

## Ngành VLXD

Báo cáo lần đầu

Tháng 12, 2021

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	<b>93.189</b>
Giá thị trường (20/12/2021)	110.000
Lợi nhuận kỳ vọng	-15%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	102.000-125.900
Vốn hóa	9.640 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	87.640.744
KLGD bình quân 10 ngày	104.470
% sở hữu nước ngoài	38,37%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	N/a

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Trần Phương Thảo**

(84 28) 3914.6888 ext 207

tranphuongthao@baoviet.com.vn

## Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn

Chúng tôi phát hành Báo cáo lần đầu đối với CTCP Gỗ An Cường (UPCOM: ACG) với khuyến nghị **NEUTRAL** và giá mục tiêu 1 năm là **93.189 đồng/cp** dựa theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF). ACG được biết đến là công ty sản xuất gỗ công nghiệp hàng đầu thị trường Việt Nam với 55% thị trường nguyên liệu gỗ công nghiệp và vật liệu trang trí bao gồm tấm MFC, tấm laminate, tấm acrylic tại Việt Nam phân khúc trung cấp và cao cấp.

- **Ngành gỗ và sản xuất gỗ có sức đẩy mạnh mẽ:** Bất chấp những khó khăn của COVID-19, kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) của Việt Nam năm 2020 bền bỉ và tăng đáng kể 16,3% YOY lên 12,27 tỷ USD, chiếm 5% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam và tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2015-2020 đạt 12,4%. Sức bật của ngành gỗ công nghiệp Việt Nam, khi trong 5 năm trở lại đây, ngành gỗ dán của Việt Nam có tốc độ phát triển mạnh mẽ, đạt bình quân trên 31%/năm. Tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ cả thị trường trong nước và xuất khẩu là hiện hữu với ACG.
- **Lợi thế cạnh tranh nổi bật so với đối thủ:** ACG còn có lợi thế về portfolio lớn và đầy đủ các sản phẩm và giải pháp tích hợp. Tập khách hàng của ACG lớn, lâu năm và ACG có mạng lưới bán hàng khắp cả nước nhờ tích cực triển khai bán hàng đa kênh.
- **Triển vọng tăng trưởng dài hạn phụ thuộc vào giải quyết đầu ra:** BVSC dự báo doanh thu và LNST năm 2021 của ACG lần lượt là 3.508 tỷ đồng (-6,5% YOY) và 458 tỷ đồng (-6,9% YOY). Với công suất hoạt động của cả hai nhà máy vào khoảng 60-70% như hiện tại tương ứng doanh thu khoảng 4.000-4.500 tỷ đồng mỗi năm; với giá định giá bán mỗi năm tăng khoảng 5%-7%, ACG còn dư địa tăng trưởng doanh thu khoảng 80%-100% khi hoạt động với 100% công suất thiết kế. Với điều kiện ACG tăng được thị phần từ đối thủ và thị trường gỗ công nghiệp phát triển mạnh mẽ, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACG là hiện hữu. BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận 2022 lần lượt là 4.232 tỷ đồng (+20,6% YOY) và 568 tỷ đồng (+24% YOY); về cơ bản trở về với tình hình hoạt động kinh doanh như năm 2019.
- **Khuyến nghị:** ACG đang giao dịch với mức PE 19,6x, đây là mức PE rất cao so với các DN gỗ tại Việt Nam. Với việc chưa có luận cứ thuyết phục về việc ACG sẽ giành thị phần đủ để chắc chắn có thể giải quyết được đầu ra cho hai nhà máy hoạt động với 100% công suất trong 2025. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** và giá mục tiêu 1 năm là **93.189 đồng/cp** dựa theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF). EPS 2021 của ACG đạt 5.223 đồng/cp và P/E trailing và forward của ACG lần lượt là 16,1x và 14,6x.

## Tổng quan

### 1. Nhà cung cấp gỗ trang trí hàng đầu Việt Nam và Đông Nam Á

Chiếm 55% thị trường nguyên liệu gỗ công nghiệp và vật liệu trang trí bao gồm tấm MFC, tấm laminate, tấm acrylic tại Việt Nam phân khúc trung cấp và cao cấp. ACG hiện tại sở hữu và vận hành hơn 23 showrooms trên toàn quốc. Với mức độ đa dạng sản phẩm vượt trội, quy mô lớn và năng lực quản lý vững chắc, ACG đánh bại các công ty cùng ngành về chất lượng và giá cả.

### 2. Hoạt động kinh doanh ổn định

Doanh thu và LNST năm 2020 đạt lần lượt 3.753 tỷ đồng (-28,9% YOY, bằng 87% kế hoạch) và 492 tỷ đồng (129,3% kế hoạch). Doanh thu thuần giảm do Công ty mẹ tái tổ chức hoạt động sản xuất kinh doanh theo hướng chuyển một số ngành hàng về cho công ty con vừa đi vào hoạt động ở KCN KSB tỉnh Bình Dương; và giảm bán hàng trên kênh công trình để đảm bảo an toàn trong việc thu nợ. Kết quả kinh doanh của ACG khá khả quan trong bối cảnh khó khăn do dịch bệnh COVID-19 và sự đi xuống của thị trường BĐS trong phân khúc căn hộ. Công ty phản ứng khá nhanh nhạy trong việc giảm thiểu rủi ro và quản lý chi phí rất tốt. Mặc dù doanh thu giảm và không đạt kế hoạch, cả biên LNG và biên LNR đều được cải thiện đạt 27,1% (+2,2% YOY) và 13,1% (+2,1% YOY). Nguyên nhân chính là do (i) đưa các hệ thống máy móc hiện đại vào vận hành và nâng cao hoạt động tự động hoá trong sản xuất kinh doanh; (ii) nâng cao công suất hoạt động của nhà máy để tối ưu hoá chi phí và tận dụng lợi thế về quy mô; (iii) ưu tiên sản phẩm và đơn hàng có lợi nhuận tốt và an toàn để giảm thiểu nợ xấu hoặc lỗ.

**Bảng 1: KQKD giai đoạn 2017 – 2020**

	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3.184	3.873	4.435	3.754
YoY %	71,3%	21,6%	14,5%	-15,4%
LNST (tỷ VND)	515	505	486	492
YoY %	54,5%	-1,9%	-3,8%	1,2%
Biên LNG %	33,8%	30,2%	24,8%	27,1%
Biên LNR %	16,2%	13,0%	11,0%	13,1%
EPS (VND/cp)	11.840	11.256	5.673	5.633
Tiền / Tổng tài sản	3,4%	0,9%	1,6%	1,2%
Nợ vay/Tổng tài sản (D/A)	3%	9%	5%	7%

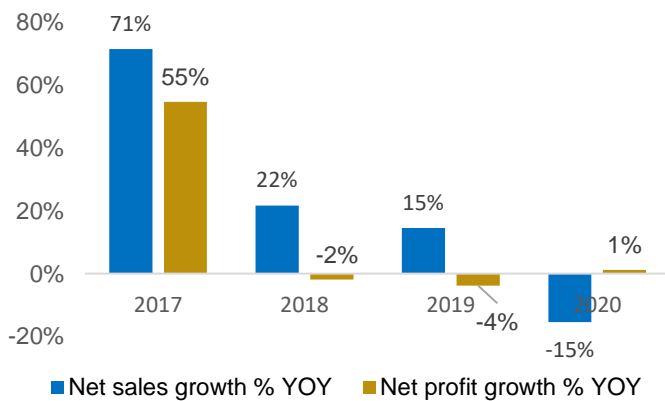
*Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp*

Việc mở rộng nhà máy và tăng 3 lần diện tích sản xuất từ 70.000m<sup>2</sup> lên 240.000m<sup>2</sup> năm 2018, ACG tăng khả năng đáp ứng nhu cầu cả thị trường trong nước và nội địa. Đặc biệt mở rộng thị trường xuất khẩu, đóng góp doanh thu từ 6% năm 2018 tăng lên 12% năm 2020, điều này giúp ACG giảm sự phụ thuộc vào thị trường BĐS Việt Nam và tăng tính ổn định của doanh thu.

