tăng trưởng âm (-15,4%/-12,3% svck trong năm 2020-21), chúng tôi kỳ vọng doanh thu của ACG sẽ tăng trưởng trở lại trong 2022-23 do thị trường bất động sản nhà ở phục hồi. Với những lượng hợp đồng ký mới sẵn sàng xây dựng của các chủ đầu tư lớn, chúng tôi tin rằng công ty có đủ khả năng cung cấp gỗ để xây dựng và hoàn thiện nội thất tại các dự án trong năm 2022-23. Do đó, chúng tôi dự báo DT và LN ròng của ACG sẽ tăng 36,8%/29,7% svck vào năm 2022 và tăng 28%/28,7% svck vào năm 2023.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị khả quan và giá mục tiêu 88.800 đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá DCF 10 năm (WACC: 9,1%; tăng trưởng dài hạn: 1,5%). Chúng tôi ưa thích ACG vì vị thế hàng đầu và thương hiệu mạnh trong lĩnh vực đồ gỗ nội thất. Ngoài ra, kế hoạch chuyển sản của ACG cũng là luận điểm đầu tư ngắn hạn. Tiềm năng tăng giá đến từ 1) nhu cầu gỗ nội thất trong nước cao hơn dự kiến, và 2) nhà máy MDF hoàn thành sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ gỗ nội thất tại thị trường nội địa.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A  | 12-21A  | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 3.754   | 3.294   | 4.535  | 5.803  |
| Tăng trưởng DT thuần      | (15,4%) | (12,3%) | 37,7%  | 28,0%  |
| Biên lợi nhuận gộp        | 27,1%   | 27,2%   | 25,8%  | 26,6%  |
| Biên EBITDA               | 9,9%    | 10,8%   | 11,8%  | 10,5%  |
| LN ròng (tỷ)              | 492     | 451     | 585    | 753    |
| Tăng trưởng LN ròng       | 1,2%    | (8,3%)  | 29,7%  | 28,7%  |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    | 1,2%    | (8,3%)  | 29,7%  | 28,7%  |
| EPS cơ bản                | 3.607   | 3.308   | 4.290  | 5.520  |
| EPS điều chỉnh            | 3.606   | 3.289   | 4.033  | 5.188  |
| BVPS                      | 25.782  | 27.689  | 32.421 | 35.173 |
| ROAE                      | 14,3%   | 12,4%   | 14,3%  | 16,3%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## Luận điểm đầu tư

### Chúng tôi ưa thích ACG vì:

- Vị thế hàng đầu về sản xuất gỗ ép tại thị trường nội địa. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ đạt tăng trưởng kép 20,8% trong 2021-24 nhờ hưởng lợi từ sự phục hồi trở lại của thị trường bất động sản nhà ở trong năm 2022-23.
- Mảng xuất khẩu hưởng lợi từ nhu cầu mạnh mẽ đối với gỗ nội thất từ thị trường nhà ở Mỹ. Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu sẽ đóng góp 15,2%/15,3% vào doanh thu của ACG trong năm 2022-23.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của ACG sẽ lấy lại đà tăng trưởng từ năm 2022-2023 nhờ 1) bất động sản nhà ở phục hồi trong năm 2022-2023, 2) đóng góp cao hơn từ doanh thu xuất khẩu và 3) nhà máy MDF chạy thương mại trong Q3/23. Chúng tôi dự phóng LN ròng của ACG sẽ tăng 30%/29% svck trong năm 2022-23.
- Chúng tôi cho rằng việc chuyển sàn từ UPCOM sang HOSE sẽ giúp ACG cải thiện thanh khoản và thu hút sự quan tâm lớn hơn từ nhà đầu tư, đặc biệt là các quỹ đầu tư nước ngoài. Trong Q1/22, ACG đã phát hành 48,2 triệu cổ phiếu, trong đó hơn 43,8 triệu cổ phiếu trả cổ tức và 4,38 triệu cổ phiếu sẽ chào bán cho cổ đông hiện hữu. Đặc biệt, việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giúp ACG đáp ứng đủ điều kiện niêm yết trên HOSE theo quy định của Luật Chứng khoán 2019 và Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. Ban lãnh đạo cho biết, ACG sẽ nộp hồ sơ đăng ký niêm yết trên HOSE vào ngày 22/7.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị khả quan và giá mục tiêu 88.800 đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá DCF 10 năm (WACC: 9,1%; tăng trưởng dài hạn: 1,5%). ACG hiện đang giao dịch với P/E 2022/23 là 16,3x/12,7x, cao hơn 14,6%/33,5% so với mức P/E trung bình ngành năm 2022.

Tiềm năng tăng giá đến từ 1) nhu cầu gỗ nội thất trong nước cao hơn dự kiến, và 2) nhà máy MDF hoàn thành sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm 1) nguyên liệu đầu vào tăng cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến biên LN gộp của ACG và 2) thị trường bất động sản diễn biến chậm hơn sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ gỗ nội thất tại thị trường nội địa.

**Hình 1: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)**

|                                                                      |               |
|----------------------------------------------------------------------|---------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)                       | 3.635         |
| Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng) | 7.411         |
| Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)                                       | 11.046        |
| Nợ ròng (tỷ đồng)                                                    | 1.060         |
| Giá trị vốn (tỷ đồng)                                                | 12.106        |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)                           | 136           |
| <b>Giá trị vốn/CP (VND)</b>                                          | <b>88.754</b> |
| WACC                                                                 | 9,1%          |
| Chi phí vốn                                                          | 10,5%         |
| Tăng trưởng dài hạn                                                  | 1,5%          |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá DCF

|                                               | 2021 | 2022    | 2023    | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031   |
|-----------------------------------------------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| EBIT                                          | 412  | 571     | 778     | 1.044 | 1.261 | 1.616 | 1.614 | 1.670 | 1.728 | 1.789 | 2.013  |
| Khấu hao                                      | 115  | 228     | 348     | 408   | 430   | 460   | 490   | 520   | 550   | 580   | 450    |
| Đầu tư tài sản cố định                        | (13) | (1.350) | (1.050) | (150) | (300) | (300) | (300) | (300) | (300) | (300) | (300)  |
| Thay đổi vốn lưu động                         | 303  | (180)   | (448)   | (534) | (520) | (423) | (251) | (289) | (312) | (344) | (378)  |
| Dòng tiền tự do                               | 816  | (732)   | (372)   | 767   | 870   | 1.353 | 1.553 | 1.600 | 1.665 | 1.725 | 1.785  |
| Chi phí thuế                                  | (95) | (123)   | (159)   | (207) | (245) | (308) | (309) | (319) | (329) | (339) | (377)  |
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp                  | 721  | (856)   | (531)   | 561   | 625   | 1.044 | 1.244 | 1.282 | 1.337 | 1.386 | 1.408  |
| Giá trị năm cuối mô hình                      |      |         |         |       |       |       |       |       |       |       | 20.077 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do          | 721  | (784)   | (446)   | 431   | 441   | 675   | 737   | 696   | 665   | 632   | 588    |
| Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình |      |         |         |       |       |       |       |       |       |       | 7.411  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh DN cùng ngành

| Công ty                                     | Mã            | Giá mục tiêu Khuyến nghị |                 | Vốn hóa      | P/E (x)     |             | P/B (x)    |            | EV/EBITDA   |             | ROE (%)     |             |
|---------------------------------------------|---------------|--------------------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                             |               | Nội tệ                   | Triệu USD       |              | 2021        | 2022        | 2021       | 2022       | 2021        | 2022        | 2021        | 2022        |
| Dongwha Enterprise Co Ltd                   | 025900 KS     | na                       | na              | 1.977,1      | 36,5        | 20,0        | 2,3        | 2,0        | 10,7        | 9,7         | 6,6         | 12,6        |
| GoldenHome Living Co Ltd                    | 603180 CH     | na                       | na              | 648,2        | 13,1        | 11,3        | 2,3        | 2,0        | 9,6         | 7,4         | 15,3        | 15,1        |
| Guangzhou Holike Creative Home Co Ltd       | 603898 CH     | na                       | na              | 571,2        | 8,0         | 12,0        | 1,1        | 1,0        | 6,9         | 5,5         | 12,5        | 6,3         |
| Guangdong Piano Customized Furniture Co Ltd | 002853 CH     | na                       | na              | 336,5        | 7,8         | 9,5         | 1,1        | 1,0        | 6,1         | 5,0         | 14,4        | 12,0        |
| Jiangsu Tongrun Equipment Technology Co Ltd | 002150 CH     | na                       | na              | 290,0        | 19,0        | na          | na         | na         | na          | na          | 8,8         | na          |
| Fibreboard Industry Tbk PT                  | OFII IJ       | na                       | na              | 99,8         | 17,6        | na          | na         | na         | 7,4         | na          | 7,9         | na          |
| Century Plyboards India Ltd                 | CPBI IN       | na                       | na              | 161,2        | 72,9        | 42,9        | 8,9        | 7,2        | 27,1        | 22,5        | 16,1        | 23,0        |
| <b>Trung bình</b>                           |               |                          |                 |              | <b>25,0</b> | <b>19,1</b> | <b>3,2</b> | <b>2,7</b> | <b>8,3</b>  | <b>6,9</b>  | <b>11,5</b> | <b>11,5</b> |
| <b>Trung vị</b>                             |               |                          |                 |              | <b>17,6</b> | <b>11,6</b> | <b>1,7</b> | <b>1,5</b> | <b>8,2</b>  | <b>6,4</b>  | <b>12,5</b> | <b>12,3</b> |
| <b>CTCP gỗ An Cường</b>                     | <b>ACG VN</b> | <b>88.800</b>            | <b>Khả quan</b> | <b>404,2</b> | <b>20,9</b> | <b>16,3</b> | <b>2,5</b> | <b>2,8</b> | <b>16,0</b> | <b>13,0</b> | <b>12,4</b> | <b>15,2</b> |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Vị thế vững chắc trên thị trường gỗ ép

#### Nhà sản xuất gỗ ép trang trí lớn nhất với 55% thị phần

CTCP Gỗ An Cường được thành lập năm 2006, IPO vào ngày 21/9 và niêm yết trên thị trường UPCOM từ ngày 4/8. Hiện 3 cổ đông lớn sở hữu 72% cổ phần; bao gồm: Người sáng lập & Chủ tịch HĐQT Ông Lê Đức Nghĩa (50,2%), Sumitomo Forestry (19,7%) và Whitlam Holding, một liên danh của VinaCapital và KFW DEG (18,1%).

