

Ngành Gỗ

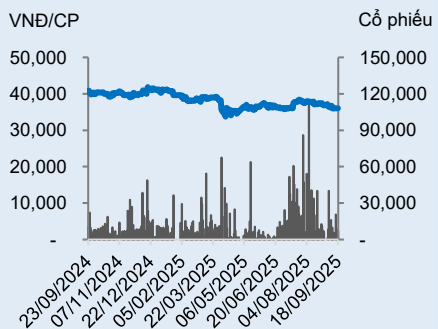
Báo cáo cập nhật
Tháng 9, 2025

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	47.300
Giá thị trường (18/09/2025)	36.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+31,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	33.740-41.831
Vốn hóa	5.432 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	150.787.946
KLGD bình quân 10 ngày	11.764
% sở hữu nước ngoài	38,46%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,17%
Beta	-0,03

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ACG	-12,6%	-3,2%	-0,8%	-7,8%
VnIndex	31,1%	0,0%	21,8%	25,8%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Minh Khôi

(84 28) 3914.6888 ext. 259

khoi.nm@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Gỗ An Cường

Mã giao dịch: ACG

Reuters: ACG.HM

Bloomberg: ACG VN

Thị trường nội địa dẫn dắt đà tăng trưởng nhờ chu kỳ BĐS mới

Cập nhật KQKD Quý 2 và 1H.2025

ACG công bố kết quả kinh doanh Q2.2025 với DTT đạt **961 tỷ đồng (+19,8% QoQ, -6,3% YoY)** và LNST ở mức **138 tỷ đồng (+62,3% QoQ, +16,8% YoY)**. Trong kỳ, ACG ghi nhận DT tài chính từ việc chuyển nhượng 4,5% cổ phần của Thắng Lợi Homes, là động lực chính giúp LNST tăng trưởng bất chấp DTT giảm. 1H.2025, DTT và LNST đạt **1.763 tỷ đồng (+2,5% YoY)** và **223 tỷ đồng (+ 11,7% YoY)**, lần lượt hoàn thành **43,5%** và **49,5%** kế hoạch 2025. Biên LNG sụt giảm 2% về mức **29,8%**, do công ty chủ động giảm giá bán xuất khẩu trong kỳ.

Triển vọng kinh doanh trong 2H.2025 và 2026

Nội địa - Chu kỳ mới đã được dự báo từ trước. Số lượng các dự án ACG dự thầu cung cấp nội thất đã tăng mạnh trong Q1.2025, gấp 4-5 lần so với cùng kỳ. BVSC dự báo, điểm “roi” nhu cầu nội thất sẽ là cuối năm 2025 và kéo dài đến năm 2027. ACG đang giữ vị thế dẫn đầu trong phân khúc trung và cao cấp cùng hệ giá trị hoàn thiện, tạo ra lợi thế cạnh tranh rõ rệt so với các đối thủ trong ngành. Do đó, BVSC dự báo doanh thu nội địa của ACG hồi phục trở lại **9,7% YoY** trong 2026.

Xuất khẩu - Tái khai thác tiềm năng của các thị trường cũ. Trước bối cảnh thuế quan và cuộc điều tra với một số mặt hàng ván gỗ xuất sang Mỹ, An Cường đã có kế hoạch tái khai thác các thị trường cũ như Úc và Nhật, song song với đẩy mạnh tại thị trường Đông Nam Á. BVSC kỳ vọng việc chuyển dịch có thể giúp ACG bù đắp được phần lớn sự sụt giảm tại thị trường Mỹ.

BVSC dự báo KQKD cả năm 2025 của ACG tiếp đà tăng trưởng với DTT đạt **4.185 tỷ đồng (+5,1% YoY, 103% KH.2025)** và LNST đạt **578 tỷ đồng (+37,7% YoY, 129% KH.2025)**. Biên LNG toàn doanh nghiệp giảm về mức **30,1%**.

Duy trì cổ tức bằng tiền đều qua các năm. ACG thường có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền đều với tỷ lệ thực hiện ở mức 15-20% mỗi năm trong 3 năm gần nhất. BVSC kỳ vọng, ACG sẽ duy trì việc chia cổ tức trong những năm tiếp theo với tỷ lệ thực hiện dao động từ 15-20%, tùy theo LNST qua các năm. Lợi suất cổ tức ước tính từ **4,1%-5,5%/mỗi năm**.

Định giá và Khuyến nghị. BVSC ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu ACG ở mức **47.300 đồng/cp**, tương ứng với mức upside +31,4% so với giá trị trường ngày 18/09/2025 (Chưa bao gồm lợi suất từ cổ tức). Khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Rủi ro. (1) Tiến độ xây dựng các dự án BĐS nội địa không như kỳ vọng; (2) Tiến độ thanh toán khoản phải thu của các đối tác bị chậm hơn kỳ vọng, gia tăng nguy cơ trích lập dự phòng cao; và (3) Rủi ro tăng giá NVL đầu vào.

Cập nhật KQKD Quý 2 và 1H.2025

KQKD trong 1H.2025 tuy vẫn giữ được đà tăng trưởng, nhưng đã có sự giảm tốc trở lại. DTT ghi nhận ở mức **1.763 tỷ đồng (+2,5% YoY, 44% KH.2025)** và **LNST đạt 223 tỷ đồng (+11,7% YoY, 50% KH.2025)**. Biên LNG toàn DN điều chỉnh 2% về mức **29,8%**.