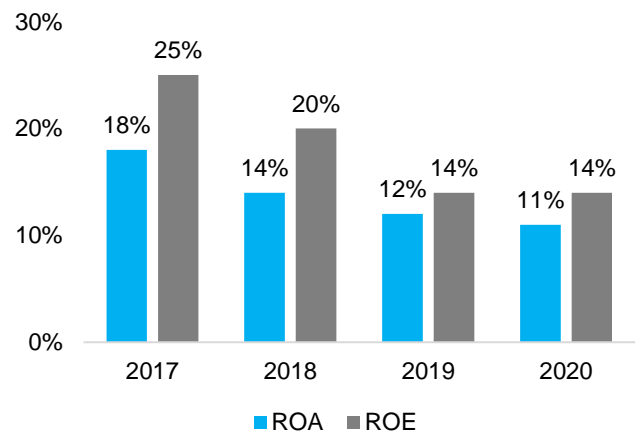
Tuy nhiên, chỉ số CAGR doanh thu trong giai đoạn 2017-2020 đạt 4,2%, so với 2017 doanh thu năm 2020 gần như không tăng, CAGR giai đoạn này rất thấp so với tăng trưởng trong giai đoạn 2014-2017. ACG mở rộng nhà máy vào năm 2018 khi mà thị trường bất động sản tương đối chao đảo do vụ cháy chung cư Carina, câu chuyện quy hoạch Thủ Thiêm và cơn sốt đất nền khắp Bắc-Trung-Nam. Vụ cháy chung cư Carina khiến vấn đề an toàn PCCC chung cư được thực hiện nghiêm ngặt, và nhu cầu mua chung cư của người dân trong Q3.2018 giảm đáng kể. Với giá đất nền tăng chóng mặt, NHNN đã siết tín dụng vào BĐS khiến doanh nghiệp gặp khó khi vay ngân hàng triển khai dự án. Và việc thất lạc bản đồ quy hoạch tỷ lệ 1/5.000 KĐT Thủ Thiêm và các sai phạm trong thời gian quy hoạch khu vực này đã dẫn đến hàng nghìn dự án BĐS trên cả nước bị rà soát, kiểm tra và nhiều nơi cấm phân lô bán nền. Hàng loạt các sự kiện liên tục xảy ra làm nguồn cung BĐS giảm mạnh trong 2018-2019, với 70%-80% khách hàng của ACG là các nhà phát triển BĐS lớn, ACG gặp khó trong vấn đề giải quyết đầu ra và chi phí khấu hao tăng cao do nhà máy mới đi vào hoạt động. Điều này giải thích cho việc tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần năm 2018 đột ngột giảm xuống 21,6% từ 71,3% của năm 2017. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng cũng giảm theo đó.

ACG có một bảng cân đối kế toán khá lành mạnh khi tỉ lệ tiền mặt trên tổng tài sản ở mức cao và nợ vay thấp luôn dưới 9% qua các năm.

**Hình 1: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bị ảnh hưởng do mở rộng nhà máy và xây thêm nhà máy mới năm 2018**

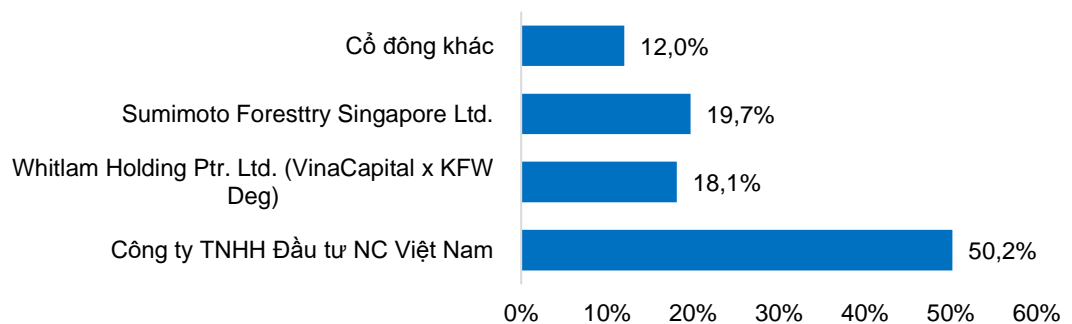


**Hình 2: Tỉ lệ ROA và ROE đều ở mức cao, giảm nhẹ từ năm 2018 do tăng mạnh đầu tư mở rộng sản xuất**



**3. Đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm**

**Hình 3: Cơ cấu cổ đông**



Tính đến 30/06/2021, các cổ đông lớn nhất của ACG bao gồm Công ty TNHH Đầu tư NC Việt Nam (50,2%), Whitlam Holding (18,1%) và Sumimoto Forestry (19,7%). Ông Lê Đức Nghĩa (Chủ tịch HĐQT không điều hành) địa diện sở hữu 43.861.200 cổ phiếu cho công ty TNHH Đầu tư NC Việt Nam. Công ty TNHH Đầu tư NC Việt Nam do ông Lê Đức Nghĩa sở hữu 80% vốn điều lệ và giữ chức vụ Giám đốc. Với cơ cấu cổ đông với 88% đến từ nhà đầu tư tổ chức, ACG được quản lý và giám sát bởi các chuyên gia có nhiều kinh nghiệm đa dạng trong lĩnh vực sản xuất và chế biến gỗ, tài chính, đầu tư và quản lý. Điều này giúp ACG có lợi thế về định hướng chiến lược Công ty, quản lý chi phí hiệu quả, và cân nhắc kĩ càng trước các quyết định đầu tư mới.

## Lợi thế cạnh tranh nổi bật

Các đối thủ cạnh tranh trực tiếp của ACG trong các mảng kinh doanh chính như sau:

- (a) Mảng ván: Hafele, AICA, ...
- (b) Mảng nội thất công trình: Gỗ Trường Thành, Casta, ...

ACG có các lợi thế cạnh tranh nổi bật so với đối thủ cạnh tranh trên nhiều phương diện:

### 1. Nhà máy mới là động lực tăng trưởng trong tương lai khi thị trường BĐS nóng trở lại

Trong năm 2018, ACG đầu tư nhà máy mới với trang thiết bị máy móc hơn 1000 tỷ đồng đồng thời mở rộng nhà máy cũ, nâng tổng diện tích nhà máy lên 240.000m<sup>2</sup>. Điều này là động lực giúp thị phần được gia tăng và mở rộng thêm tệp khách hàng. Hiện tại hai cụm nhà máy An Cường tập trung tại tỉnh Bình Dương: Tân Uyên và Bắc Tân Uyên và hệ thống kho bãi phân phối thì rải trên khắp cả nước. Các sản phẩm chính mà nhà máy đang sản xuất là gỗ công nghiệp, tấm trang trí (decorative panels), ván sàn, cửa gỗ, phụ kiện (hardware), gia công sản phẩm thành phần (components), sản xuất nội thất xuất khẩu, nội thất rời và thiết bị nhà bếp.

An Cường có nhiều dòng sản phẩm, mỗi dòng sản phẩm có công suất thiết kế riêng và công suất thực tế còn phụ thuộc và các đặc tính của sản phẩm như độ dày, hoặc các bước/công đoạn sản xuất. Có ba nhóm sản phẩm chiếm công suất lớn như sau:

- Sản xuất ván: 24.000.000 tấm/năm.
- Sản xuất sản phẩm thành phần/nội thất: 840.000 sản phẩm/năm.
- Ván sàn: 5.000.000 m<sup>2</sup>/năm.

Với công suất hoạt động của cả hai nhà máy vào khoảng 60-70% như hiện tại tương ứng doanh thu khoảng 4.000-4.500 tỷ đồng mỗi năm; với giả định giá bán mỗi năm tăng khoảng 5%-7%, ACG còn dư địa tăng trưởng doanh thu khoảng 80%-100% khi hoạt động với 100% công suất thiết kế. Biên lợi nhuận cũng cải thiện dần do giảm chi phí khấu hao trên từng đơn vị sản phẩm. Với điều kiện ACG tăng được thị phần từ đối thủ và thị trường gỗ công nghiệp phát triển mạnh mẽ, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACG là hiện hữu.

### 2. Nguyên vật liệu chính

Công ty sử dụng hai loại nguyên vật liệu (NVL) chính là ván dăm PB và ván sợi MDF. Tận dụng tài nguyên rừng và khí hậu của Việt Nam, phần lớn NVL của ACG có nguồn gốc trong nước. Gỗ chiếm tỷ trọng từ 40-60% giá thành sản phẩm.

**Bảng 2: Các loại NVL đầu vào của ACG**

Loại NVL	Trong nước	Xuất khẩu
<b>Ván dăm PB</b> Nguồn cung ổn định với nhà cung cấp trong nước là Công ty TNHH Vina Eco Board	70%	30%
<b>Ván sợi MDF</b> Nguồn cung phong phú từ Việt Nam, Thái Lan, Đài Loan	98%	2%
<b>Ván ép Plywood</b> Tỷ trọng không đáng kể và không ảnh hưởng nhiều tới chi phí đầu vào	5%	95%

Giá NVL gỗ đầu vào ở Việt Nam tăng mạnh trong thời gian gần đây do giá mủ cao su đang trên đà phục hồi do đó giảm nhu cầu chặt và thanh lý vườn cao su; và gia tăng nhu cầu mạnh với gỗ NVL khi mà các nhà máy ván MDF đầu tư dây chuyền hoạt động mới. Tuy nhiên giá NVL đầu vào của ACG không tăng nhiều qua các năm khi mà giá nhập khẩu gỗ từ Thái Lan không tăng. Trong năm 2020 công ty đã tăng giá bán 5-7% để điều chỉnh theo tỷ lệ tương ứng trên giá tăng NVL đầu vào.