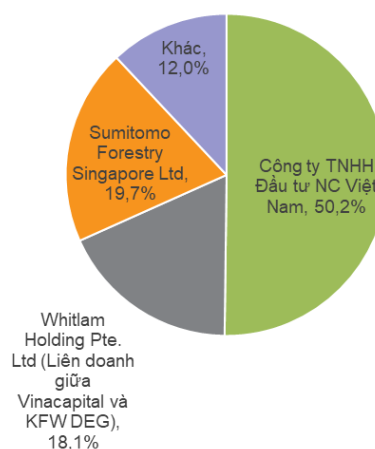
Theo quan điểm của chúng tôi, ACG được quản lý bởi một HĐQT hàng đầu với chuyên môn sâu trong ngành sản xuất gỗ.

**Hình 4: Ban lãnh đạo hàng đầu với chuyên môn sâu trong ngành sản xuất gỗ**

|                                         | Kinh nghiệm                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Lê Đức Nghĩa - Chủ tịch                 | 27 năm kinh nghiệm trong ngành công nghiệp ván gỗ (được đào tạo tại Đức). Một trong những chuyên gia hàng đầu về Giải pháp và Vật liệu Chế biến Gỗ cho Ngành Nội thất tại Việt Nam và Đông Nam Á |
| Masao Kamibayashiyama – thành viên HĐQT | Trưởng phòng Phát triển Kinh doanh tại Sumitomo Forestry (21 năm kinh nghiệm trong ngành gỗ).                                                                                                    |
| Võ Thị Ngọc Anh - Tổng GD               | 21 năm kinh nghiệm trong ngành gỗ công nghiệp                                                                                                                                                    |
| Jess Rueloeke – thành viên HĐQT         | Phó giám đốc điều hành tại VinaCapital. Ông có hơn 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính và vận hành doanh nghiệp                                                                          |
| Lê Thanh Phong - Phó Tổng GD            | 21 năm kinh nghiệm trong ngành gỗ công nghiệp                                                                                                                                                    |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 5: Cơ cấu cổ đông (tại ngày 22/4)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

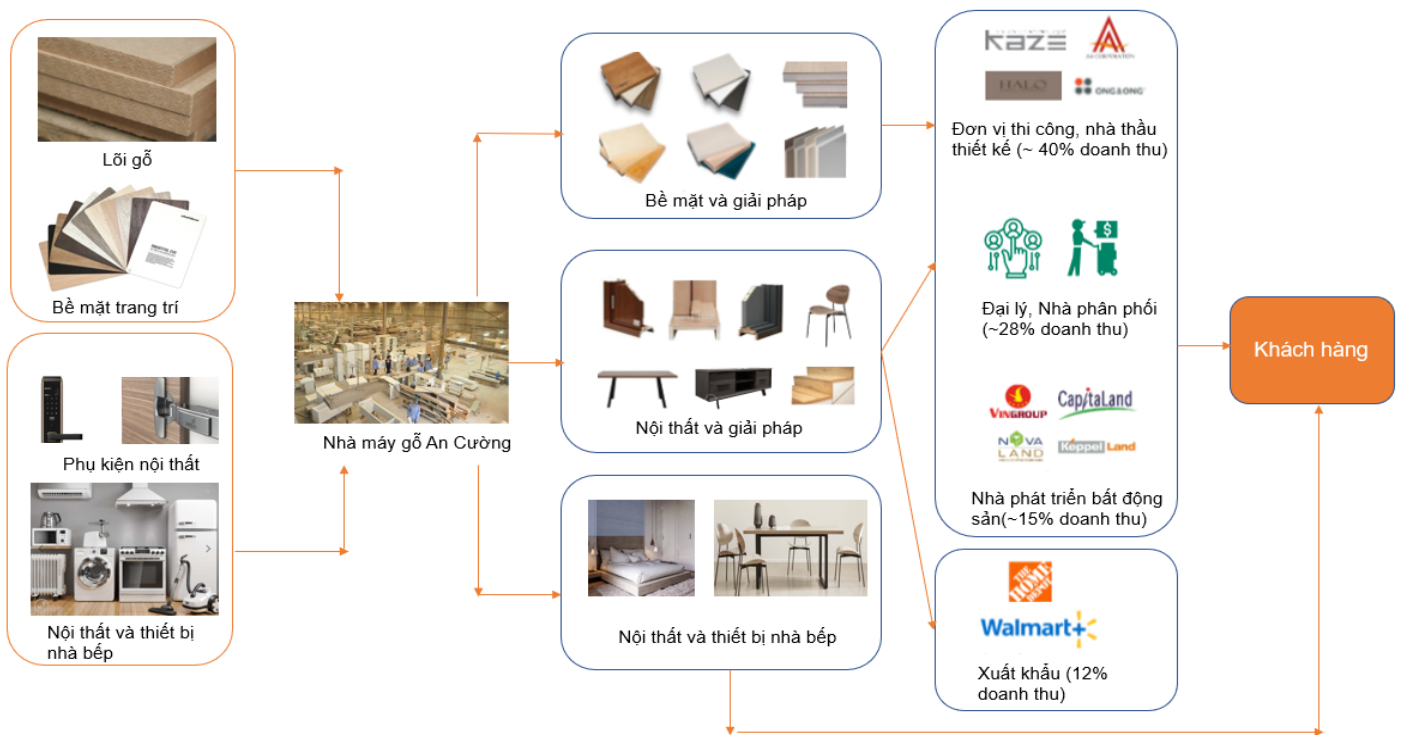
Với mức độ nhận biết thương hiệu mạnh mẽ, gỗ An Cường được coi là chuẩn mực cho gỗ chất lượng cao và là lựa chọn quen thuộc của một số chủ đầu tư bất động sản như Vinhomes, Novaland, City Land.

Hiện tại, hoạt động kinh doanh sản xuất gỗ của ACG có thể được phân thành ba phân khúc: Bề mặt và giải pháp (S1), Nội thất và giải pháp (S2), Nội thất và thiết bị gia dụng (S3). ACG sản xuất tấm gỗ ép bằng cách dán bề mặt trang trí lên tấm gỗ lõi có nguồn gốc bên ngoài (S1). Từ những tấm này, ACG cũng sản xuất các cấu kiện bằng gỗ như cửa, tủ, kệ, bàn làm việc và gạch lát nền (S2). S1 và S2 chiếm 85% doanh thu năm 2021 của công ty.

ACG cũng cung cấp đồ nội thất, thiết bị gia dụng và phần cứng gia dụng (S3), bao gồm bàn, ghế, ghế sofa, giường và đèn chiếu sáng. Đồ nội thất của họ được thiết kế và sản xuất bởi Châu Âu và Trung Quốc. ACG hợp tác với Malloca để cung cấp các thiết bị nhà bếp như chậu rửa, lò nướng, máy rửa bát và tủ lạnh, có nguồn gốc từ các đối tác OEM tại Châu Âu và Trung Quốc trước khi lắp ráp tại Việt Nam. Công ty cũng phân phối phần cứng gia dụng như tay nắm, thanh trượt, bản lề, khóa cửa điện và các thiết bị nhà thông minh của các thương hiệu Đức và Pháp như Imundex, Hettich và Schneider.

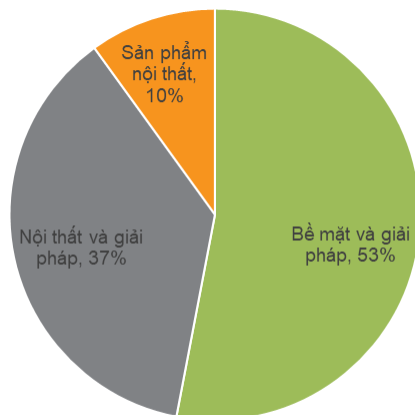
ACG khai trương Aconcept, một thương hiệu nội thất với 3 showroom tại TP.HCM, để trưng bày các sản phẩm ván gỗ, đồ nội thất và đồ dùng nhà bếp. Aconcept còn mang đến cho khách hàng trải nghiệm không gian sống tại cửa hàng và tư vấn thiết kế nội thất.

Hình 6: Chuỗi giá trị của ACG



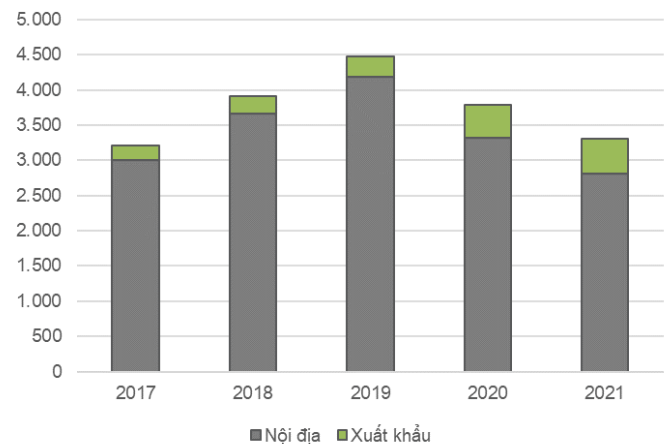
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 7: Cơ cấu doanh thu năm 2021 của ACG theo nhóm sản phẩm



Nguồn: ACG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: 85% doanh thu của ACG đến từ thị trường nội địa



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

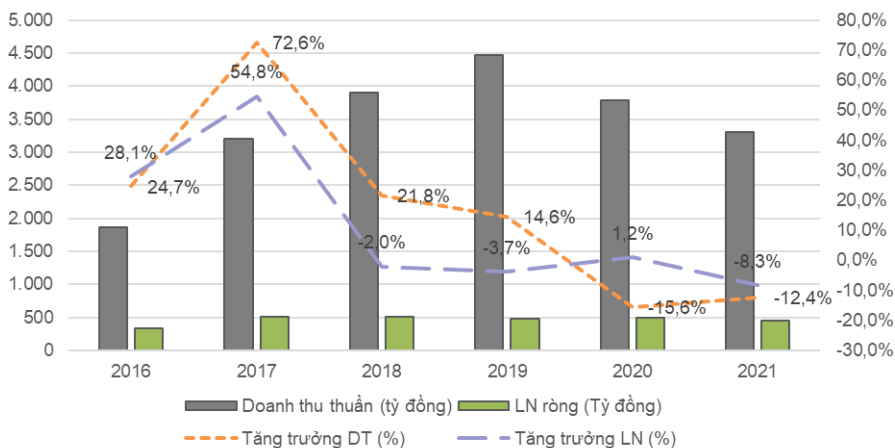
### Tăng trưởng LN chứng lại bởi đại dịch trong năm 2020-21

Doanh thu ACG tăng trưởng ổn định với tỉ lệ tăng trưởng kép 38% trong giai đoạn 2016-19, giúp thị phần gỗ nghiệp phân khúc trung và cao cấp của ACG tăng từ 30% vào năm 2016 lên đến 55% vào năm 2020. Đại dịch Covid-19 đã cản trở cả hoạt động xây dựng dân dụng cũng như mảng kinh doanh gỗ nội thất dẫn đến doanh thu của ACG giảm 15,4% svck vào 2020 và 12,3% svck vào năm 2021.