Thị trường nội địa (~78% DTT) - Triển vọng sáng nhưng là câu chuyện của tương lai

- KQKD mảng Nội địa của ACG trong 1H.2025 giảm nhẹ so với năm 2024, với DTT đạt **1.354 tỷ đồng (-2,4% YoY)** và LNG đạt mức **448 tỷ đồng (-1,6% YoY)**. Biên LNG cải thiện lên mức **33,2%** so với cùng kỳ chỉ đạt 32,7%.
- Thị trường BĐS dân dụng đã có những tín hiệu hồi phục rõ rệt khi mà các dự án liên tục được cấp phép, rõ ràng và tháo gỡ những vướng mắc pháp lý trong 2024 và nửa đầu năm 2025. ACG cũng đã có động thái chủ động chào hàng với nhiều dự án BĐS nội địa và đạt kết quả rất khả quan, với số lượng dự án mời ACG dự thầu tăng gấp 4-5 lần so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nhu cầu nội thất tập trung ở cuối giai đoạn xây dựng, dự kiến từ Q4.2025 và kéo dài đến năm 2027.

Thị trường Xuất khẩu (~22% DTT) - Tăng trưởng về lượng, sụt giảm về chất

- DTT mảng Xuất khẩu của ACG vẫn ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, đạt mức **409 tỷ đồng (+22,5% YoY)**. Tuy nhiên, LNG lại sụt giảm đáng kể **16,3% YoY** khi chỉ ghi nhận ở mức **77 tỷ đồng**. Biên LNG giảm mạnh 10% về mức **18,8%** trong nửa đầu năm.
- Trong nửa đầu năm, ACG chấp nhận giảm giá bán trung bình **3-4%** để san sẻ gánh nặng với các khách hàng xuất khẩu và giữ công suất hoạt động ở mức cao, gần 100% CSTK. Áp lực chi phí logistic tăng cao hơn trong nửa đầu năm cộng hưởng với thuế quan, khiến mặt bằng cạnh tranh tại thị trường Mỹ trở nên gay gắt hơn.
- Ở một khía cạnh khác, mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng có sự hỗ trợ rất lớn từ trạng thái Front-loading khi các nhà phân phối tại Mỹ gia tăng nhập hàng sớm trước thuế quan.

Doanh thu tài chính ghi nhận một khoản lợi nhuận bất thường nhờ chuyển nhượng **4,5%** cổ phần của CTCP Thắng Lợi Homes. Ngoài ra, chi phí khác giảm mạnh khi không còn những khoản phạt bất thường tương tự 1H.2024, giúp LNST giữ được tăng trưởng dương, bất chấp DTT sụt giảm so với cùng kỳ.

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	Q2.2025	Q2.2024	%YoY	1H.2025	1H.2024	%YoY
Doanh thu thuần	961	1.026	-6,3%	1.763	1.721	2,5%
Nội địa	747	833	-10,3%	1.354	1.387	-2,4%
Xuất khẩu	214	193	10,9%	409	334	22,5%
Lợi nhuận gộp	289	333	-13,1%	526	547	-4,0%
Biên LNG toàn doanh nghiệp	30,1%	32,5%		29,8%	31,8%	
Biên LNG mảng nội địa	33,7%	32,9%		33,2%	32,7%	
Biên LNG mảng xuất khẩu	17,8%	30,6%		18,8%	28,1%	
Doanh thu tài chính	74	44	68,0%	112	89	24,6%

Báo cáo cập nhật ACG

Chi phí tài chính	(14)	(12)	19,6%	(23)	(21)	8,2%
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	3	(54)	-105,3%	3	(52)	
LNTT	179	166	7,6%	288	268	7,6%
LNST	138	118	16,8%	223	199	11,7%

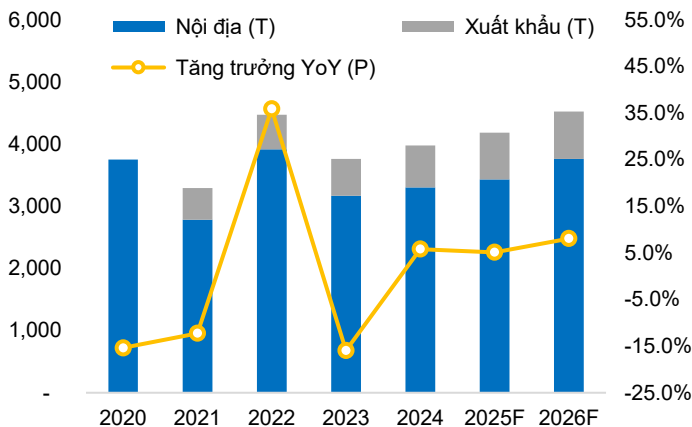
Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp

Triển vọng kinh doanh 2H.2025 và năm 2026

Năm 2025, BVSC dự phóng DTT và LNST của ACG ghi nhận ở mức **4.185 tỷ đồng (+5,1% YoY, 103% KH.2025)** và **578 tỷ đồng (+37,7% yoy, 129% KH.2025)**.

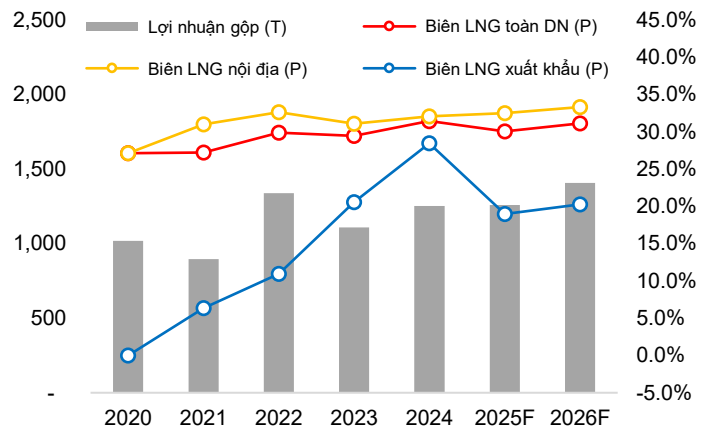
Nhìn sang 2026, mảng kinh doanh nội địa được dự báo chứng kiến sự hồi phục rõ rệt hơn với tăng trưởng **9,7% YoY**. Xét trên toàn doanh nghiệp, DTT của ACG dự báo ở mức **4.523 tỷ đồng (+8,1% YoY)** và LNST ghi nhận ở đạt **621 tỷ đồng (+7,4% YoY)**.