### 3. **Đầy đủ các sản phẩm và giải pháp tích hợp**

#### (a) Bề mặt và giải pháp

Dẫn đầu thị trường Việt Nam với hơn 70% thị phần ván MFC và tấm laminate. Các sản phẩm tiêu biểu gồm tấm Melamine, Acrylic, Tay nắm U, J, K, Z, Laminate, Veneer, Ván IMO3. Các tấm trang trí được làm từ nhiều loại vật liệu, có nhiều màu sắc, hình dạng và kích thước.



#### (b) Giải pháp nội thất

Phần mềm CabinetPro giúp khách hàng có thể tự thiết kế không gian của mình chỉ trong vòng chưa tới 2 tiếng. Cung cấp toàn diện các sản phẩm gỗ nội thất và giải pháp theo đơn đặt hàng. Mô hình toàn diện giúp khách hàng tiết kiệm thời gian trong khâu thiết kế, tìm nhà thầu thi công cũng như nhận được sản phẩm như ý với chất lượng đồng bộ. Các sản phẩm tiêu biểu: CabinetPro, Phủ film chống xước veneer, Laminate uốn cong, cửa gỗ công nghiệp.

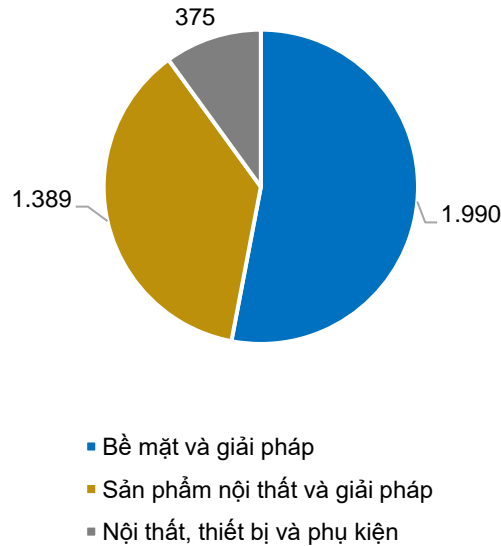


#### (c) Nội thất, thiết bị và phần cứng

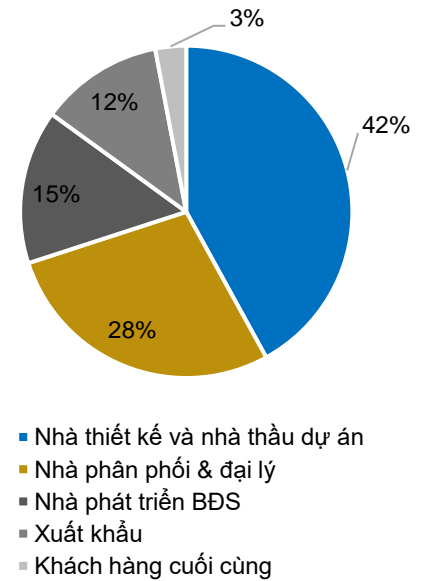
Sở hữu thương hiệu đồ nội thất và thiết bị nhà bếp thông qua quan hệ hợp tác đối tác toàn cầu. Các phụ kiện trang trí và đồ đạc được cung cấp bởi Aconcept, Hettich và Imundex. Các sản phẩm đồ dùng nhà bếp được cung cấp thông qua các đối tác chiến lược Copreci và Eurokera.



**Hình 4: Đóng góp doanh thu từ ba mảng sản phẩm chính**



**Hình 5: Đóng góp doanh thu từ các kênh bán hàng chính**



**4. Tập khách hàng trung thành**

ACG tận dụng phương thức bán hàng đa kênh để tăng khả năng tiếp cận với khách hàng. ACG có ba kênh bán hàng chính sau:

- (a) Sale dự án: Đội ngũ sales trải khắp cả nước chủ yếu là tại các thành phố lớn và ohois hợp chặt chẽ với các nhà phát triển BĐS để sớm xác định các dự án tiềm năng. ACG là nhà cung cấp lâu năm cho các công ty BĐS lớn như Vinhomes, Novaland, CapitalLand, Keppel Land, Nam Long, Hưng Thịnh, ...
- (b) Nhà phân phối & đại lý: Sản phẩm được bán cho các Kiến trúc sư, đơn vị thi công thiết kế, nhà thầu dự án và khách hàng tiêu dùng. ACG hợp tác chặt chẽ với các công ty thiết kế và kiến trúc hàng đầu như KAZE, AA Corporation, NQH Architects, ...
- (c) Xuất khẩu: Hai thị trường xuất khẩu chính của ACG là Mỹ và Canada chiếm lần lượt là 51% và 30% doanh thu xuất khẩu năm 2020. ACG nhận các đơn đặt hàng OEM từ các khách hàng trên toàn cầu có thể kể tới như Walmart, The home depot, Tiger Industrials, Corsair, ...

Mạng lưới phân phối rộng khắp với hơn 23 showrooms trên toàn quốc giúp ACG mở rộng phạm vi hoạt động trong nước và quốc tế. Điều này đem đến cho ACG sự ổn định về doanh thu và khả năng tự chủ nắm bắt các cơ hội tăng trưởng mới. Tuy nhiên, với phần lớn khách hàng là các nhà phát triển BĐS, KQKD của ACG phụ thuộc rất lớn vào tình hình kinh doanh BĐS cũng như số lượng các dự án mới được khởi công. Doanh thu xuất khẩu của ACG hiện tại chiếm 12% doanh thu, tạo tiềm năng tăng trưởng đáng kể trên thị trường quốc tế. Điều này giúp ACG đảm bảo đầu ra cho nhà máy sử dụng công suất ngay lập tức và giảm nguy cơ tập trung khách hàng theo địa lý. ACG đặt mục tiêu 15 – 18% doanh thu xuất khẩu vào năm 2025. Các sản phẩm xuất khẩu của ACG là vanity, laundry cabinet (tủ giặt quần áo), bedroom furniture, office furniture, kitchen cabinet, ship building materials (vật liệu dành cho đóng tàu).

## Sức đẩy mạnh mẽ từ Ngành Gỗ và sản xuất Gỗ Việt Nam

### Các doanh nghiệp có đang bỏ sót thị trường trong nước?

Thị trường gỗ công nghiệp Việt Nam khá phân mảnh, theo con số thống kê của Tổng cục lâm nghiệp, tính tới 2020, cả nước có 115 doanh nghiệp trực tiếp sản xuất gỗ dán trong đó số dự án có vốn FDI là 53. Số doanh nghiệp FDI trong ngành sản xuất gỗ dán biến động rất lớn, khi mà từ 11 dự án giai đoạn 1995 – 2014 tăng thêm 42 dự án trong 5 năm.

Nhìn vào thị trường gỗ nội thất Việt Nam hiện nay, sự chênh lệch lớn về sản lượng xuất khẩu so với nguồn cung đáp ứng cho thị trường nội địa ngày càng rõ rệt. Theo ViForrest, quy mô tiêu thụ đồ gỗ trong nước hiện có giá trị khoảng 4 tỷ USD, bằng 1/3 sản lượng xuất khẩu. Tuy nhiên, phần lớn là các doanh nghiệp nhập khẩu để kinh doanh mà bỏ qua sản xuất. Hiện chưa có quá 30 thương hiệu đồ gỗ Việt được người Việt lựa chọn, như An Cường, Minh Long, Mộc Phát, ..., những sản phẩm ngoại nhập vẫn được ưa chuộng như IKEA, Ligne hay Lago, ...

### Về mảng sản xuất ván

Các công ty ưu thế về ván MDF có thể kể tới An Cường, Kiên Giang, Dongwha, Kim Tín, mạnh nhất về melamine có Mộc Phát, Thanh Thủy, Ba Thanh, Kim Long và laminate thì có Yên Lâm, Phúc Thành An, Compact Sài Gòn. Nổi bật nhất trong ngành gỗ công nghiệp trong nước vẫn là An Cường và Dongwha với doanh thu và lợi nhuận dẫn đầu tại Việt Nam, khi mà các công ty như Minh Long, Mộc Phát, Thanh Thủy gần như hoạt động kinh doanh không tiến triển với mức lợi nhuận chỉ từ vài trăm tới vài tỷ đồng do tỉ suất sinh lời rất thấp. CTCP Gỗ MDF VRG Dongwha là doanh nghiệp liên doanh giữa Dongwha International và GVR có lợi nhuận hàng năm tương đương với ACG trong khi doanh thu lại thấp hơn.