Trong năm 2021, doanh thu bán hàng nội địa đóng góp 85% tổng doanh thu của ACG. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu đã tăng tỷ trọng đóng góp từ 6,7% trong năm 2019 lên 15,3% tổng doanh thu trong 2021.

Hình 9: Kết quả kinh doanh của ACG sụt giảm trong 2020-21 do đại dịch



Nguồn: ACG, VNDIRECT RESEARCH

### Nguồn khách hàng trung thành là các nhà phát triển BĐS lớn

75% khách hàng của ACG là các khách hàng thân thiết (đã cùng hợp tác ít nhất 10 năm). Trong khi đó, top 5 và top 10 khách hàng lớn nhất của ACG lần lượt chiếm 22% và 30% doanh thu năm 2021 của công ty. ACG có ba kênh bán hàng chính:

- Bán cho dự án: Đội ngũ sale trải dài trên toàn quốc (chủ yếu ở các thành phố lớn), phối hợp chặt chẽ với các chủ đầu tư để xác định các dự án tiềm năng. ACG là nhà cung cấp chính cho các dự án của các công ty bất động sản lớn như Vinhomes, Novaland, CapitaLand, Keppel Land, Nam Long, Hưng Thịnh, ...
- Phân phối & đại lý: sản phẩm được bán cho các kiến trúc sư, các đơn vị thiết kế và thi công, nhà thầu công trình và người tiêu dùng. ACG hợp tác chặt chẽ với các công ty thiết kế và kiến trúc hàng đầu như KAZE, AA Corporation, NQH Architects, v.v.
- Xuất khẩu: hai thị trường xuất khẩu chính của ACG là Mỹ và Canada, chiếm lần lượt 51% và 30% doanh thu xuất khẩu vào năm 2021. ACG nhận các đơn đặt hàng OEM từ khách hàng ở nhiều nơi trên thế giới, như Walmart, The Home Depot, Tiger Industrials, Corsair, ..

Hình 10: Khách hàng của ACG



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TYS

### Chất lượng vượt trội phân khúc là lợi thế cạnh tranh chính

#### ACG cung cấp nhiều dòng sản phẩm với chất lượng cao

ACG sản xuất 4 loại gỗ công nghiệp chính gồm: ván sợi tỷ trọng trung bình (MDF), ván dăm phủ melamine (MFC), ván ép và ván sợi tỷ trọng cao (HDF).

**Hình 11: Sản phẩm của ACG sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh hơn trong phân khúc gỗ nguyên liệu**

|                            | <b>MDF</b>                                                                                                                                                                                                                                     | <b>MFC</b>                                                                                                                                                                                                       | <b>Ván gỗ</b>                                                                                                                                                                                                                                  | <b>HDF</b>                                                                                                                                                                                                            |
|----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| NVL đầu vào                | Gỗ rừng trồng, keo UF, nước                                                                                                                                                                                                                    | Gỗ bạch đàn, cao su, keo UF, nước                                                                                                                                                                                | Nhiều lớp gỗ tự nhiên nhiều lớp khoảng 1 mm                                                                                                                                                                                                    | Sợi gỗ (hoặc bột gỗ), chất kết dính, chất phụ gia                                                                                                                                                                     |
| Khối lượng tịnh            | 680-840 kg/m <sup>3</sup>                                                                                                                                                                                                                      | 650 - 750kg/m <sup>3</sup>                                                                                                                                                                                       | 600-700 kg/m <sup>3</sup>                                                                                                                                                                                                                      | 800-1040 kg/m <sup>3</sup>                                                                                                                                                                                            |
| Công dụng                  | Cửa, nội thất phòng bếp, tủ lavabo, tủ xông hơi, vách ngăn vệ sinh                                                                                                                                                                             | Tủ bếp, bàn, vách ngăn (80% nội thất sử dụng MFC)                                                                                                                                                                | Sàn, tường, đóng tàu                                                                                                                                                                                                                           | Ván sàn, tấm cầu thang                                                                                                                                                                                                |
| Ưu điểm                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Không cong vênh, co ngót và mối mọt như gỗ tự nhiên</li> <li>- Giá ván MDF thấp hơn ván ép hoặc gỗ tự nhiên</li> <li>- Do ván MDF có kết cấu rất đồng đều nên khi cắt, mép cắt không bị mẻ</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Rẻ hơn MDF hoặc ván ép</li> <li>- Độ cứng và độ bền cơ học cao</li> <li>- Độ bám vít tốt</li> <li>- Chống nước tốt, chịu được tiếp xúc thường xuyên với nước</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Không cong vênh co ngót ở điều kiện thường</li> <li>- Có khả năng bắt vít và bám dính tốt</li> <li>- Chống ẩm tốt trong môi trường thông thoáng</li> </ul>                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Độ cứng và độ bền cơ học chịu va đập rất cao.</li> <li>- Có khả năng chống ẩm và chống trầy xước tốt.</li> <li>- Khả năng cách âm, cách nhiệt của gỗ HDF rất cao.</li> </ul> |
| Nhược điểm                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chống nước kém</li> <li>- Độ cứng thấp, dễ bị mẻ cạnh</li> <li>- Hạn chế độ dày</li> <li>- Không khắc được kết cấu trên bề mặt nhưng chỉ làm mẫu trên lớp phủ bề mặt</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chịu tải kém</li> <li>- Khi cắt thường bị mẻ.</li> <li>- Tuổi thọ thấp</li> </ul>                                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá cao.</li> <li>- Khi cắt ván ép, mép ván dễ bị mẻ.</li> <li>- Nếu không được xử lý đúng cách, ván dễ bị cong vênh, bề mặt gỗ gồ ghề và dễ bong tróc khi ở trong môi trường có độ ẩm cao</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Là loại gỗ đắt nhất trong các loại gỗ công nghiệp</li> <li>- Chỉ sản phẩm nội thất dạng phẳng hoặc kết hợp với nẹp</li> </ul>                                                |
| Đối thủ cạnh tranh         | Kiên Giang, Dongwha, Kim Tín, hàng nhập khẩu từ Thái Lan and Malaysia                                                                                                                                                                          | Mộc Phát, Thanh Thủy, Ba Thanh, Kim Long                                                                                                                                                                         | Đông Anh, Hải Lâm, Hoàng Thái, Thịnh Phát                                                                                                                                                                                                      | Hải Vân Khanh, Thái Lê, Hiếu Linh                                                                                                                                                                                     |
| Lợi thế cạnh tranh của ACG | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bền, nhẹ, có tính thẩm mỹ cao</li> <li>- Chống trầy xước cao, chịu lực tốt</li> <li>- Màu sắc phong phú với ván gỗ đa dạng phù hợp với gu thẩm mỹ của khách hàng</li> </ul>                           |                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                       |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

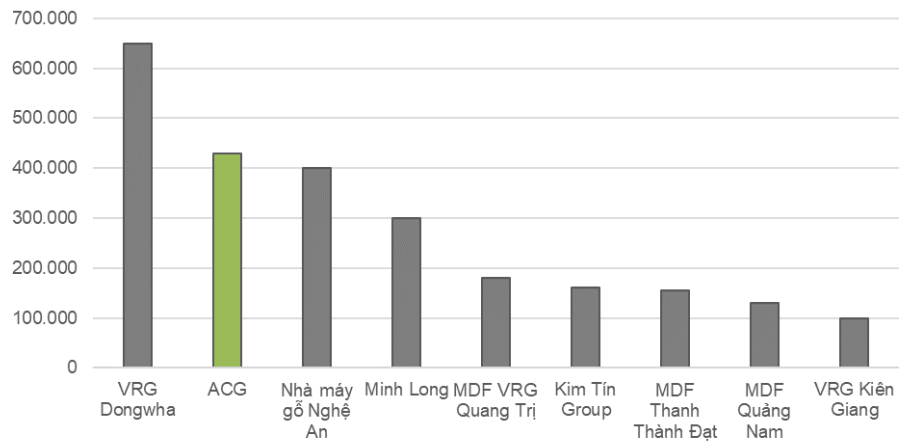
Các đối thủ cạnh tranh chính của ACG gồm có AICA, Casta và VRG Dongwha - chủ sở hữu nhà máy MDF lớn thứ hai tại Việt Nam. Ngoài ra, một số doanh nghiệp khác như Minh Long, Mộc Phát, Thanh Thủy... là những doanh nghiệp sản xuất gỗ nhỏ và chiếm thị phần không đáng kể. So với các công ty lớn trong ngành, ACG nổi bật về giải pháp bề mặt với nhiều loại bề mặt giả gỗ, đa dạng về màu sắc và mẫu mã, ứng dụng cho nhiều sản phẩm khác nhau

#### ACG là nhà sản xuất lớn thứ hai về công suất

Hiện tại, hai cụm nhà máy của An Cường được đặt tại Khu công nghiệp KSB Đất Cuốc, Bình Dương. Nhà máy đầu tiên được xây dựng vào năm 2010 và nhà máy thứ hai vào năm 2018 với tổng công suất là:

- Sản xuất ván nội thất: 24.000.000 tấm/năm.
- Sản xuất linh kiện/sản phẩm nội thất: 840.000 sản phẩm/năm.
- Sàn: 5.000.000 m<sup>2</sup> / năm.