Cơ cấu doanh thu theo địa lý của ACG
(Đvt: Tỷ đồng - %)



Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận gộp và Biên LNG theo địa lý
(Đvt: Tỷ đồng - %)



Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp và dự phóng

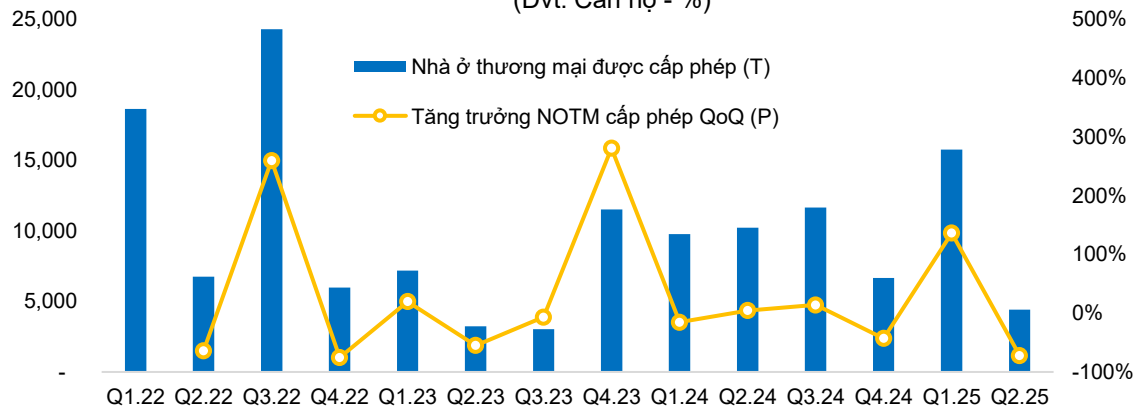
Nội địa - Chu kỳ mới đã được dự báo từ trước

BVSC dự phóng mảng kinh doanh nội địa của ACG sẽ hồi phục trở lại trong 2H.2025 và 2026. Xét riêng trong 2H.2025, BVSC dự báo DTT mảng nội địa tăng trưởng **53,3%** so với 1H.2025, và **8,2% YoY**. Nhìn sang 2026, BVSC dự phóng DTT tăng trưởng **9,7% YoY**, với biên LNG tăng cải thiện về mức **33,3%**.

Điểm “rơi” nhu cầu nội thất tập trung từ cuối 2025 đến 2027

2025 là năm đầu tiên trong chu kỳ hồi phục của thị trường BĐS. BVSC kỳ vọng, 2025 là năm bản lề mở ra chu kỳ tăng trưởng mới cho thị trường BĐS, chủ yếu nhờ (1) Hành lang pháp lý thuận lợi và minh bạch hơn sau khi hàng loạt các Luật BĐS sửa đổi chính thức có hiệu lực; (2) Quyết tâm tháo gỡ các nút thắt pháp lý và giải phóng quỹ đất, đang được Chính phủ đẩy mạnh trong nửa đầu năm 2025; và (3) Sáp nhập tình cùng phát triển mạnh hạ tầng sẽ mở ra cơ hội trong dài hạn cho thị trường bất động sản.

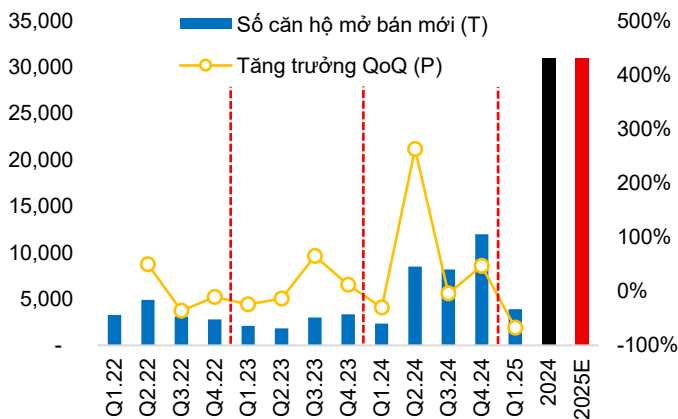
Diễn biến nhà ở thương mại được cấp phép theo quý (Đvt: Căn hộ - %)



Nguồn: Bộ Xây dựng, BVSC tổng hợp và ước tính

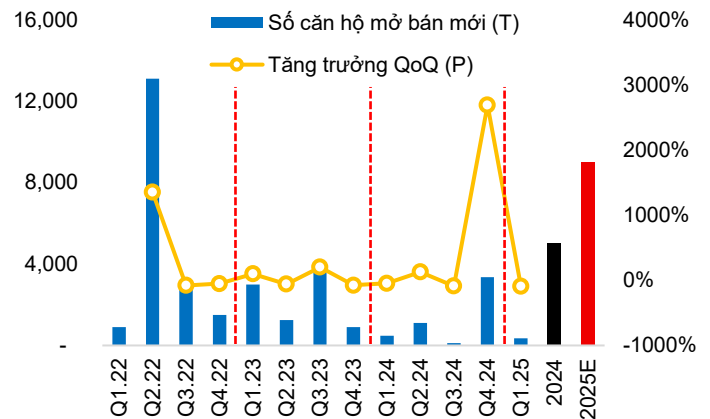
Từ báo cáo Bất động sản của Bộ Xây dựng, Q1.2025 chứng kiến sự tăng mạnh về số lượng căn hộ và dự án NOTM được cấp phép, với 15.780 căn tương ứng với 26 dự án. Đây là mức căn hộ cao nhất được cấp phép, kể từ đỉnh điểm trong Q2.2022, tăng trưởng **36% YoY**. Nhìn sang thêm 2024, BVSC cũng nhận thấy số lượng căn hộ được cấp phép hồi phục đáng kể so với 2023, tăng **53,3% YoY**. Hàng loạt các dự án đang và sẽ đưa vào giai đoạn xây dựng trong tương lai, mở ra nhu cầu cao hơn đối với các sản phẩm Bề mặt và giải pháp Xây dựng (Sản phẩm chủ đạo của ACG), khi bước vào nửa sau của giai đoạn xây dựng.