**Bảng 3: Các loại ván công nghiệp phổ biến trên thị trường**

	MDF - Gỗ ván sợi mật độ trung bình	MFC - Melamine gỗ dăm	Plywood - Gỗ dán	HDF - Tấm ván ép
<b>Nguyên vật liệu đầu vào</b>	Gỗ rừng trồng, keo UF, nước	Gỗ bạch đàn, cao su, keo UF, nước	Nhiều lớp gỗ tự nhiên lạng mỏng khoảng 1 mm	Sợi gỗ (hay bột gỗ), chất kết dính, phụ gia
<b>Tỷ trọng trung bình</b>	680 – 840 kg/m <sup>3</sup>	650 – 750 kg/m <sup>3</sup>	600-700kg/m <sup>3</sup>	800 – 1040 kg/m <sup>3</sup>
<b>Đặc điểm chung</b>	Có màu đặc trưng của gỗ (vàng, nâu). Ván chống ẩm thường có màu xanh và ván chống cháy thường có màu đỏ.			Có màu đặc trưng của gỗ (vàng, nâu) - Mật độ cao nên trọng lượng khá lớn
<b>Công dụng</b>	Cánh cửa, đồ gỗ trong nhà bếp, tủ lavabo, tủ phòng xông hơi, vách ngăn toilet	Tủ bếp, bàn, vách ngăn (80% đồ gỗ nội thất sử dụng MFC)	Sản phẩm chịu lực và ổn định cao như sàn hay vách Đóng thuyền, ghe	Ván sàn, tấm ốp cầu thang (do khả năng chịu tải, về trầy xước) Trang trí nội thất, ngoại thất

**Báo cáo lần đầu ACG 12.2021**

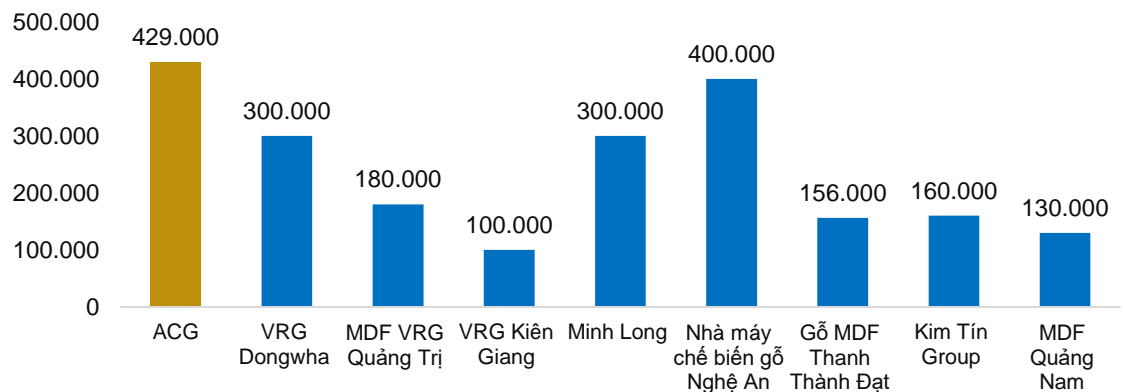
<b>Pros</b>	<p>Chất lượng tốt hơn ván dăm</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Không bị cong vênh, co ngót và mối mọt như gỗ tự nhiên.</li> <li>- Giá ván MDF thấp hơn ván dán hay gỗ tự nhiên.</li> <li>- Vì ván MDF có cấu tạo rất đồng nhất nên khi cắt, cạnh cắt không bị nứt mẻ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rẻ hơn MDF hay ván dán</li> <li>- Độ cứng và độ bền cơ lý cao</li> <li>- Bám vít tốt</li> </ul> <p>Chịu nước tốt, chịu được tiếp xúc thường xuyên với nước</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- So với ván MDF, ván dán không dễ bị phồng khi ngâm nước như ván MDF.</li> <li>- Không bị cong vênh và co ngót trong điều kiện thông thường</li> <li>- Có khả năng bám vít và bám dính vô cùng tốt.</li> <li>- Chịu ẩm khá tốt trong môi trường thoáng khí</li> </ul>	<p>Độ cứng và độ bền cơ lý cùng khả năng chịu va đập rất cao. Có khả năng chống ẩm và chống trầy xước tốt.</p> <p>Khả năng cách âm và cách nhiệt của gỗ HDF rất cao. Bề mặt rất mịn, nhẵn và đồng nhất nên có thể dễ dàng được sơn hoặc ép các bề mặt trang trí như Veneer, Acrylic, Melamine, Laminate....</p> <p>Khả năng chịu tải trọng của ván gỗ HDF là rất tốt</p>
-------------	--	---	---	--

<b>Cons</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Khả năng chịu nước kém</li> <li>- Độ cứng thấp, dễ bị mẻ cạnh</li> <li>- Hạn chế độ dày</li> <li>- Không trạm trở được các họa tiết lên bề mặt mà chỉ làm hoa văn trên phủ bề mặt</li> <li>- Formaldehyde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chịu tải trọng kém</li> <li>- Khi cắt thường bị mẻ</li> <li>- Tuổi thọ thấp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- So với ván MDF hay ván dăm, giá thành của ván dán cao hơn.</li> <li>- Khi cắt ván dán, cạnh ván dễ bị nứt mẻ.</li> <li>- Nếu không được xử lý đúng tiêu chuẩn thì ván dễ bị cong vênh, bề mặt gồ ghề và dễ bị tách lớp khi ở môi trường có độ ẩm cao.</li> </ul>
-------------	---	---	---

*Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp*

VRG MDF Dongwha hiện tại đang sở hữu nhà máy ép ván MDF lớn thứ 2 và hiện đại nhất Việt Nam, gỗ MDF của VRG có chỗ đứng và thương hiệu tốt, chiếm gần 50% sản lượng sản xuất trong nước với tổng công suất thiết kế khoảng 735.000m<sup>3</sup>/năm. Tuy nhiên, công ty thuộc VRG như VRG Dongwha, VRG Quảng Trị, VRG Kiên Giang đều lệ thuộc khá nhiều vào kế hoạch khai thác gỗ cao su của các công ty cao su, sẽ thiếu NVL sản xuất đầu vào nếu khai thác cao su đình trệ.

**Hình 6: Công suất ACG (tất cả các loại gỗ) so với các nhà máy MDF khác tại Việt Nam**



*Nguồn: BVSC ước tính và tổng hợp (số liệu chỉ mang tính chất tham khảo)*

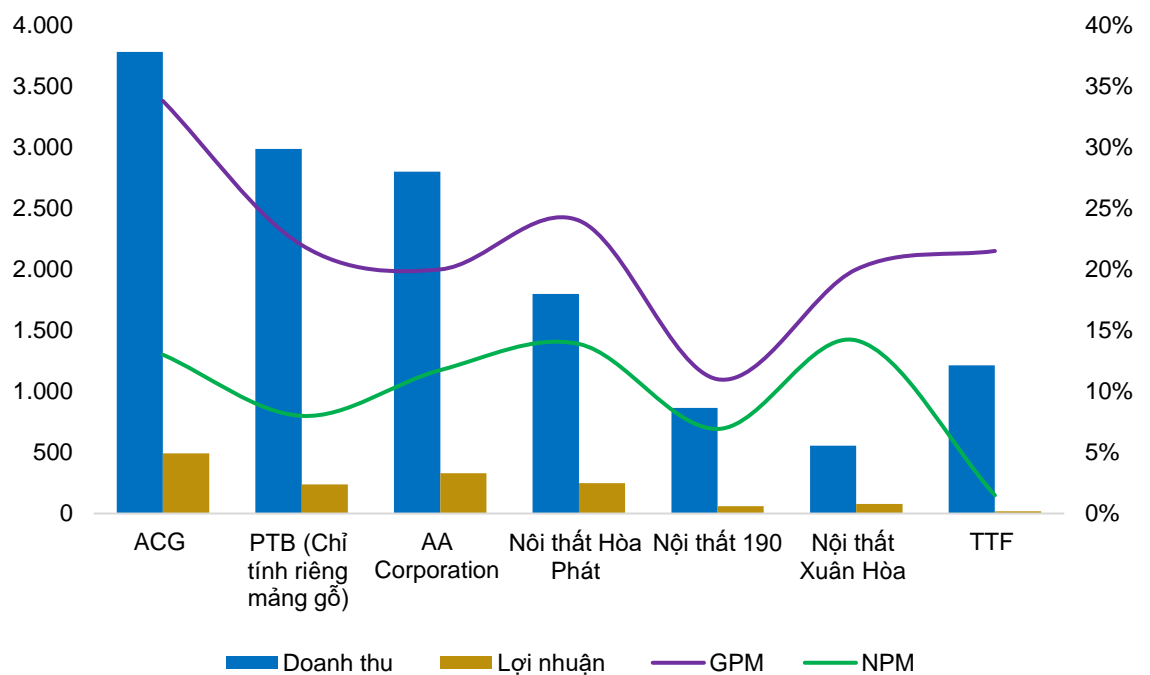


Kích thước tiêu chuẩn của ván MDF thường là 1220x2440/tấm với độ dày khác nhau ở mức 5, 6, 9, 12, 12 mm. Công suất thiết kế của ACG hàng năm là 24 triệu tấm ván/năm và 5 triệu m<sup>2</sup> sàn/năm. Với độ dày trung bình 6mm/tấm-9mm/tấm và khổ ván thông dụng là 1220x2440mm, BVSC ước tính công suất thiết kế của ACG vào khoảng 428.659m<sup>3</sup>/năm – 642.989m<sup>3</sup>/năm (tổng tất cả loại ván, không tính riêng MDF; không tính ván sàn).