**Hình 12: ACG là nhà sản xuất đồ gỗ lớn thứ hai về công suất (m3/năm)**

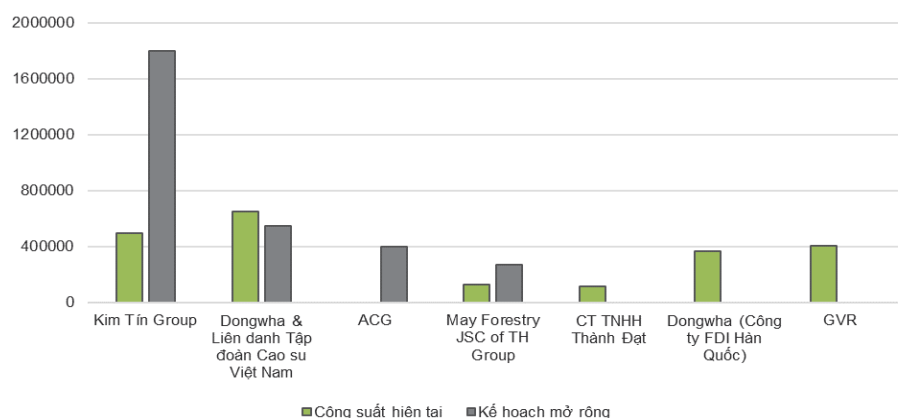


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

ACG có kế hoạch thành lập liên doanh với Sumitomo để xây dựng nhà máy sản xuất ván MDF vào Q3/22 - nguyên liệu đầu vào cho mảng gỗ trang trí. Nhà máy sẽ có công suất sản xuất 400.000 cbm - 50% trong số đó sẽ được tiêu thụ nội bộ bởi ACG (tương đương 40% nhu cầu ván sợi của ACG) và một nửa còn lại sẽ được bán cho các khách hàng bên ngoài. Dự án ước tính có vốn đầu tư là 2.500 tỷ đồng (109 triệu USD) - 40% trong số đó sẽ được tài trợ bằng vốn vay. Trong liên doanh này, ACG và Sumitomo sẽ sở hữu lần lượt 65% và 35%. Theo ban lãnh đạo, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào Q3/23, và ACG sẽ trở thành nhà sản xuất ván MDF thứ 4 tại Việt Nam khi dự án hoàn thành.

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sản xuất ván MDF sẽ hỗ trợ ACG tự chủ được nguyên liệu đầu vào cho mảng ván nội thất và cải thiện biên LN gộp trong giai đoạn 2023-25. Chúng tôi dự phóng nhà máy gỗ MDF sẽ hỗ trợ cho ACG tăng biên LN gộp tương ứng 0,3/0,7 điểm % trong 2023-24.

**Hình 13: ACG sẽ trở thành nhà sản xuất ván MDF lớn thứ 4 tại Việt Nam vào năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Giải pháp cắt theo yêu cầu cho khách hàng

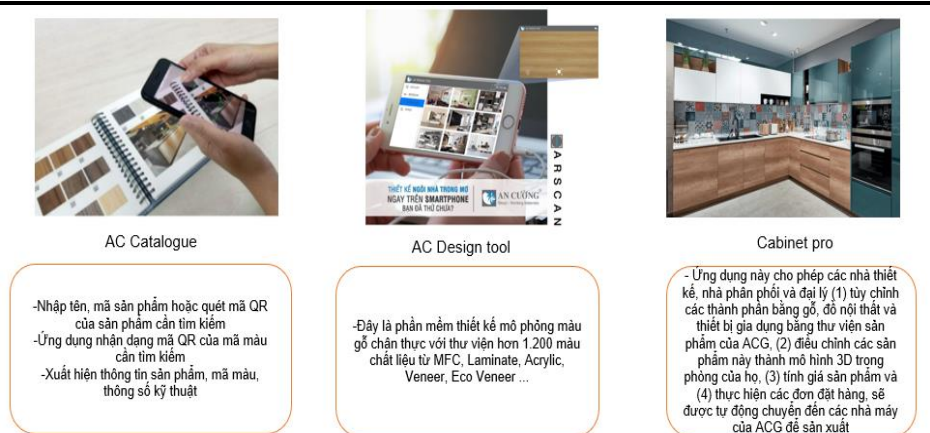
Chúng tôi cho rằng ACG đang nắm giữ nhiều lợi thế trong sản xuất và bán hàng so với các đối thủ cạnh tranh khác nhờ sở hữu các công cụ phần mềm hỗ trợ và các giải pháp cắt theo yêu cầu.



Phần mềm và ứng dụng của ACG cho phép khách hàng truy cập một cách thuận tiện vào thư viện sản phẩm, thiết kế không gian nội thất của công ty và đặt hàng. Ứng dụng của ACG được các đơn vị thiết kế ưa chuộng vì các sản phẩm được trình bày trên các nền tảng này là sản phẩm thực tế của ACG, đảm bảo mang lại trải nghiệm “thấy gì được nấy” cho khách hàng. Mặt khác, ACG tuyên bố rằng thư viện của các ứng dụng thiết kế khác trên thị trường bị giới hạn về lượng hàng tồn kho hoặc bao gồm các sản phẩm không có sẵn trên thực tế.

Đặc biệt, phần mềm Cabinet Pro cho phép các nhà thiết kế, nhà phân phối và đại lý (1) tùy chỉnh các thành phần, đồ nội thất và thiết bị gia dụng bằng thư viện sản phẩm của ACG, (2) lắp thử các sản phẩm vào mô hình 3D phòng của họ, (3) tính giá sản phẩm và (4) thực hiện đặt hàng. Đơn đặt hàng này sẽ được tự động chuyển đến các nhà máy của ACG để sản xuất. Với Cabinet Pro, ACG có thể cắt giảm thời gian toàn bộ quy trình thiết kế đến lắp đặt cho một căn hộ hai phòng ngủ từ trung bình ngành từ 3-4 tháng xuống còn 1,5-2 tháng..

**Hình 14: Các công cụ phần mềm hỗ trợ của ACG**



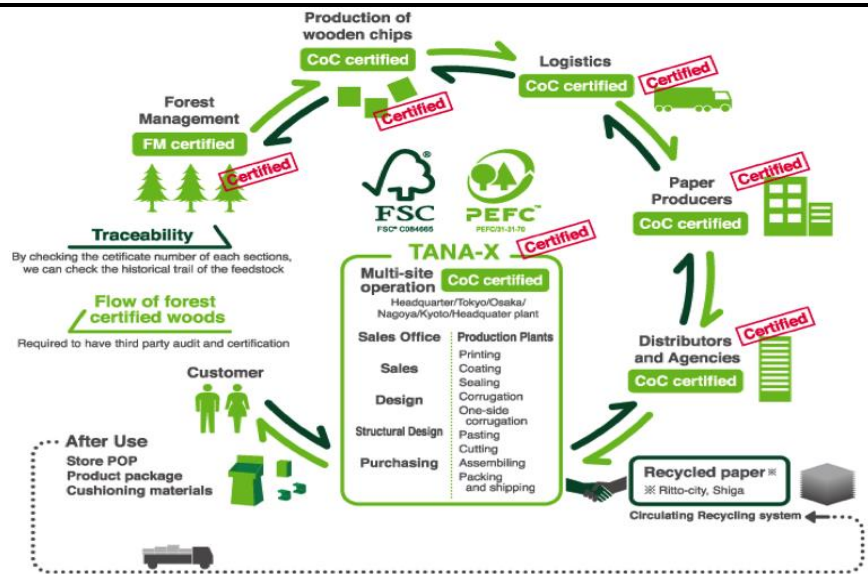
Nguồn: ACG, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh đó, ACG còn cung cấp cho khách hàng hàng loạt giải pháp dịch vụ nhằm mang lại giá trị gia tăng lớn nhất cho sản phẩm như: khung trần nổi và dài cạnh liền mạch, mặt bếp và mặt bàn. Chúng tôi cho rằng một trong những mô hình kinh doanh thành công chính ở ACG là giải pháp cắt theo yêu cầu. ACG sử dụng máy khoan cắt công nghệ Đức có thể tùy chỉnh kích thước theo yêu cầu của khách hàng.

### **Giấy chứng nhận chất lượng và an toàn nâng cao**

Hội đồng Quản lý Rừng (FSC) đã chứng nhận rằng các tấm gỗ lõi của các nhà cung cấp của ACG có nguồn gốc từ gỗ hợp pháp và từ gỗ trồng. Với chứng chỉ FSC, ACG đã chuẩn bị sẵn sàng mở rộng hoạt động kinh doanh của mình ra thị trường Mỹ và châu Âu. Theo thống kê của FSC, tính đến ngày 21/3, chỉ có 10% doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ của Việt Nam sở hữu đầy đủ chứng chỉ FSC. Ngoài ra, An Cường cũng là công ty duy nhất trong ngành gỗ tại Việt Nam được tổ chức Green Label (Singapore) cấp chứng nhận uy tín nhất khu vực về sản phẩm xanh - sạch - thân thiện với môi trường. Theo ban lãnh đạo ACG, những khách hàng đã sử dụng sản phẩm nội thất làm từ gỗ công nghiệp An Cường đều đánh giá cao về độ bền.