Nguồn cung mở bán mới căn hộ tại Hà Nội (Đvt: căn hộ - %)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp và ước tính

Nguồn cung mở bán mới căn hộ tại HCMC (Đvt: căn hộ - %)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp và ước tính

ACG định vị bản thân trong phân khúc sản phẩm trung và cao cấp, nên giá bán trung bình các sản phẩm của ACG sẽ cao hơn khoảng 20-40% so với phân khúc thấp cấp. Vì vậy, sản phẩm của ACG thường xuất hiện trong các căn hộ trung cấp trở lên. Theo ước tính sơ bộ của CBRE, khoảng hơn 40.000 căn hộ trung cấp và cao cấp sẽ mở bán trong năm 2025 trên cả hai thị trường, với trọng tâm vẫn tại Hà Nội với khoảng 31.000 căn. Đáng chú ý, nếu ước tính là chính xác, đây là tổng mức cao nhất của cả hai thị trường trong vòng 3 năm trở lại đây, chỉ ra tín hiệu khởi sắc đầu tiên trong bối cảnh thị trường bất động sản vẫn còn nhiều khó khăn.

ACG sẽ cung cấp sản phẩm trong phần sau giai đoạn xây dựng. Thời điểm bán hàng của ACG tập trung ở phần cuối giai đoạn xây dựng. Theo ước tính, từ khi được cấp phép đến lúc ACG có thể bán hàng, sẽ mất khoảng **12-18 tháng**. Theo chu kỳ cấp phép đã phân tích ở trên, điểm “rơi” bán hàng của ACG sẽ tập trung từ 2H.2025 và kéo dài ít nhất đến hết 2026. Theo chia sẻ của BOD, ACG đã chào hàng nhiều dự án BĐS lớn từ đầu năm, và số lượng dự án ACG dự thầu đã tăng gấp 4-5 lần so với năm ngoái. Tuy nhiên, trùng khớp với phân tích của chúng tôi, điểm rơi nhu cầu nội thất theo Ban lãnh đạo chia sẻ cũng tập trung chủ yếu ở cuối năm 2025-2027.

Lợi thế cạnh tranh lớn cả trong và ngoài ngành, động lực tăng trưởng đến từ sản lượng

Mức độ sử dụng ván gỗ công nghiệp (Laminates) tại Việt Nam vẫn chiếm trọng yếu, khi mang nhiều ưu điểm cùng với giá thành hợp lý. Trên nhiều dự án BĐS nội địa, Laminates vẫn đóng góp rất lớn vào cả nội thất (Phủ bề mặt tủ, bàn, kệ, ..) và ngoại thất (ốp sàn, ốp mặt tường, ...). Một khảo sát tại Việt Nam chỉ ra rằng, tỷ lệ sử dụng Laminates tại Việt Nam đạt từ **30-50%** tổng vật liệu bề mặt nội thất và khoảng **10-30%** nội thất, đối với phân khúc trung cấp trở lên.

Giá bán một số các sản phẩm bề mặt tại Việt Nam	Đơn vị	Giá bán cập nhật mới nhất
Đá tự nhiên	Triệu đồng/m ²	1,4-3,1
Đá nhân tạo gốc thạch anh	Triệu đồng/m ²	3,4-13,2
Đá vân mây nhân tạo Marble	Triệu đồng/m ²	2,0-6,0
Đá vân mây nhân tạo Solid Surface	Triệu đồng/m ²	1,0-6,0
HDF (High Density Fiberboard)	Triệu đồng/tám	0,4-0,7
Ván phủ cao cấp (Laminate/Acrylic/Veneer)	Triệu đồng/tám	0,5-1,1
Plywood (Ván ép)	Triệu đồng/tám	0,3-0,55

Nguồn: BVSC tổng hợp

Ghi chú: Màu đỏ là các sản phẩm của ACG, Giá tính theo tám (tiêu chuẩn 1220x2440mm, độ dày phổ biến 9-18mm).

Vị thế dẫn đầu thị phần trong cùng phân khúc. Như đã đề cập, phân khúc của ACG là trung và cao cấp. Trong phân khúc này, An Cường dẫn đầu với hơn **50% thị phần**. Vị thế này giúp An Cường luôn giữ công suất ở mức rất cao, bất chấp sự biến động của thị trường gỗ Công nghiệp rất nhiều cạnh tranh. Ngoài ra, với các đặc tính như an toàn sức khỏe, tiêu chí chất lượng cao cùng mối liên kết lâu năm với các chủ đầu tư lớn, ACG rất khó để mất thị phần vào tay các đối thủ, vốn giá rẻ nhưng chất lượng kém trên thị trường.

Mạng lưới phân phối toàn quốc đi kèm dịch vụ đa dạng. ACG có hệ thống phân phối toàn quốc lên đến 25 showroom lớn và hơn 100 showroom đại lý đi kèm, trải đều từ Bắc đến Nam. Bên cạnh đó, ngoài các sản phẩm bề mặt, ACG còn cung cấp các sản phẩm về Nội thất và Thiết bị tiện nghi nhà cửa, nhằm hoàn thiện chuỗi giá trị khép kín trong lĩnh vực Trang trí nội thất thông minh. Điều này giúp An Cường có nhiều lợi thế khi là một trong số ít các đối tác lớn có khả năng cung cấp toàn phần chuỗi giá trị này.