Ngoài ra, đối thủ cạnh tranh của ACG ở mảng sản xuất ván có thể kể tới AICA, Casta, ... đều là sản xuất ván MDF, nhưng so với các công ty lớn khác trong ngành, ACG nổi bật hơn hẳn về những giải pháp bề mặt với đa dạng các loại bề mặt phủ trên mặt gỗ MDF, đa dạng về màu sắc, kiểu dáng, công dụng để ứng dụng trong các sản phẩm khác nhau. Từ đó, giúp tận dụng ưu điểm của ván MDF về độ ổn định, tránh cong vênh và đồng nhất cũng như giá cả hợp lý; cũng như giải quyết được nhược điểm như khả năng chịu nước kém, dễ bị mẻ cạnh khi được phủ một lớp bề mặt hợp lý. Từ đó đem đến cho ACG một lợi thế vượt trội hơn, khi cung cấp được nhiều bề mặt vật liệu và giải pháp cho các công trình, giúp ACG nổi bật hơn các nhà thầu khác trong nước trước các nhà phát triển bất động sản lớn.

**Về mảng sản xuất sản phẩm và nội thất**

**Hình 7: Doanh thu và lợi nhuận của một số doanh nghiệp gỗ công nghiệp tại Việt Nam**



Ở tại thị trường trong nước, các công ty lớn trong mảng nội thất ngoài ACG có thể kể tới Phú Tài, AA Corporation, Nội thất Hòa Phát, Nội thất 190 hay Nội thất Xuân Hòa.

**Bảng 4: So sánh một số doanh nghiệp sản xuất gỗ tại Việt Nam**

	ACG	AA Corporation	Phú Tài (PTB)	Gỗ Trường Thành (TTF)
<b>Màng kinh doanh chính</b>	Nội thất, ván gỗ công nghiệp, tấm trang trí, thiết bị nhà bếp	Chuyên về trang trí nội thất – sản xuất bàn ghế, hoạt động trong lĩnh vực truyền thống, ít ứng dụng công nghệ	Điển hình là bộ bàn ăn, sofas, giường ngủ và bàn ghế phòng khách	Nội thất và ngoại thất Nội ngoại thất làm từ gỗ tự nhiên như gỗ sưa, bạch đàn, trầm
<b>Quy mô sản xuất</b>	Sản xuất ván: 24.000.000 tấm/năm. - Sản xuất sản phẩm thành phần/nội thất: 840.000 sản phẩm/năm. - Ván sàn: 5.000.000 m <sup>2</sup> /năm.	3.000 công nhân viên, với 13 công ty đang hoạt động ở 7 quốc gia là Myanmar, Campuchia, Bhutan, Nhật Bản, Mỹ và Thái Lan	Tổng công suất hiện hữu khoảng 220 containers/ tháng trị giá bình quân 20.500 USD/container (chưa tính nhà máy gỗ Bình Định mới đi vào hoạt động).	13 nhà máy trực thuộc gồm 11 cụm nhà máy tại Bình Dương, 2 nhà máy ở ĐakLak với quy mô 200.000m <sup>2</sup>
<b>Thị trường</b>	Mạng lưới phân phối rộng khắp với hơn 23 showrooms trên toàn quốc giúp ACG mở rộng phạm vi hoạt động trong nước và quốc tế	Xuất khẩu sản phẩm nội thất ra 40 quốc gia trên khắp thế giới	Thị trường xuất khẩu chủ lực là Châu Âu và Châu Mỹ với thị trường Mỹ chiếm hơn 80% doanh thu từ xuất khẩu (2020)	Xuất khẩu tới Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ và các nước châu Âu... cho các brands như Crate & Barrel, Four Hands, Natuzzi, Williams Sonoma, Restoration Hardware, Asahi.
<b>Khách hàng</b>	Vingroup, Novaland, Sungroup, Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát, Hà Đô, Khang Điền, ...	80%-90% khách hàng của AA là các khách sạn 4 đến 5 sao	Chủ yếu là xuất khẩu sang thị trường Mỹ: Ashley, Walmart, ...	Vingroup, Novaland, Sungroup, Vạn Thịnh Phát
<b>Dự án tiêu biểu</b>	Sunshine Ciputra, The Manor Central Park, Vinhomes Smart City, Safira, Lovera, Marina Phú Quốc,	Park Hyatt Saigon, JW Marriot Phú Quốc, Emerald Bay, Mezz		Vinperial, Wink Hotel, VCL TTL, Amalotus cruise, Albany Bahamas, The prospect hollywood LA

*Nguồn: BVSC tổng hợp*

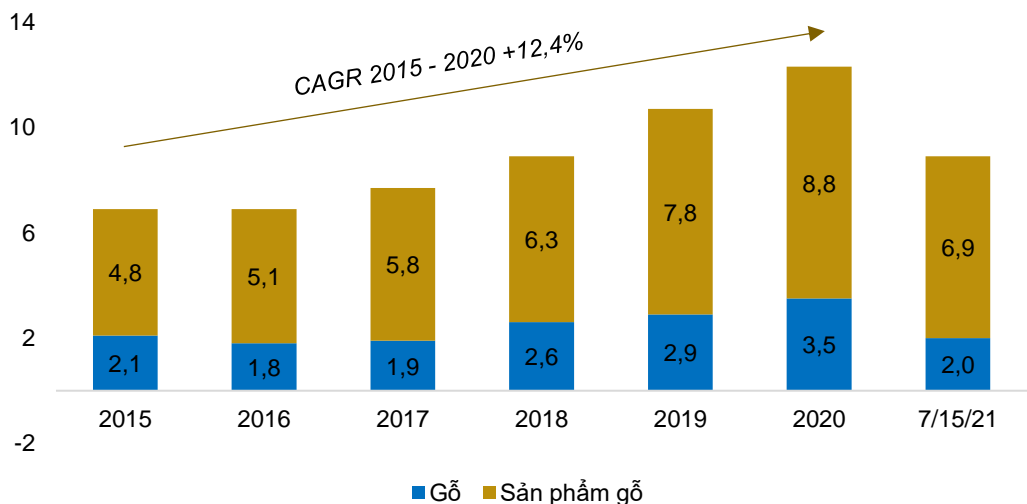
ACG nổi bật hẳn so với các đối thủ cạnh tranh trong nước khi mà là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu về đổi mới sáng tạo ở Đông Nam Á, ACG có một loạt các giải pháp cải tiến và ứng dụng công nghệ hiện đại trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Chiến lược chính của ACG là nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua tự động hoá, thiết kế và tùy chỉnh sản phẩm. Dưới đây là một số công nghệ được ứng dụng và triển khai của ACG:

Tên	Đặc điểm
AC Catalogue	App duyệt toàn bộ thư viện sản phẩm
AC Shopping	App mua sắm cho đại lý, nhà thiết kế và nhà phân phối
Augmented Reality	App cho phép người dùng lắp các sản phẩm của ACG tại nhà
AC Design Tool	Mô phỏng cho phép người dùng áp dụng thư viện màu trên bố cục có sẵn
360 Showroom VR	Nền tảng cho phép người dùng tham quan trực tuyến showroom
Cabinet Pro	Phần mềm thiết kế nội thất toàn bộ không gian sống

### 1. Tận dụng tốt thời cơ từ COVID và triển vọng tăng trưởng cao

Bất chấp những khó khăn của COVID-19, kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) của Việt Nam, năm 2020 bền bỉ và tăng đáng kể 16,3% YOY lên 12,27 tỷ USD, chiếm 5% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam và tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2015-2020 đạt 12,4%. Tính tới hết 15/07/2021 kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam đạt 8.9 tỷ USD (+62% YOY) tương đương 72% tổng kim ngạch xuất khẩu của năm 2020. Điều này cho thấy việc tiếp tục tăng trưởng nhanh và bền bỉ bất chấp các thách thức từ dịch bệnh và tình trạng thiếu containers toàn cầu đối với hoạt động xuất khẩu.