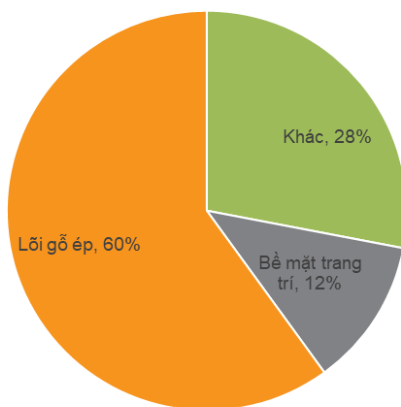
Hình 15: ACG sở hữu cả hai chứng chỉ FSC và ESG



Nguồn: FSC, VNDIRECT RESEARCH

Các sản phẩm của ACG có nguồn gốc từ gỗ hợp pháp và đủ đáp ứng ESG và các tiêu chuẩn an toàn quan trọng. Theo ban lãnh đạo, tấm gỗ lõi nguyên liệu đầu vào chiếm 40%-60% giá vốn hàng bán (tùy từng sản phẩm). Công ty sử dụng hai loại vật liệu chính là Ván PB và Ván sợi MDF. Hầu hết nguyên liệu của ACG có nguồn gốc trong nước nhờ vào nguồn tài nguyên rừng dồi dào tại Việt Nam. Giá nguyên liệu đầu vào thường phụ thuộc vào giá cao su và kế hoạch khai thác của các công ty cao su.

Hình 16: Cơ cấu giá vốn hàng bán của ACG 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 17: Hầu hết nguyên liệu của ACG là nguồn gốc trong nước

| Nguyên liệu đầu vào                                                               | Nội địa | Xuất khẩu |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------|-----------|
| Ván dăm PB<br>Nguồn cung ổn định với nhà cung cấp trong nước Vina Eco Board., Ltd | 70%     | 30%       |
| Ván sợi MDF<br>Nguồn cung dồi dào từ Việt Nam, Thái Lan, Đài Loan                 | 98%     | 2%        |
| Ván ép<br>Tỷ trọng không đáng kể và không ảnh hưởng đến chi phí đầu vào           | 5%      | 95%       |

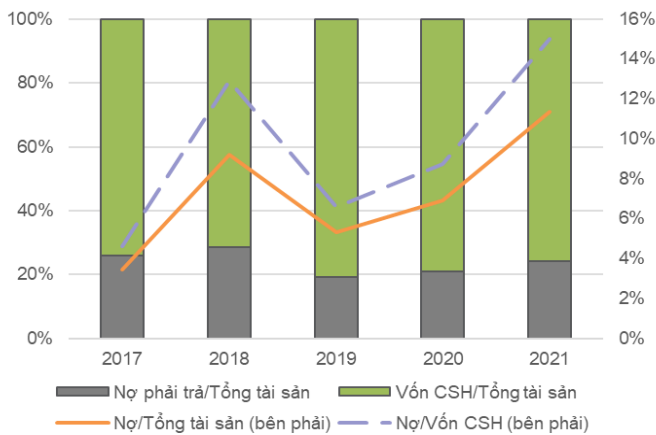
Nguồn: ACG, VNDIRECT RESEARCH

### Sức khỏe tài chính lành mạnh

ACG duy trì lượng tiền mặt khá lớn và không có nợ dài hạn. Ngoài ra, ACG duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (D/E) dưới 9% trong giai đoạn 2017-20, tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp giúp ACG có cơ hội huy động thêm các khoản vay. Phần lớn tổng tài sản của doanh nghiệp ở dưới dạng hàng tồn kho. Tổng tài sản của ACG đã tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép là 12,3% lên 4.453 tỷ đồng trong năm 2021 nhờ việc mở rộng các nhà máy mới từ năm 2018.

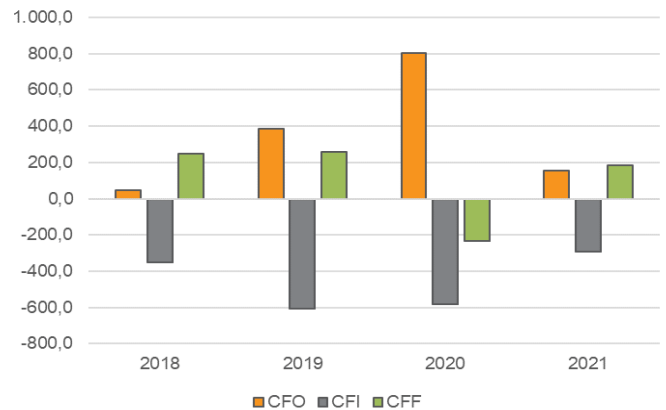
Vòng quay tiền mặt kéo dài trong năm 2020-21 khi ACG tạm thời tăng các điều kiện tín dụng để hỗ trợ khách hàng trong bối cảnh Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng vòng quay tiền mặt sẽ rút ngắn vào năm 2022 nhờ (1) môi trường kinh tế thuận lợi hơn sẽ hỗ trợ các điều kiện kinh doanh và tài chính của khách hàng ACG và (2) Nhà máy MDF của ACG dự kiến ít thâm dụng vốn lưu động hơn so với sản phẩm cốt lõi là ván gỗ. Các khoản phải thu không thu hồi được không phải vấn đề quan trọng đối với ACG. Tính đến cuối năm 2021, nợ xấu của ACG lên tới 25 tỷ đồng - tương đương 5% các khoản phải thu và 0,7% doanh thu năm 2020. Trong số tiền này, 9 tỷ đồng chưa được trích lập dự phòng - chỉ tương đương 2% LN ròng vào năm 2021.

Hình 18: Cơ cấu nguồn vốn ổn định với tỷ lệ nợ/tổng tài sản dưới 9%



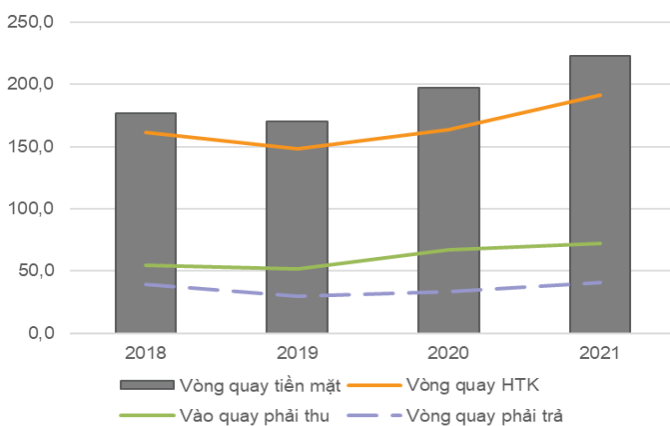
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 19: Dòng tiền của ACG trong 2018-21 (tỷ đồng)



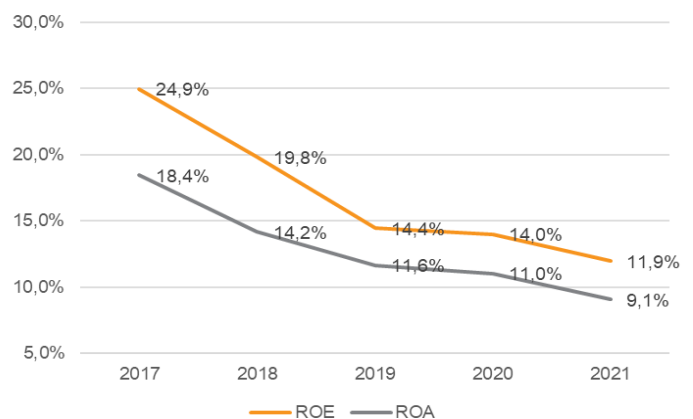
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 20: Vòng quay tiền của ACG (ngày)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 21: Tỷ suất sinh lời giảm mạnh vào năm 2021 do ảnh hưởng của Covid-19



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## TRIỂN VỌNG 2022-23

**Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa của ACG sẽ lấy lại đà tăng trưởng trong 2022-23 nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS nhà ở**

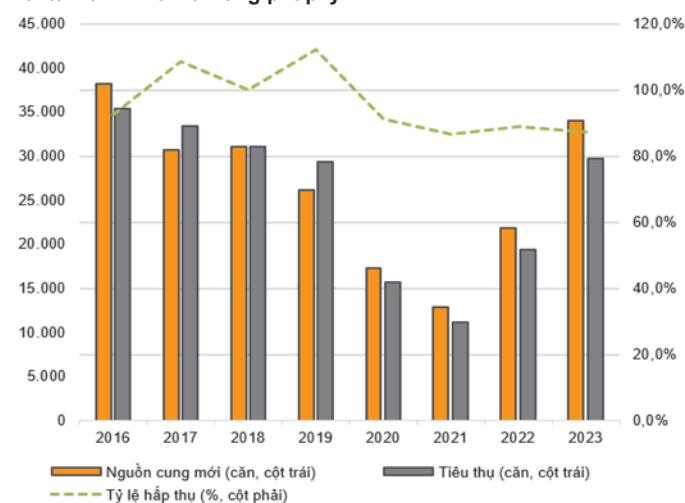
**Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi trở lại vào năm 2022-23**

Động lực tăng trưởng chính của phân khúc nội địa của ACG đến từ triển vọng của ngành bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng thị trường nhà ở sẽ phục hồi trở lại vào năm 2022, được hỗ trợ bởi 1) sự phục hồi của các yếu tố vĩ mô sẽ thúc đẩy thị trường bất động sản vào năm 2022; 2) quyết định mua nhà ở được củng cố bởi lãi suất thế chấp hợp lý; và 3) sự gia tăng nguồn cung mới nhờ việc nới lỏng các nút thắt pháp lý.

*Nguồn cung căn hộ tại TP HCM có khả năng chạm đáy*

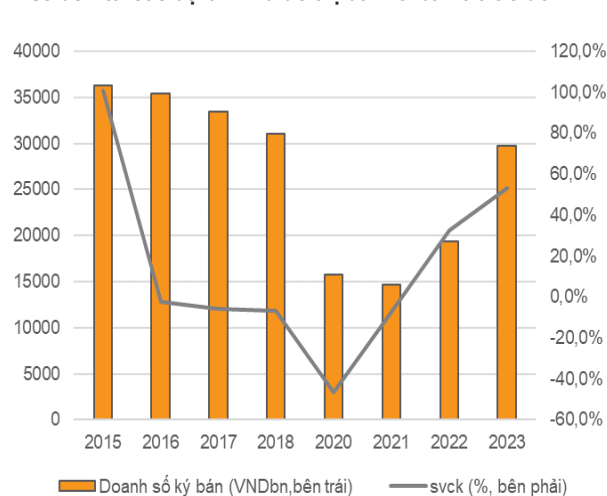
Đặc biệt, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM sẽ phục hồi mạnh mẽ từ 60-70% vào năm 2022-23, được hỗ trợ bởi các quy định mới tháo gỡ các nút thắt pháp lý như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi năm 2020. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM năm 2022 sẽ phục hồi 69,5% svck lên 22.000 căn và tăng 55,7% svck lên 34.000 căn vào năm 2023, trong đó phân khúc trung cấp tăng trở lại chiếm 30-50% tổng nguồn cung căn hộ. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở vùng ven tại TP HCM như Bình Chánh, Cần Giờ, Nhà Bè, Thủ Đức sẽ thu hút đầu tư vào năm 2022, nhờ sự phát triển cơ sở hạ tầng ở những khu vực này.