Giá bán trung bình khó tăng trưởng. Cơ chế giá của ACG thường sẽ chốt hợp đồng và cố định trong thời gian thực hiện hợp đồng. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, An Cường sẽ không kỳ vọng tăng giá sản phẩm đầu ra do giá NVL đang ổn định và công ty muốn duy trì thị phần ở

mức cao. Trên cơ sở đó, BVSC ước tính giá bán trung bình cả năm 2025 gần như không đổi so với cùng kỳ. Bước sang 2026, giá bán sẽ có sự tăng nhẹ **3,3% YoY**, do nhiều hợp đồng của ACG đã ký từ 2025 và cố định trong suốt thời gian thực hiện hợp đồng.

Xuất khẩu - Quy mô nhỏ khiến việc dịch chuyển thị trường thuận tiện hơn

BVSC dự phóng mảng kinh doanh xuất khẩu của ACG sẽ chịu những ảnh hưởng tiêu cực từ bối cảnh thuế quan phức tạp, khi thị trường Mỹ đang chiếm đến 70% giá trị xuất khẩu. Xét riêng trong 2H.2025, BVSC dự báo DTT mảng nội địa sụt giảm **15,5%** so với 1H.2025.

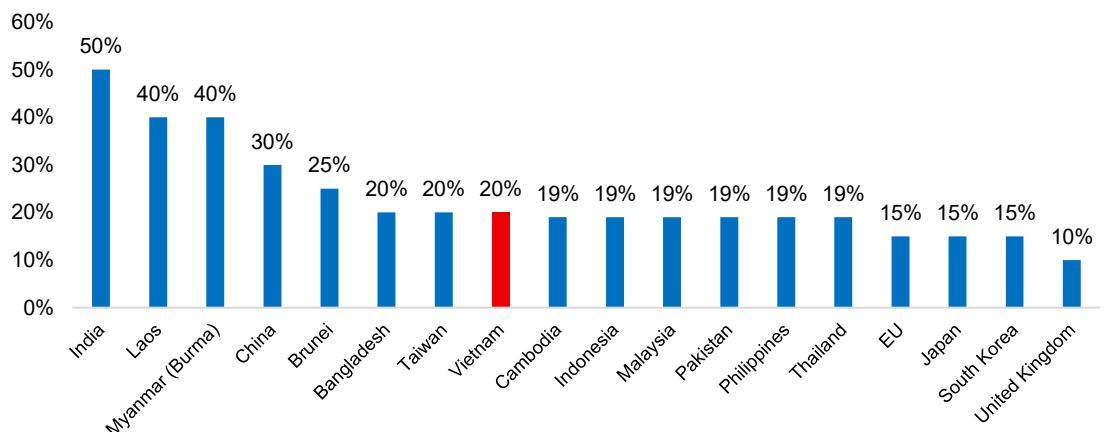
Nhìn sang 2026, BVSC dự phóng DTT mảng xuất khẩu đi ngang so với cùng kỳ, trong đó sản lượng sụt giảm **2,7% YoY** trong khi giá bán được kỳ vọng sẽ cải thiện trở lại. Biên LNG mảng xuất khẩu cải thiện nhẹ về mức **20,3%**, sau năm 2025 sụt giảm mạnh.

Thị trường Mỹ tiềm ẩn nhiều rủi ro bất định

Quy mô và tuổi đời tại thị trường Mỹ vẫn thấp, yếu tố Thuế quan vẫn ảnh hưởng tiêu cực.

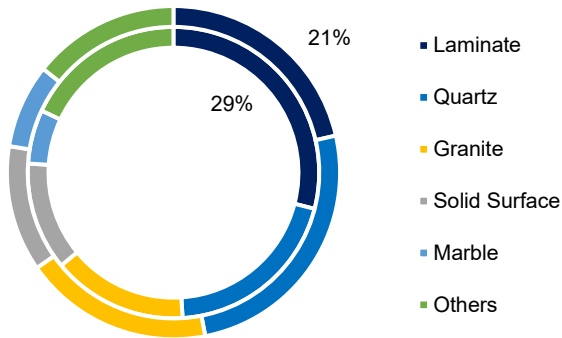
Kể từ 2022, ACG mới phát triển mảng xuất khẩu và tính đến hiện nay, thị trường Mỹ chiếm 70% mảng xuất khẩu, tương ứng với 15% DTT của ACG. Với yếu tố thuế quan hiện nay, mức thuế của Việt Nam vẫn rất cạnh tranh, nhưng việc áp thuế sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu nội địa tại Mỹ. Đặc biệt trong bối cảnh lãi suất neo cao khiến việc đầu tư vào nhà ở và các sản phẩm nội thất có dấu hiệu suy yếu.