**Hình 8: Kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam từ 2015 - 15/07/2021**

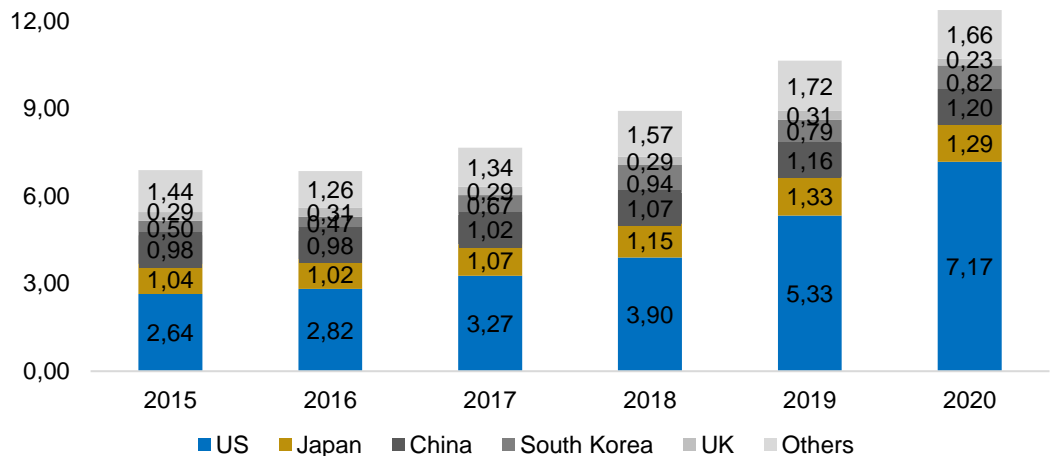


Nguồn: Tổng cục hải quan

## 2. Thị trường Mỹ thúc đẩy tăng trưởng

Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất và tăng trưởng mạnh nhất của Việt Nam từ năm 2015. Năm 2020, kim ngạch xuất khẩu sang thị trường Mỹ đạt 7.17 tỷ USD (+34.5% YOY), chiếm 57,9% tổng kim ngạch xuất khẩu S&SPG của Việt Nam. Trong giai đoạn 2015-2020, chỉ số CAGR của kim ngạch xuất khẩu của Mỹ là 22,1%, vượt trội hẳn so với các thị trường khác như Nhật (4,4%), Trung Quốc (4,1%) hay Hàn Quốc (10,6%). Việt Nam là nước được hưởng lợi trực tiếp từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, khi G&SPG của Trung Quốc phải chịu thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp căng thẳng. Hơn nữa, xu hướng tăng nhanh nhu cầu cải tạo nhà tại Mỹ khi mà người dân phải làm việc tại nhà do ảnh hưởng của dịch bệnh cũng là động lực thúc đẩy không nhỏ cho việc tăng giá bán và sản lượng tiêu thụ G&SPG tại Mỹ.

**Hình 10: Kim ngạch xuất khẩu G&SPG theo thị trường chính 2015 - 2020**

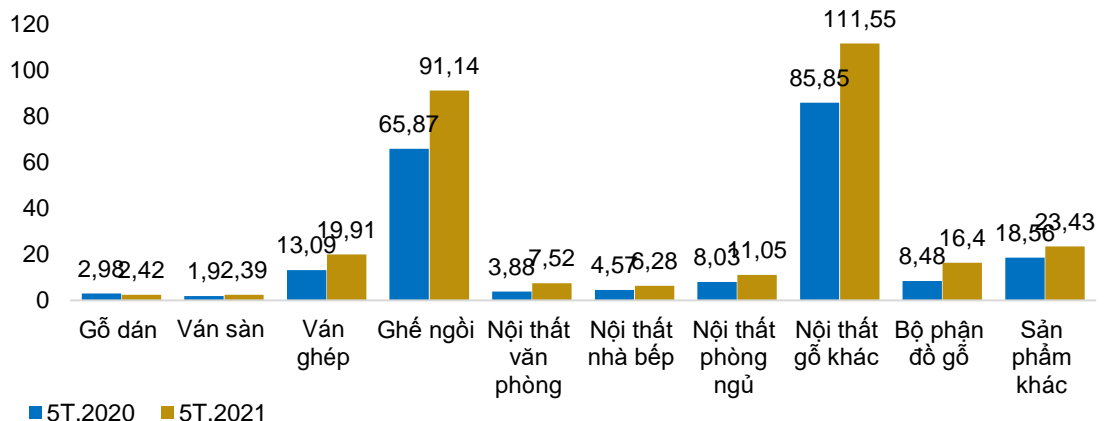


Nguồn: Tổng cục hải quan

## 3. Thị trường EU tiềm năng

Trong 5T.2021 xuất khẩu G&SPG của Việt Nam sang thị trường EU đạt 294,2 triệu USD tăng +37% YOY, trong đó nội thất gỗ vẫn là mặt hàng chính đạt 246,1 triệu USD tương đương 84% tổng kim ngạch xuất khẩu. EU là thị trường đầy tiềm năng của ACG khi mà các nhà máy của ACG có đầy đủ tiêu chuẩn đầu ra để có thể xuất khẩu sang thị trường Châu Âu.

**Hình 9: Các mặt hàng xuất khẩu chính sang EU đều tăng về kim ngạch xuất khẩu**



Nguồn: Tổng cục hải quan

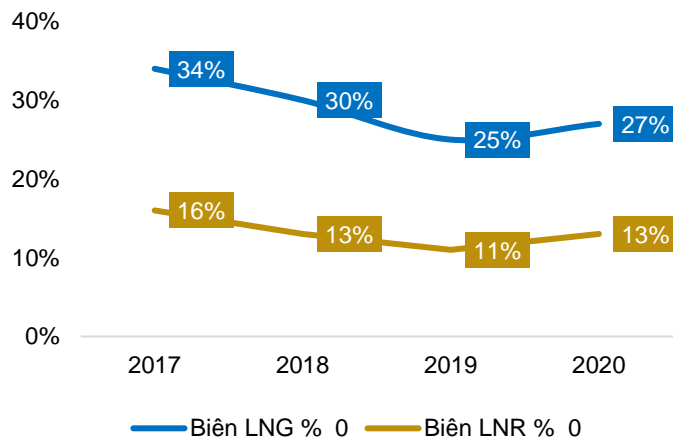
#### 4. Sức bật tỷ đô của ngành gỗ công nghiệp Việt Nam

Gỗ công nghiệp là loại gỗ được tạo ra từ gỗ vụn, cành cây, rễ cây, ... kết hợp với keo và hoá chất để tạo ra tấm gỗ. Khi mà nguồn cung gỗ tự nhiên ngày càng giới hạn và giá đang tăng cao do ảnh hưởng của dịch, thì gỗ công nghiệp là một sản phẩm thay thế đầy tiềm năng khi mà nguyên vật liệu đầu vào rẻ và thân thiện với môi trường. Theo Forest Trends, tổng nhu cầu mặt hàng gỗ dán (polywood) trên toàn cầu đạt khoảng 160 triệu m<sup>3</sup> tương đương 72,7 tỷ USD. Trong 5 năm trở lại đây, ngành gỗ dán của Việt Nam có tốc độ phát triển mạnh mẽ, đạt bình quân trên 31%/năm.

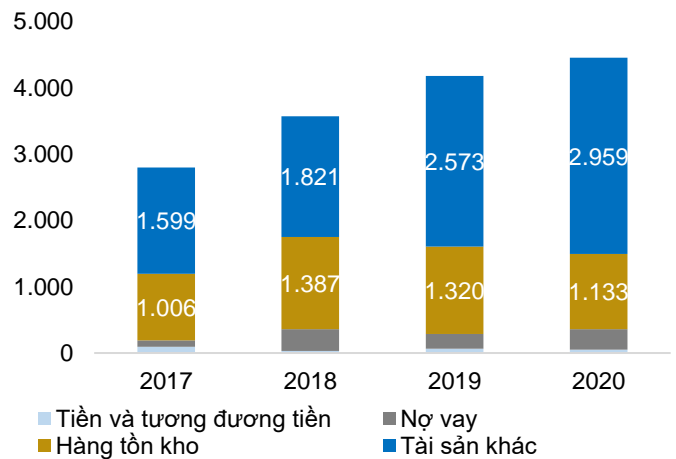
Khi mà gỗ tự nhiên ngày càng khan hiếm, chất lượng không đồng đều và phân mảnh, gỗ công nghiệp đang vươn lên trong trang trí nội thất khi người dân đô thị cần những đồ nội thất cao cấp hơn, tiện nghi hơn và đa năng hơn. Thêm nữa, tầng lớp trung lưu trẻ ở các đô thị có xu hướng ưa thích các sản phẩm gỗ công nghiệp vì chất lượng đảm bảo, nhiều mẫu mã, màu sắc đa dạng cũng như giá thành hợp lý. Với vị trí tiên phong dẫn đầu về nội thất và các giải pháp, ACG sẽ tận dụng được xu hướng dịch chuyển này giúp mở ra các cơ hội phát triển trong tương lai khi mà thị trường trong nước còn nhiều tiềm năng.