**Hình 22: Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý**



Nguồn: CBRE, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 23: Nguồn cung nhà liền thổ tại TP HCM trong nửa cuối 2021 sẽ đến từ các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó**



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Các tỉnh lân cận và vùng ven tại TP HCM tiếp tục là điểm sáng trong 2022

| Tên dự án                                          | Chủ đầu tư                   | Vị trí         | Sản phẩm                  | Diện tích đất (ha) | Mở bán     |
|----------------------------------------------------|------------------------------|----------------|---------------------------|--------------------|------------|
| <b>Công ty niêm yết</b>                            |                              |                |                           |                    |            |
| Phoenix Island                                     | NVL                          | Đồng Nai       | Thấp tầng                 | 286                | 2022       |
| Aqua Riverside                                     | NVL                          | Đồng Nai       | Thấp tầng                 | 77                 | 2022       |
| The Grand Manhatta                                 | NVL                          | Quận 1, TP HCM | Cao tầng                  | 14                 | Q4/21-2022 |
| Izumi City                                         | NLG                          | Đồng Nai       | Cao tầng, Thấp tầng       | 170                | Q4/21      |
| Clarita                                            | KDH                          | TP Thủ Đức     | Thấp tầng                 | 5,7                | 2022       |
| Armena                                             | KDH                          | TP Thủ Đức     | Thấp tầng                 | 4,3                | Q4/21      |
| 158 An Dương Vương                                 | KDH                          | Bình Tân       | Cao tầng                  | 1,8                | 2022       |
| Gem Riverside                                      | DXG                          | TP Thủ Đức     | Cao tầng                  | 6,7                | 2022       |
| Park City                                          | DXG                          | Bình Dương     | Cao tầng                  | 10                 | 2022       |
| <b>Công ty không niêm yết</b>                      |                              |                |                           |                    |            |
| One Central Saigon (trước đó The Spirit of Saigon) | Masterise - The Ritz Carlton | Quận 1, TP HCM | BDS thương hiệu           | 0,86               | 2022       |
| Empire 88 Tower                                    | Keppel Land                  | TP Thủ Đức     | Tòa nhà cao nhất Việt Nam | N/A                | 2022       |

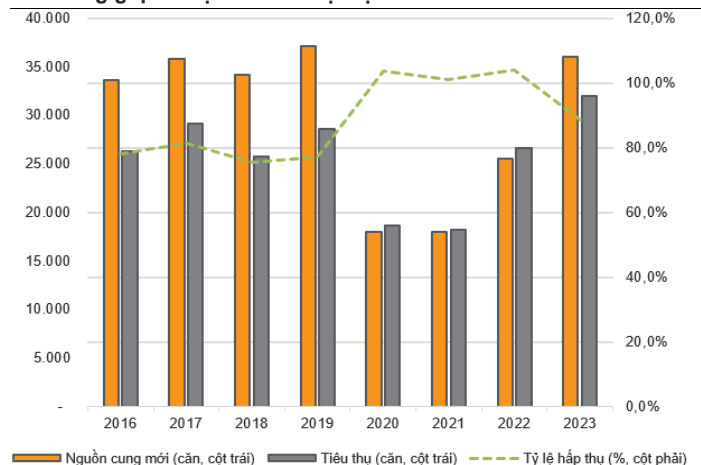
Nguồn: COLLIERS, VNDIRECT RESEARCH

### Thị trường phía Bắc: nguồn cung dồi dào ở cả căn hộ và nhà liền thổ

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng khoảng 40% svck đạt 25.600 căn trong 2022, sau đó sẽ hồi phục về mức 2018-19 với 36.100 căn trong 2023, chủ yếu đến từ phía Tây và phía Đông Hà Nội. Tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ cải thiện lên mức 90%-110% trong 2022-23, cao hơn mức 75%-90% trong 2018-19, tương đương với khoảng 27.000-32.000 căn tiêu thụ mỗi năm.

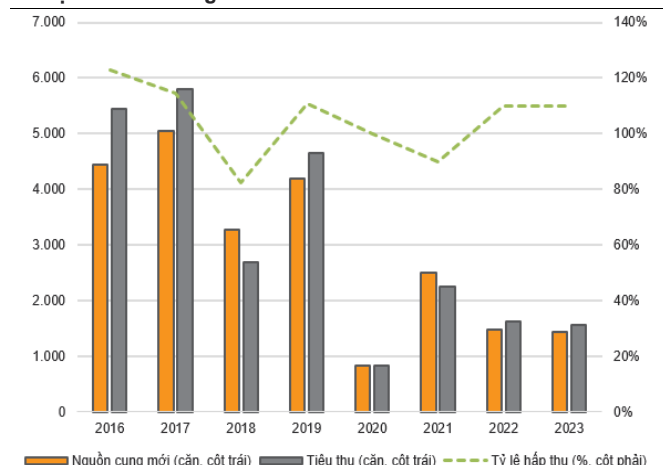
Đối với thị trường nhà liền thổ, nguồn cung mới tiếp tục phụ thuộc vào lượng mở bán tại các dự án lớn trong 2022. Theo CBRE, nguồn cung mới nhà liền thổ dự kiến giảm khoảng 40% svck còn 1.500 căn trong 2022 do sự đóng góp từ Vinhomes ít đi so với các năm trước. Thị trường được kỳ vọng sẽ có thêm các dự án lớn mở bán như Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Cổ Loa, các giai đoạn tiếp theo tại EcoPark và Gamuda City.

Hình 25: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2022 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Nguồn cung nhà liền thổ âm ảm tại Hà Nội, các tỉnh lân cận là điểm sáng



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

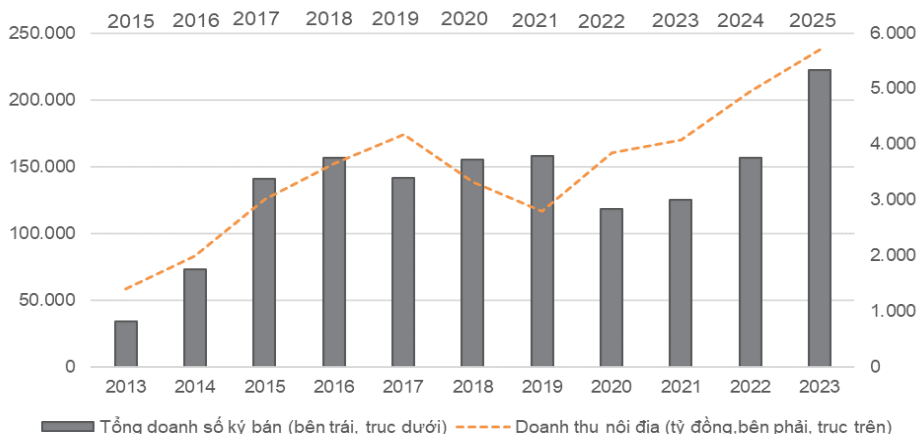
### Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa của ACG phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022-23

Với vị thế là nhà sản xuất gỗ ép hàng đầu với lượng khách hàng lớn, ACG có nhiều lợi thế hơn để giành được các hợp đồng cung cấp đồ nội thất gỗ cho các dự án khu dân cư lớn vào năm 2022. Vì thông thường, việc xây dựng một công trình nhà ở cao tầng phải mất 18-36 tháng và do các sản phẩm của ACG được sử dụng trong giai đoạn hoàn thiện nội thất cuối cùng, chúng tôi dự báo doanh thu của ACG sẽ tăng lần lượt 36,9%/12,0% svck trong năm 2022-23, nhờ doanh



thu ký bán lớn từ Hà Nội và TP HCM vào năm 2021-22. Trong năm 2024-25, chúng tôi dự báo doanh thu nội địa của ACG sẽ tăng 14,8% và 15,3% svck do ACG ưu tiên tăng trưởng doanh thu xuất khẩu và ván MDF để cải thiện biên LN gộp.

Hình 27: Chúng tôi dự phóng doanh thu của ACG sẽ tăng trưởng 36,9%/12,0% svck trong 2022-23



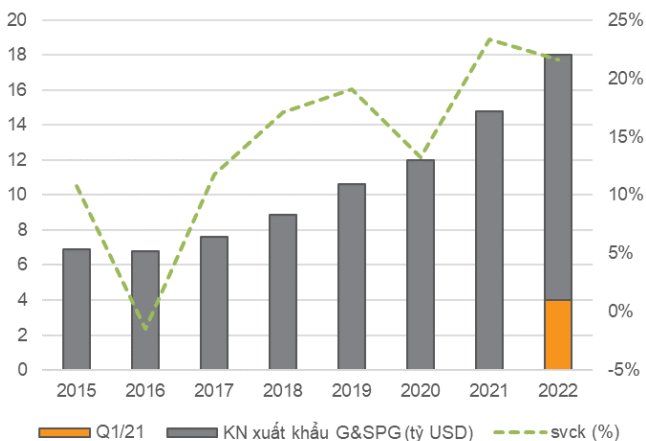
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### ACG đặt mục tiêu tăng doanh số xuất khẩu trong năm 2022-25

#### Kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam giữ vững triển vọng tươi sáng trong năm 2022

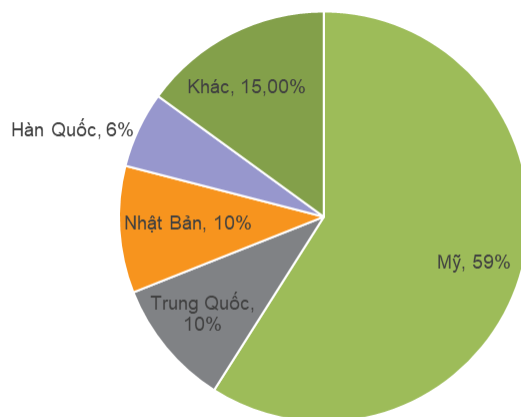
Bỏ lại những khó khăn từ COVID-19, kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) của Việt Nam năm 2021 đã tăng 19,3% lên 14,8 tỷ USD, chiếm 5% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu sản phẩm gỗ đạt 11,07 tỷ USD, (+16,1% svck); chiếm 74% tổng kim ngạch xuất khẩu gỗ, giảm từ 77,2% năm 2020. Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn dự báo kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam đạt 18 tỷ USD (+20% so với cùng kỳ) vào năm 2022 nhờ chi phí lao động cạnh tranh và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu. Chúng tôi cho rằng ngành gỗ Việt Nam sẽ hoàn thành kế hoạch của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn khi kim ngạch xuất khẩu gỗ đạt 4,0 tỷ đồng trong 3 tháng đầu năm (+5,6% so với cùng kỳ) bất chấp những thách thức từ dịch bệnh và tình trạng thiếu container toàn cầu cho hoạt động xuất khẩu.