Thuế đối ứng với hàng xuất khẩu vào Mỹ



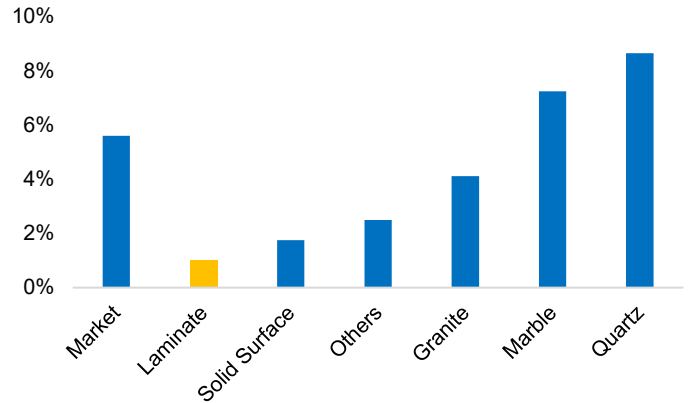
Nguồn: BVSC tổng hợp

Khả năng bị áp thuế đặc biệt lên các mặt hàng gỗ Tẩm và Ván sàn. Hiện 2 mặt hàng này đang bị điều tra và sẽ có kết quả trong tháng 10 tới đây. Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, nhiều khả năng các mặt hàng này sẽ chịu mức thuế cao hơn so với mức thuế quan đã công bố. Bên cạnh đó, BVSC cũng quan sát tỷ lệ sử dụng ván gỗ Laminates tại Mỹ đang có dấu hiệu suy yếu. Tại Mỹ, sản phẩm này đang dần bị thay thế bởi các sản phẩm Đá, vốn có chất lượng và độ bền cao hơn. Qua đó, tổng hợp nhiều yếu tố kể trên, BVSC vẫn đánh giá thị trường ván gỗ công nghiệp tại Mỹ của ACG sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn, đến từ cả những yếu tố bất định về chính sách cũng như xu hướng tiêu thụ sản phẩm tại quốc gia này.

Ước tính thị phần các vật liệu Countertops tại Mỹ năm 2022 và 2024


Nguồn: Freedonia, Expert Research, BVSC tổng hợp

Ghi chú: vòng trong cho năm 2022, vòng ngoài cho năm 2024

Dự báo tăng trưởng kép (CAGR) các loại vật liệu Countertops tại Mỹ giai đoạn 2025-2033


Nguồn: Freedonia, Caesarstone, Expert Research, BVSC tổng hợp

Mạng lưới xuất khẩu rộng trên 7 quốc gia, giúp ACG dễ dàng dịch chuyển thị trường

ACG hiện đang có văn phòng đại diện tại 7 quốc gia (Mỹ, Canada, Úc, Nhật, Lào, Malaysia và Campuchia), trong đó, Malaysia và Campuchia còn có cả showroom. Do đó, ACG có thể dễ dàng đẩy mạnh hoạt động trên một thị trường xuất khẩu khác ngoài Mỹ, để giảm thiểu tác động từ thuế quan.

Thị trường Úc hay Nhật cũng đã từng có doanh thu vài triệu USD mỗi năm trước đây, tuy nhiên ACG đã chuyển mục tiêu sang thị trường Mỹ do tiềm năng tại thị trường này quá lớn. Tại các thị trường Úc hay Nhật, ACG cũng có những đối tác lâu năm và đáng tin cậy, sẵn sàng hỗ trợ cho việc trở lại thị trường này. Tại thị trường Đông Nam Á lân cận, quy mô doanh thu vẫn ổn định qua các năm, duy trì ở mức 1-4 triệu USD trên mỗi thị trường.

Với các yếu tố kể trên, An Cường kỳ vọng trong ngắn hạn, việc chuyển dịch sẽ bù đắp được 70% phần sụt giảm từ thị trường Mỹ. Nhìn xa hơn khi An Cường dần tái khẳng định vị thế tại các thị trường này, sản lượng sẽ dần hồi phục rõ rệt và biên LNG cũng sẽ cân bằng ở mức **2x%**, theo kỳ vọng của doanh nghiệp.

Cập nhật tình hình một số hoạt động tài chính đáng chú ý

Tình hình trích lập dự phòng khoản phải thu đối với các đối tác lớn

ACG có 2 đối tác lớn đang có dư nợ khoản phải thu cao là CTCP NovaReal và CTCP Nội thất Hưng Thịnh. Tổng giá trị phải thu đối với 2 doanh nghiệp kể trên lên đến **468,3 tỷ đồng**, chiếm tỷ trọng **86,5%** tổng giá trị phải thu khó đòi. Chỉ xét riêng 2 doanh nghiệp kể trên, ACG đã trích lập dự phòng lên đến **135 tỷ đồng** trong năm 2024.

Chi tiết khoản các khoản phải thu khó đòi của ACG trong năm 2024

Chỉ tiêu (Đvt: Tỷ đồng)	2024		2023	
	Nợ gốc	Dự phòng	Nợ gốc	Dự phòng
CTCP NovaReal				
Giá trị	390,4	117,1	361,7	-
Trích lập dự phòng trong kỳ		117,1		-
CTCP Nội thất Hưng Thịnh				
Giá trị	77,9	51,1	77,9	33,3
Trích lập dự phòng trong kỳ		17,8		

Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp

Với đối tác CTCP NovaReal, công ty này có tổng dư nợ lên đến 390 tỷ đồng, bao gồm 257 tỷ đồng nợ gốc và 133 lãi vay chưa thanh toán. Trong đó đã trích lập dự phòng 117 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ 30% tổng giá trị phải thu.

Theo chia sẻ của BOD, công ty sẽ sớm ký kết để nhận 14 căn Shophouse tại dự Novaworld Phan Thiết có vị trí đẹp, nhằm xóa phần lãi cộng dồn chưa thanh toán. Giá chuyển nhượng cho ACG sẽ thấp hơn khoảng 35% so với giá bán ban đầu, nhưng giá thị trường thì đang thấp hơn 50% so với giá gốc. Đồng nghĩa với việc, ACG đang mua lại 14 căn hộ này với giá cao hơn 15% so với giá trị thị trường hiện tại, nhưng thấp hơn giá trị sổ sách. ACG chưa có kế hoạch bán ngay mà dự kiến đợi thị trường BĐS sôi động trở lại để tối ưu hóa lợi nhuận. BVSC kỳ vọng, ACG có thể hoàn nhập khoản trích lập dự phòng này sau khi công ty bán ra 14 căn hộ này.