### Phân tích tài chính

**Hình 11: Biên LNG và biên LNR giảm từ năm 2017 do mở rộng sản xuất vào năm 2018**



**Hình 12: Thành phần bảng cân đối kế toán**

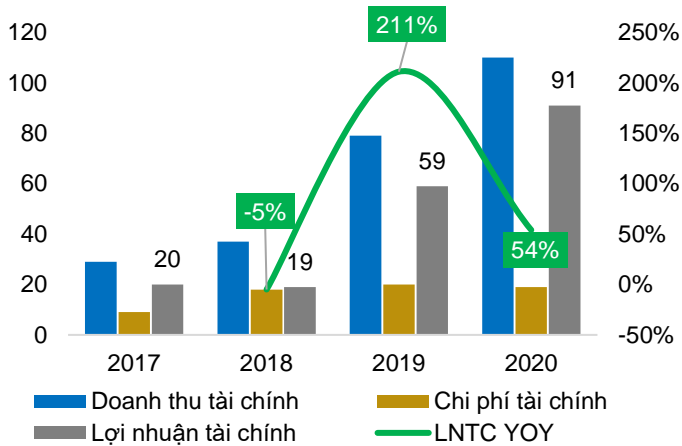


Biên lợi nhuận gộp của ACG trong giai đoạn từ 2017 - 2020 khá cao từ 25-34% và biên lợi nhuận thuần từ 11-16% chủ yếu được thúc đẩy bởi phương pháp bán hàng và chủ trương chỉ khai thác các loại hàng hoá mang lại lợi nhuận thuần cao; đặc biệt là ACG không bán nguyên vật liệu thô. Ngoài ra, doanh thu của ACG tại thị trường nội địa chiếm 88%; và các sản phẩm bán nội địa hiện tại đang đem lại LNR cao hơn xuất khẩu.

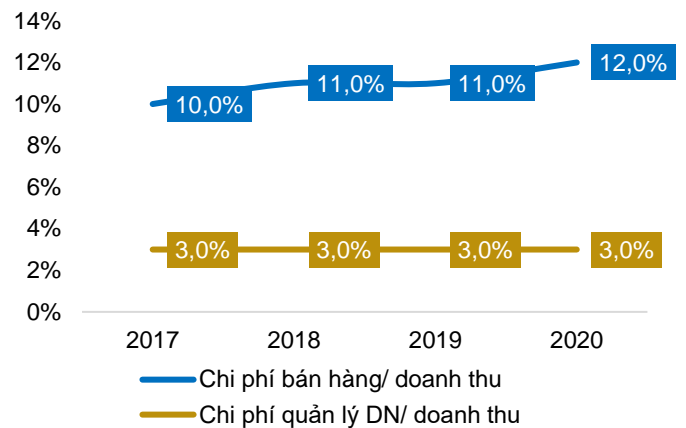
LNG và LNR bắt đầu giảm từ 2018 khi mà chi phí khấu hao tăng lên do công ty đầu tư hàng nghìn tỉ đồng để mở rộng sản xuất.

ACG duy trì tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản dưới 9% trong giai đoạn 2017-2020, tỷ lệ sử dụng đòn bẩy rất thấp tạo cho ACG cơ hội huy động thêm vốn vay. Doanh nghiệp giữ phần lớn tài sản là hàng tồn kho. Tổng tài sản của ACG đã tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 12,3% lên 4.453 tỷ vào năm 2020 nhờ vào việc mở rộng thêm nhà máy mới từ 2018.

**Hình 13: Lợi nhuận tài chính tăng dần qua các năm**



**Hình 14: Quản lý chi phí hoạt động chặt chẽ và ổn định**



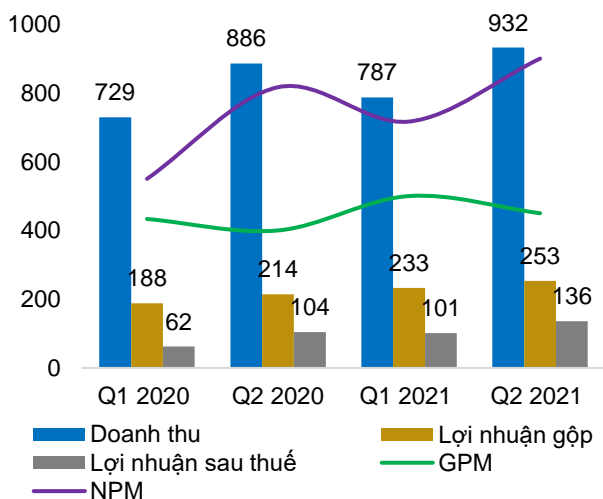
Trong giai đoạn từ 2017-2020, doanh thu tài chính của ACG tăng đều trong khoảng từ 29-110 tỷ (1-3% doanh thu thuần từng năm), và do chi phí tài chính không đáng kể do tỉ lệ nợ vay/tổng tài sản chỉ khoảng 3-9%, nên lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng đáng kể trong giai đoạn này.

Tỉ lệ phần trăm chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu của ACG được giữ ổn định qua các năm trong khoảng 10-12% và 3%.

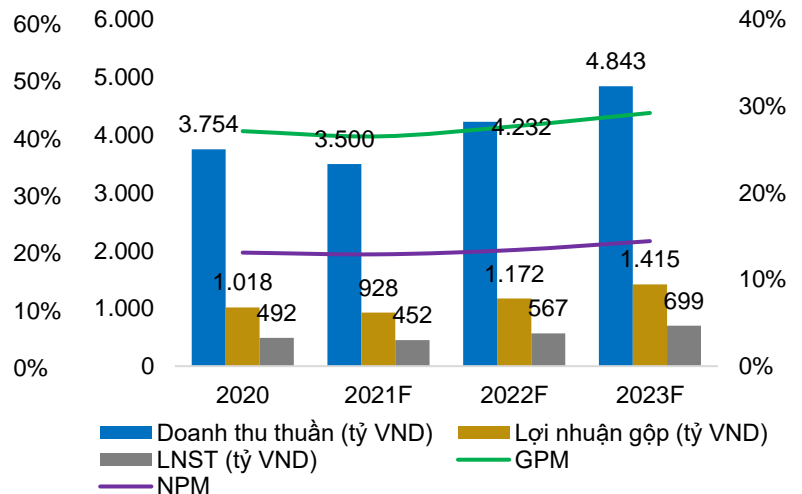
## Tình hình tài chính khỏe mạnh

### Triển vọng tăng trưởng lạc quan trong dài hạn

**Hình 15: Cập nhật KQKD 1H.2021**



**Hình 16: Dự báo KQKD 2021-2023**



Doanh thu hợp nhất 6 tháng đầu năm 2021 của công ty đạt 1.719 tỷ đồng (+5,8% YOY) và lợi nhuận sau thuế đạt 237 tỷ đồng (+43,1% YOY). LNST tăng ấn tượng so với cùng kỳ 2019 do 6 tháng đầu năm 2021 dịch bệnh Covid-19 được kiểm soát tốt và việc giãn cách theo Chỉ Thị 16 của Chính Phủ phủ được nới lỏng, giúp việc sản xuất kinh doanh của ACG thuận lợi hơn và khi nhà máy hoạt động với công suất

Triển vọng tăng trưởng dài hạn lạc quan đến từ cả thị trường trong nước và xuất khẩu, BVSC dự báo CAGR doanh thu thuần và LNST giai đoạn 2020-2023 lần lượt là 6,6% và 9,2%. ACG tăng dần công suất hoạt động của cả hai nhà máy để tối đa hoá chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động giúp doanh thu tăng đều qua các năm; tuy nhiên biên lợi nhuận sẽ được cải thiện chậm do chi phí khấu hao và

**Báo cáo lần đầu ACG 12.2021**

cao, hiệu quả hoạt động trên chi phí được cải thiện giúp lợi nhuận nâng cao. Ngoài ra, doanh thu xuất khẩu 1Q.2021 đạt 21,2% DTT tăng đáng kể so với 15,0% năm 2020. Thị trường xuất khẩu khởi sắc đã bù đắp phần nào cho sự khó khăn trong nước.

hiệu suất của các nhà máy sẽ không tối ưu cho tới khi đạt 100% công suất thiết kế