Hình 28: Kim ngạch xuất khẩu gỗ trong 3 tháng đầu năm 2021, tăng 5,6% so với cùng kỳ, lên 4,0 tỷ đồng



Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu gỗ lớn nhất của Việt Nam vào năm 2021



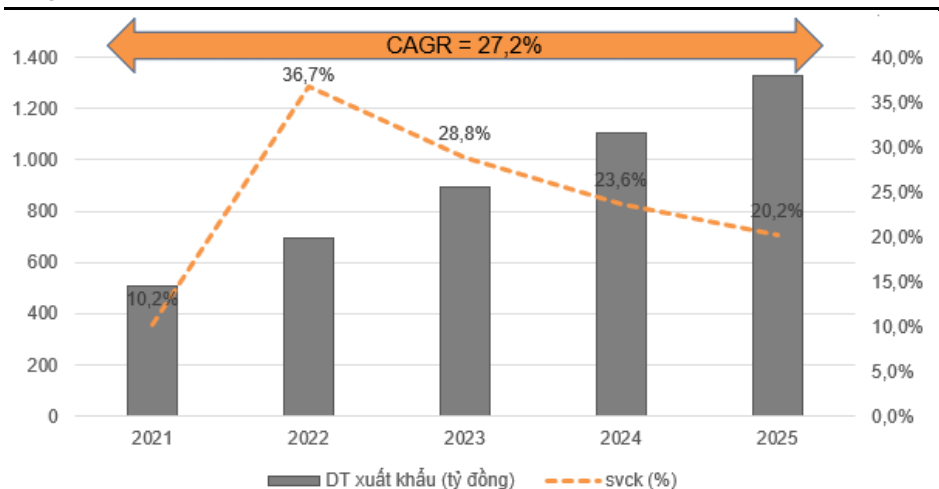
Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu xuất khẩu sẽ tăng trưởng mạnh nhờ nhu cầu ngày càng tăng từ thị trường Mỹ

Mỹ - thị trường xuất khẩu G&SPG lớn nhất của Việt Nam, đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 14% về giá trị xuất khẩu trong giai đoạn 2015-2021. Đáng chú ý, kim ngạch xuất khẩu G&SPG tới thị trường Mỹ năm 2021 đã tăng 22,4% so với cùng kỳ lên 8,7 tỷ USD, chiếm 59% kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam. Chúng tôi tin rằng nhu cầu mua nhà bùng nổ ở Mỹ sẽ làm tăng hoạt động mua sắm đồ nội thất của người Mỹ. Grand View Research dự báo giá trị thị trường đồ nội thất bằng gỗ của Mỹ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép đạt 7,9% trong năm 2021-27, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng đáng kể trong các công trình xây dựng nhà ở cho gia đình và xu hướng sử dụng đồ nội thất bằng gỗ nhờ tính thẩm mỹ vượt trội.

Chúng tôi kỳ vọng rằng ACG có vị thế tốt để nắm bắt các cơ hội xuất khẩu nhờ vào chất lượng sản phẩm đã được chứng minh và thành tích với các khách hàng lớn. ~50% hàng xuất khẩu của ACG đến Mỹ trong khi 50% còn lại chủ yếu đến Canada và Hồng Kông. Theo ban lãnh đạo, các khách hàng lớn như Walmart và Home Depot đánh giá cao chất lượng sản phẩm cũng như tốc độ giao hàng của ACG và do đó có kế hoạch tăng đơn đặt hàng của họ với ACG. Ngoài xuất khẩu trực tiếp, ACG sẽ tăng cường xuất khẩu từ việc bán các tấm gỗ trang trí cho các nhà xuất khẩu địa phương khác sử dụng các tấm gỗ của ACG cho các bộ phận và đồ nội thất bằng gỗ của họ. Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu của ACG sẽ tăng trưởng kép với tốc độ 27,2% trong năm 2021-25, trong đó Mỹ là thị trường xuất khẩu chính, chiếm 60% doanh thu xuất khẩu của ACG trong năm 2022. Do đó, tỷ trọng đóng góp doanh thu xuất khẩu sẽ tăng từ 15% trong năm 2021 lên 18% năm 2025.

**Hình 30: Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu của ACG đạt tăng trưởng kép 27,2% trong 2021-25**

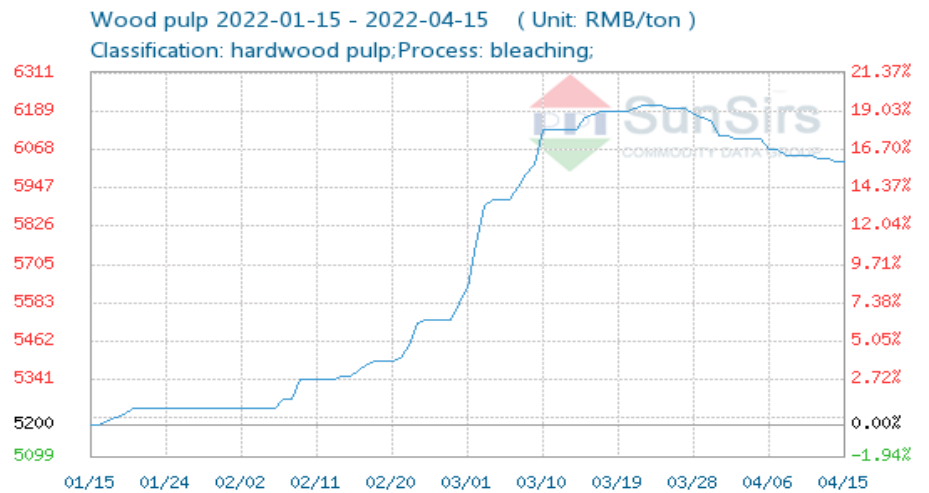


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Nguyên liệu đầu vào và chi phí vận chuyển tăng ảnh hưởng đến biên LN gộp trong năm 2022-23

Xung đột Nga-Ukraine đã ngăn chặn nguồn cung cấp nguyên liệu gỗ, dẫn đến giá nguyên liệu gỗ tăng cao trong quý 1/2022. Theo Sunir, giá bột gỗ của Trung Quốc đã tăng 15% so với cùng kỳ, đạt 6.068 nhân dân tệ/tấn. Chúng tôi cho rằng xung đột Nga-Ukraine kéo dài có thể ảnh hưởng đến biên LN gộp của ACG trong năm 2022 do 30% tấm PB của ACG được xuất khẩu từ Trung Quốc và EU. Chúng tôi dự báo nguyên liệu đầu vào của ACG tăng 10% svck trong năm 2022 và giảm 5% svck trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng ACG sẽ tăng giá bán bình quân 5% vào năm 2022 sau khi giá nguyên liệu đầu vào tăng.

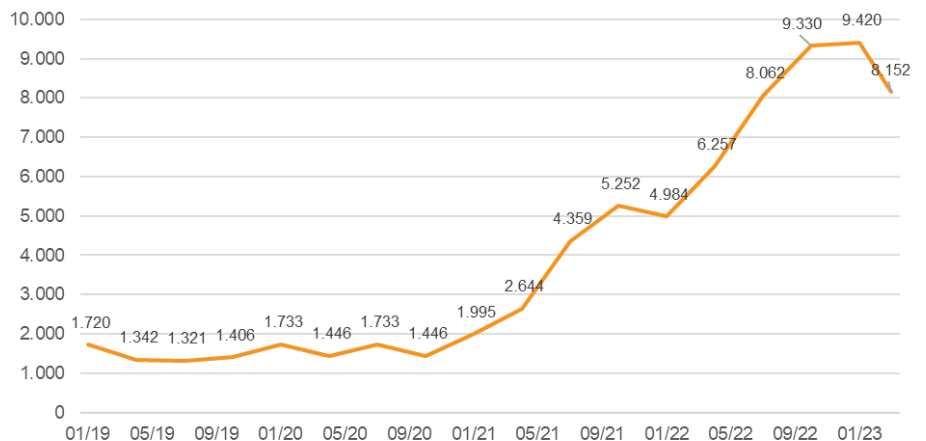
Hình 31: Giá bột gỗ Trung Quốc tăng 15% so với cùng kì



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chi phí vận chuyển container đã tăng từ 1.500 USD vào tháng 7 năm 2019 lên gần 8.152 USD vào ngày 22 tháng 3, tăng gần 6 lần trong vòng 5 năm. Đáng chú ý, dịch bệnh Covid-19 cũng gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung gỗ tại một số quốc gia cung cấp gỗ chính cho Việt Nam, đặc biệt là đối với các nguồn có rủi ro thấp như Mỹ và các nước Châu Âu. Chúng tôi cho rằng chi phí logistic cao có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của ACG trong năm 2022.

Hình 32: Chỉ số giá cước vận tải container toàn cầu đạt 8.152 USD vào ngày 22/03



Nguồn: Freightos, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng trưởng 30%/29% trong 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2022 của ACG sẽ tăng trưởng lần lượt 38% và 30% so với cùng kỳ nhờ:

- Doanh thu nội địa tăng 37,8% so với cùng kỳ do nhu cầu bị dồn nén sau giãn cách xã hội. Doanh thu xuất khẩu tăng 36,6% svck nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường nhà ở Mỹ.
- Biên LN gộp giảm 1,4 điểm % do tắc nghẽn chuỗi cung ứng dẫn đến giá nguyên liệu đầu vào tăng cao.
- Chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm 1,5% xuống 13,2% nhờ công nghệ bán hàng tối ưu hóa với Cabinet Pro.

Đối với năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của ACG tăng 28% so với cùng kỳ và lợi nhuận ròng tăng 29% svck nhờ:

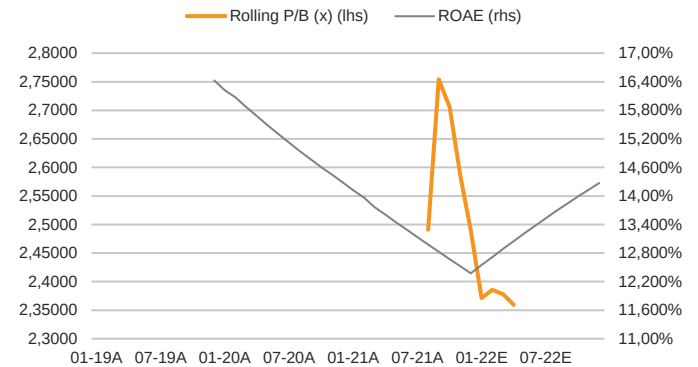
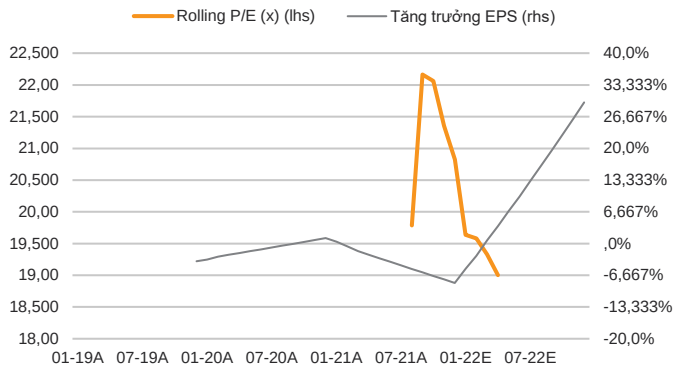
- Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sản xuất gỗ MDF sẽ hoạt động 50% công suất, đạt 600 tỷ đồng do nhà máy dự kiến vận hành thương mại vào Q3/23. Doanh thu xuất khẩu tăng 28,7% svck do ACG tập trung mở rộng khách hàng tại thị trường Hoa Kỳ và Canada.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 0,8 điểm % nhờ lợi nhuận gộp tăng từ nhà máy gỗ MDF và giá nguyên liệu đầu vào giảm.

**Hình 33: Dự phóng KQKD ACG của VNDIRECT giai đoạn 2022-23**

| Đơn vị (tỷ đồng)         | 2020   | 2021   | 2022  | 2023  |
|--------------------------|--------|--------|-------|-------|
| Doanh thu thuần          | 3.754  | 3.294  | 4.535 | 5.803 |
| svck (%)                 | -15,4% | -12,3% | 37,7% | 28,0% |
| Nội địa                  | 3.293  | 2.786  | 3.841 | 4.310 |
| Xuất khẩu                | 461    | 508    | 694   | 894   |
| Ván MDF                  | -      | -      | -     | 600   |
| % Doanh thu              |        |        |       |       |
| Nội địa                  | 87,7%  | 84,6%  | 84,7% | 74,3% |
| Xuất khẩu                | 12,3%  | 15,4%  | 15,3% | 15,4% |
| Ván MDF                  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  | 10,3% |
| LN gộp                   | 1.141  | 1.453  | 1.755 | 1.964 |
| Biên LN gộp              | 27,1%  | 27,2%  | 25,8% | 26,6% |
| CHBH và CPQLDN           | (550)  | (484)  | (599) | (766) |
| CHBH và CPQLDN/Doanh thu | 14,7%  | 14,7%  | 13,2% | 13,2% |
| LN trước thuế            | 562    | 546    | 709   | 912   |
| Thuế                     | (70)   | (95)   | (123) | (159) |
| LN ròng                  | 492    | 451    | 585   | 753   |
| EPS                      | 3.607  | 3.308  | 4.290 | 5.520 |
| svck (%)                 | -30%   | -8%    | 30%   | 29%   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND)                              | 12-21A     | 12-22E     | 12-23E     |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần                       | 3.294      | 4.535      | 5.803      |
| Giá vốn hàng bán                      | (2.398)    | (3.366)    | (4.259)    |
| Chi phí quản lý DN                    | (100)      | (127)      | (162)      |
| Chi phí bán hàng                      | (384)      | (472)      | (604)      |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>412</b> | <b>571</b> | <b>778</b> |
| EBITDA thuần                          | 199        | 369        | 415        |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>213</b> | <b>202</b> | <b>364</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>412</b> | <b>571</b> | <b>778</b> |
| Thu nhập lãi                          | 154        | 169        | 186        |
| Chi phí tài chính                     | (24)       | (39)       | (62)       |
| Thu nhập ròng khác                    | 4          | 7          | 9          |
| TN từ các Cty LK & LD                 | 0          | 0          | 0          |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>546</b> | <b>709</b> | <b>912</b> |
| Thuế                                  | (95)       | (123)      | (159)      |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | 0          | 0          | 0          |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>451</b> | <b>585</b> | <b>753</b> |
| Thu nhập trên vốn                     | 451        | 585        | 753        |
| Cổ tức phổ thông                      | (105)      | (58)       | (210)      |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>346</b> | <b>527</b> | <b>543</b> |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 99           | 107          | 257          |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 1.528        | 1.375        | 963          |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 619          | 689          | 882          |
| Hàng tồn kho                     | 1.380        | 1.741        | 2.004        |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 25           | 56           | 72           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>3.651</b> | <b>3.969</b> | <b>4.177</b> |
| Tài sản cố định                  | 536          | 1.657        | 2.358        |
| Tổng đầu tư                      | 275          | 275          | 275          |
| Tài sản dài hạn khác             | 521          | 227          | 291          |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>4.983</b> | <b>6.128</b> | <b>7.101</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 567          | 680          | 580          |
| Phải trả người bán               | 289          | 337          | 426          |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 340          | 406          | 519          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>1.197</b> | <b>1.423</b> | <b>1.526</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 0            | 500          | 700          |
| Các khoản phải trả khác          | 10           | (217)        | 78           |
| Vốn điều lệ và                   | 877          | 1.364        | 1.364        |
| LN giữ lại                       | 1.457        | 1.513        | 1.846        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>3.777</b> | <b>4.422</b> | <b>4.798</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>4.983</b> | <b>6.128</b> | <b>7.101</b> |

### Báo cáo LCTT

| (tỷ VND)                        | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>546</b>   | <b>709</b>   | <b>912</b>   |
| Khấu hao                        | 202          | 364          | 650          |
| Thuế đã nộp                     | (95)         | (123)        | (159)        |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (139)        | (153)        | (413)        |
| <b>Thay đổi VLD</b>             | <b>(392)</b> | <b>(479)</b> | <b>(570)</b> |
| <b>LC tiền thuần HKKD</b>       | <b>122</b>   | <b>317</b>   | <b>420</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                     | (13)         | (1.350)      | (1.050)      |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 0            | 0            | 0            |
| Các khoản khác                  | 129          | 169          | 186          |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | (289)        | 583          | 381          |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(173)</b> | <b>(598)</b> | <b>(483)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 30           | 0            | 0            |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     |              |              |              |
| Tiền vay ròng nhận được         | 258          | 408          | 444          |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | (87)         | (61)         | (19)         |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (105)        | (58)         | (210)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>97</b>    | <b>289</b>   | <b>214</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 53           | 99           | 107          |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>46</b>    | <b>7</b>     | <b>151</b>   |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 99           | 107          | 258          |

### Các chỉ số cơ bản

|                                 | 12-21A  | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|---------|--------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |         |        |        |
| Biên LN ròng                    | 13,7%   | 12,9%  | 13,0%  |
| Vòng quay TS                    | 0,70    | 0,82   | 0,88   |
| ROAA                            | 9,6%    | 10,5%  | 11,4%  |
| Đòn bẩy tài chính               | 1,29    | 1,36   | 1,43   |
| ROAE                            | 12,4%   | 14,3%  | 16,3%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |        |        |
| Số ngày phải thu                | 58,8    | 51,4   | 51,4   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 210,1   | 188,9  | 171,7  |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 44,0    | 36,5   | 36,5   |
| Vòng quay TSCĐ                  | 5,61    | 4,14   | 2,89   |
| ROIC                            | 10,4%   | 10,4%  | 12,4%  |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |        |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 3,1     | 2,8    | 2,7    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 1,9     | 1,6    | 1,4    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 1,4     | 1,0    | 0,8    |
| Vòng quay tiền                  | 224,9   | 203,7  | 186,6  |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |         |        |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | (12,3%) | 37,7%  | 28,0%  |
| Tăng trưởng LN từ HKKD          | (11,9%) | 38,6%  | 36,3%  |
| Tăng trưởng LN ròng             | (8,3%)  | 29,7%  | 28,7%  |
| Tăng trưởng EPS                 | (8,3%)  | 29,7%  | 28,7%  |

Nguồn: VND RESEARCH



## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

|                     |                                                                 |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>KHẢ QUAN</b>     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| <b>TRUNG LẬP</b>    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| <b>KÉM KHẢ QUAN</b> | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị ngành**

|                   |                                                                                                  |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>TÍCH CỰC</b>   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| <b>TRUNG TÍNH</b> | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| <b>TIÊU CỰC</b>   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### **Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích**

Email: [hao.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:hao.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>