Kết quả kinh doanh 2021 của ACG chịu ảnh hưởng nặng nề do làn sóng Covid lần thứ 4, theo đó nhiều địa phương như Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng ... phải thực hiện nhiều biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt với nhiều công trình xây dựng dân dụng phải tạm ngừng thi công trong cả Q3.2021. Những khó khăn do dịch bệnh làm ACG chỉ đạt doanh thu 9T.2021 là 2.206 tỷ đồng (-13,4% YoY); 45,3% kế hoạch năm 2021 và lợi nhuận 296 tỷ đồng (-0,9% YOY) tương ứng 53,8% kế hoạch năm 2021. Lợi nhuận giảm nhẹ so với mức giảm đáng kể của doanh thu do biên lợi nhuận của ACG vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao. Quý 4 hàng năm là mùa cao điểm sản xuất và kinh doanh của Công ty, BVSC kỳ vọng vào nhu cầu cao từ thị trường và hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ nhanh chóng được triển khai khi các biện pháp giãn cách được nới lỏng, BVSC dự báo doanh thu và LNST năm 2021 của ACG lần lượt là 3.508 tỷ đồng (-6,5% YOY) và 458 tỷ đồng (-6,9% YOY). Với số cổ phiếu lưu hành là 87.650.344 cổ phiếu, EPS năm 2021 sẽ đạt 5.223 đồng/cp.

Với lợi thế cạnh tranh sẵn có là doanh nghiệp đầu ngành trong nước, thị trường xuất khẩu rộng mở, sự nóng trở lại của các dự án BĐS trong nước đặc biệt là loại hình chung cư doanh thu và lợi nhuận của ACG sẽ được cải thiện trong 2022 và 2023. BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận 2022 lần lượt là 4.232 tỷ đồng (+20,6% YOY) và 568 tỷ đồng (+24% YOY); về cơ bản trở về với tình hình hoạt động kinh doanh như năm 2019. Dự báo doanh thu và lợi nhuận cho 2023 lần lượt là 4.843 tỷ đồng (+14,4% YOY) và 699 tỷ đồng (+23,2% YOY). Tốc độ tăng trưởng doanh thu lớn qua các năm do nền thấp của 2021 cũng như được đảm bảo bằng sự phục hồi của ngành BĐS. Dự báo này khá thận trọng so với kế hoạch tới 2025 của ACG, khi mà ACG đặt mục tiêu tới 2025 sẽ đạt 100% công suất thiết kế, tương ứng doanh thu dự kiến là 7.460 tỷ đồng. Với công suất hoạt động của cả hai nhà máy vào khoảng 60-70% như hiện tại tương ứng doanh thu khoảng 4.000-4.500 tỷ đồng mỗi năm; với giá định giá bán mỗi năm tăng khoảng 5%-7%, ACG còn dư địa tăng trưởng doanh thu khoảng 80%-100% khi hoạt động với 100% công suất thiết kế. Với điều kiện ACG tăng được thị phần từ đối thủ và thị trường gỗ công nghiệp phát triển mạnh mẽ, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACG là hiện hữu. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng cũng cải thiện qua các năm khi công suất hoạt động tăng dần lần lượt từ 27,1% (2020) lên 29,2% (2023) và 13,1% (2020) lên 14,4% (2023). BVSC đưa ra dự báo thận trọng hơn do quan ngại tình hình bất ổn của dịch bệnh cũng như khả năng giành thị phần của ACG trước các đối thủ cùng phân khúc để tăng doanh thu và lợi nhuận lớn và đều qua các năm.

**Cổ tức ổn định và hấp dẫn**

	2018	2019	2020	2021
Đợt 1	16% tương ứng 132 tỷ đồng	18% tương ứng 155 tỷ đồng	18% tương ứng 157,3 tỷ	Dự kiến tối thiểu 30% tiền mặt hoặc cổ phiếu
Đợt 2	14% tương ứng 120 tỷ đồng	18% tương ứng 157,7 tỷ	12% tương ứng 104,8 tỷ	

ACG đã trả cổ tức bằng cổ phiếu và tiền mặt không dưới 30% trong 3 năm trở lại đây. Cổ tức năm 2021 dự kiến tối thiểu 30% cổ phiếu hoặc tiền mặt đã được ĐHCĐ 2020 thông qua.

## Định giá

### Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để xác định giá mục tiêu (TP) cho ACG. Cụ thể như sau:

Phương pháp	Giá hợp lý
Chiết khấu dòng tiền (FCFF)	93.189
PE 2021 tại giá mục tiêu	16,1
PE 2021 tại giá hiện tại	14,6

Cashflow	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Net Income After Tax</b>	<b>491.978</b>	<b>508.554</b>	<b>559.851</b>	<b>650.471</b>
Add: Depreciation, Minus provision (return)	113.891	135.143	136.735	137.783
Add: Changes in Working Capital	264.445	(77.182)	(284.415)	(381.293)
<b>CFO</b>	<b>870.314</b>	<b>566.515</b>	<b>412.171</b>	<b>406.960</b>
Interest Expenses	13.000	24.590	32.206	42.537
Tax Rate (%)	12.81%	13.08%	12.95%	13.02%
Add: After-Tax Interest Expenses	11.335	21.373	28.036	37.000
Minus: Net Investment in Fixed Capital	(22.481)	(56.417)	(74.258)	(62.185)
<b>FCFF</b>	<b>859.167</b>	<b>531.470</b>	<b>365.948</b>	<b>381.775</b>
Add: Net Borrowings	86.468	282.209	122.975	145.092
<b>FCFE</b>	<b>945.635</b>	<b>813.680</b>	<b>488.923</b>	<b>526.868</b>

FCFF	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>FCFF</b>	<b>535.446</b>	<b>341.905</b>	<b>425.366</b>	<b>712.640</b>
Discount Factor	1.10	1.21	1.33	1.47
<b>PV of FCFF</b>	<b>486.793</b>	<b>282.462</b>	<b>319.260</b>	<b>485.506</b>
Terminal Value at 2025F	6.337.525			
PV of Firm Value	9.674.663			
MV of Debt	307.899			
PV of Equity Value	8.168.037			
<b>Equity Value Per Share</b>	<b>93.189</b>			

**Quan điểm đầu tư.** Mặc dù doanh thu của 1H.2021 và dự kiến doanh thu cả năm của ACG tăng trưởng hấp dẫn và chúng tôi nhận thấy tiềm năng đáng kể của ACG trong tương lai. Tuy nhiên, do diễn biến phức tạp của dịch bệnh, chưa có luận cứ thuyết phục cho việc ACG sẽ giành thêm thị phần trong dài hạn để đạt được 100% công suất vào 2025 như kế hoạch; cũng như thị giá của ACG đang ở mức PE cao, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** và giá mục tiêu 1 năm là **93.189 đồng/cp** dựa theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF). EPS 2021 của ACG đạt 5.223 đồng/cp và P/E trailing và forward của ACG lần lượt là 16,1x và 14,6x.



**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>
Doanh thu thuần	3.873	4.435	3.754	3.508
Giá vốn	(2.705)	(3.332)	(2.736)	(2.572)
Lợi nhuận gộp	1.168	1.102	1.018	1.171
Doanh thu tài chính	37	79	110	98
Chi phí tài chính	(18)	(20)	(19)	(25)
Lợi nhuận sau thuế	505	486	492	458

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	32	65	53	116
Các khoản phải thu ngắn hạn	497	613	607	630
Hàng tồn kho	1.387	1.320	1.133	1.184
Tài sản cố định hữu hình	714	708	615	559
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	83	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.569</b>	<b>4.179</b>	<b>4.453</b>	<b>4.248</b>
Nợ vay ngắn hạn	1.019	806	930	947
Nợ vay dài hạn	-	2	7	27
Vốn chủ sở hữu	2.550	3.371	3.517	3.273
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.569</b>	<b>4.179</b>	<b>4.453</b>	<b>4.248</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	21,7%	14,5%	-15,4%	-6,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-2,0%	-3,7%	1,2%	-6,9%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	30,2%	24,9%	27,1%	26,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13,0%	11,0%	13,1%	13,1%
ROA (%)	15,9%	12,6%	11,4%	10,8%
ROE (%)	21,9%	16,4%	14,3%	14,0%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	28,6%	19,4%	21,0%	8,9%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	40,0%	24,0%	26,6%	11,6%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	6.290	5.660	5.613	5.223
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	31.748	39.223	40.119	37.342

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

## LIÊN HỆ

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

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

#### Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

dolongkhanh@baoviet.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, CNTT

truongsyphu@baoviet.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

#### Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

#### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân hàng

trandangmanh@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Ngọc Quý Đức

Dược phẩm, Công nghiệp, CNTT

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn



## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

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

### **Chi nhánh:**

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