Với các khoản nợ gốc, Công ty kỳ vọng sẽ thu hồi được phần gốc này không phải bằng tiền mà bằng bất động sản. Cụ thể là các căn hộ tại dự án Novaworld Phan Thiết. Do đó, **ACG dự kiến không trích lập dự phòng với các khoản vay của NovaReal trong năm 2025**. Ngoài ra, dòng tiền của NVL đang có dấu hiệu được gỡ rối, giúp khả năng thanh toán nợ gốc bằng tiền mặt cũng dần khả thi.

Với đối tác CTCP Nội thất Hưng Thịnh, dư nợ của công ty ghi nhận khoảng 78 tỷ đồng. Trong năm, đối tác này đã ký với ACG một hợp đồng thi công nội thất trị giá 90 tỷ đồng, và đã thanh toán ngay do ngân hàng tài trợ. Hưng Thịnh cũng cam kết sẽ trả dần qua các năm và tiến độ trả nợ cũng đang dần tích cực hơn.

Tiến trình thoái vốn CTCP Thắng Lợi Homes

Đây là khoản đầu tư của ACG vào năm 2018-2022 với tỷ lệ sở hữu lên đến **30,0%** (trước Q2.2025), tương ứng tổng giá trị đầu tư ở mức **520 tỷ đồng**. Ngoài yếu tố đầu tư vì lợi nhuận, ACG còn muốn đồng hành cùng chủ đầu tư để cung cấp các gói nội thất vào dự án này, tương tự mô hình kinh doanh tại các quốc gia nước ngoài khác. Tuy nhiên, sau khi đầu tư, thị trường BĐS có dấu hiệu chững lại và gặp khó sau đó.

Xét về CTCP Thắng Lợi Homes, dự án quan trọng nhất của công ty này là Dự án Khu đô thị Bình An Đức Hòa tỉnh Long An, với quy mô lên đến 13,1 ha. Dự án này đã nhận được chấp thuận Chủ trương đầu tư và đang tiến đến bước pháp lý tiếp theo - Xin giấy phép xây dựng. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, với giá bán khoảng 30 triệu/m², dự án này có thể thu về 2.000 tỷ đồng, tương ứng với **750 tỷ đồng** theo tỷ lệ sở hữu của ACG.

Thiết kế tổng thể khu đô thị Bình An Đức Hòa tại tỉnh Long An



Nguồn: House.com.vn, BVSC tổng hợp

Về tiến độ thoái vốn, ACG đã thoái **4,5%** cổ phần của Thắng Lợi Homes trong Q2.2025, thu về khoảng **36 tỷ đồng** lãi từ chuyển nhượng. Được biết, đã có một đơn vị hỏi mua toàn bộ số cổ phần Thắng Lợi Homes mà ACG nắm giữ với giá 800 tỷ đồng, tương ứng với mức lãi chuyển nhượng lên đến 280 tỷ đồng, nhưng đã bị ACG từ chối. BVSC đánh giá, với diễn biến hồi phục của thị trường BĐS như hiện nay, ACG nhiều khả năng sẽ hoãn tiến trình thoái vốn để ghi nhận lợi nhuận từ công ty LDLK, ước tính khoảng 750 tỷ đồng. Do tiến độ pháp lý của Khu đô thị kể trên vẫn đang bỏ ngỏ, BVSC chưa phản ánh lợi nhuận kể trên vào định giá.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2025F	2024	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	4.185	3.981	5,1%	Hoàn thành 103% KH.2025.
Nội địa	3.430	3.305	3,8%	Thời điểm bán hàng của ACG rơi vào cuối giai đoạn Xây dựng. Dựa trên khung thời gian, điểm bùng nổ về sản lượng đầu ra sẽ tập trung nhiều vào đầu 2026-2027. Về mặt giá bán, ACG không có kế hoạch tăng giá bán trong năm. BVSC dự báo sản lượng nội địa tăng trưởng 4,9% YoY trong khi giá bán giảm nhẹ 1% YoY . Tăng trưởng trên chủ yếu nhờ sản lượng bán hàng trong 1H.2025 tăng mạnh 24,8% YoY nhờ (1) Các nhà phân phối gia tăng nhập hàng để né tránh áp lực thuế quan; và (2) ACG chủ động giảm giá bán để đảm bảo công suất.
Xuất khẩu	754	676	11,6%	Trong nửa cuối năm, sản lượng xuất khẩu được dự báo sụt giảm, do (1) Các nhà sản xuất tại Mỹ đã nhập lượng lớn hàng trong 1H.2025; và (2) Việc tìm kiếm các đối tác tại quốc gia khác để đa dạng hóa nhằm bù đắp lượng hàng sụt giảm tại Mỹ sẽ cần có thời gian. Điểm sáng là ACG kỳ vọng sẽ có thể bù đắp được 70% sản lượng sụt giảm từ thị trường Mỹ.
Lợi nhuận gộp	1.258	1.251	0,5%	
Biên LNG	30,1%	31,4%		Biên LNG sụt giảm chủ yếu do biên marge xuất khẩu dự báo ở mức 19,0% cho cả năm 2025.
Doanh thu tài chính	209	163	28,2%	ACG ghi nhận lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng 4,5% cổ phần CTCP Thắng Lợi Homes. Giá trị lãi ước tính đạt 35,8 tỷ đồng .
Chi phí tài chính	(35)	(36)	-3,3%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	-	(51)	-100,0%	BVSC ước tính (1) khoản tiền phạt do chậm nộp thuế; và (2) thuế GTGT không được khấu trừ trong 2024 sẽ không còn.
LNTT	721	524	37,7%	
LNST	578	420	37,7%	
LNST - CĐTS	578	420	37,7%	Hoàn thành 129% KH.2025.

Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp và dự phóng

Dự phóng kết quả kinh doanh 2026

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2026F	2025F	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	4.523	4.185	8,1%	
Nội địa	3.762	3.430	9,7%	Dự báo sản lượng tăng trưởng 6,2% YoY trong khi giá bán cũng tăng 3,3% YoY .
Xuất khẩu	761	754	0,9%	Dự báo sản lượng sụt giảm 2,7% YoY trong khi giá bán trung bình tăng 3,7% YoY .
Lợi nhuận gộp	1.407	1.258	11,9%	
Biên LNG	31,1%	30,1%		
Doanh thu tài chính	170	209	-18,9%	Doanh thu tài chính sụt giảm do không còn khoản lãi từ chuyển nhượng CTCP Thắng Lợi Homes.
Chi phí tài chính	(34)	(35)	-1,8%	
Thu nhập/(Chi phí) ròng khác	-	-		
LNTT	774	723	7,4%	
LNST	621	580	7,4%	
LNST - CĐTS	621	580	7,4%	

Nguồn: ACG, BVSC tổng hợp và dự phóng

Định giá

BVSC sử dụng kết hợp 2 phương pháp là phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF - FCFF) và phương pháp hệ số giá so sánh (PER) để định giá cổ phiếu ACG. Giá trị hợp lý của một cổ phiếu ACG là **47.300 đồng/cp** (cao hơn **+31,4%** so với giá thị trường ngày 18/09/2025). Khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Mục tiêu	Giá trị
DCF - FCFF	46.600	70%		32.600
PER	48.800	30%	12,7x	14.700
Giá mục tiêu (đồng/cp)				47.300

Chi tiết phương pháp DCF - FCFF

BVSC xác định giá trị hợp lý theo phương pháp DCF - FCFF để xác định giá trị doanh nghiệp của hoạt động chủ đạo là chế biến và kinh doanh gỗ Công nghiệp nói chung. Điều chỉnh tăng/giảm tài sản trên báo cáo tài chính Q2.25 và cộng khoản đầu tư liên kết vào CTCP Thắng Lợi Homes do công ty đang có hoạt động thoái vốn tại công ty liên kết này. BVSC ước tính giá mục tiêu ở mức **46.600 đồng/cp**.

Chi tiết định giá theo phương pháp PER

BVSC xác định giá mục tiêu theo phương pháp PER ở mức **48.800 đồng/cp**, tương ứng với mức PER mục tiêu là **12,7x**. PER mục tiêu của ACG được xác định dựa trên trung bình có hệ số của các mẫu sau:

- PER từ các doanh nghiệp niêm yết nước ngoài có hoạt động kinh doanh tương đồng đã chiết khấu, do sự khác biệt về môi trường niêm yết và đầu tư;
- PER của các doanh nghiệp nội địa hoạt động trong cùng lĩnh vực sau khi đã chiết khấu, bởi sự khác nhau về cơ cấu hoạt động kinh doanh cũng như quy mô doanh nghiệp;
- PER trung bình trong lịch sử của ACG.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị	Chiết khấu	Mục tiêu
PER từ các doanh nghiệp nước ngoài	20%	29,5x	55%	13,3x
PER từ các doanh nghiệp nội địa	40%	12,5x	0%	12,5x
PER trung bình lịch sử của ACG	40%	12,7x	0%	12,7x
PER mục tiêu				12,7x
EPS (đồng/cp)				3.850
Giá mục tiêu (đồng/cp)				48.800

Chi tiết giá trị thống kê của các mẫu dùng trong định giá PER:

Doanh nghiệp	Mã CK	Thị trường	ROE (%)	PER
Doanh nghiệp nước ngoài (Tỷ trọng - 20%)				29,5x
Golden Home Living	603180 CH	Trung Quốc	6,4	13,8x
Dongwha Enterprise	025900 KS	Hàn Quốc	(1,3)	32,5x
Guangdong Piano Customized Furniture	002853 CH	Trung Quốc	6,3	22,4x
Jiangsu Tongrun Equipment Technology	002150 CH	Trung Quốc	4,5	48,1x
Fibreboard Industry TBK	OFII IJ	Indonesia	14,2	13,8x
Century Plyboards India	CPBI IN	Ấn Độ	22,4	46,5x
Doanh nghiệp nội địa (Tỷ trọng - 40%)				12,5x
CTCP Phú Tài	PTB VN	Việt Nam	10,9	10,9x
CTCP chế biến Gỗ Đức Thành	GDT VN	Việt Nam	11,6	11,6x
Tổng công ty Lâm nghiệp Việt Nam	VIF VN	Việt Nam	15,5	15,5x
Trung bình lịch sử của ACG (Tỷ trọng - 40%)				12,7x
CTCP Gỗ An Cường	ACG VN	Việt Nam	11,9	12,7x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, FiinProX, BVSC tổng hợp và ước tính

Khuyến nghị

Diễn biến thuế quan khó lường cùng thị trường BĐS nội địa chỉ mới hồi phục khiến bức tranh kinh doanh của ACG trong 1H.2025 chưa có nhiều khởi sắc. Tuy nhiên, khi nhìn sang viễn cảnh 2H.2025 và cả 2026, BVSC đánh giá triển vọng kinh doanh sẽ có sự cải thiện rõ rệt. Trong đó, thị trường nội địa đóng vai trò then chốt, khi điểm “rơi” bán hàng của ACG sẽ tập trung vào cuối 2025 và xa hơn đến 2027. Với vị thế dẫn đầu trong phân khúc trung và cao cấp cùng mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước, kỳ vọng mảng nội địa sẽ tăng trưởng vượt bậc, đóng góp chủ đạo vào bức tranh KQKD. Về mảng xuất khẩu, thuế quan của Việt Nam vẫn có sự cạnh tranh nhất định so với các quốc gia khác. Hơn thế nữa, với tỷ trọng không cao, ACG có thể linh hoạt mở rộng sang các thị trường khác nhanh hơn và giảm thiểu bớt ảnh hưởng từ thị trường Mỹ.

ACG duy trì mức cổ tức đều đặn bằng tiền mặt qua các năm, với tỷ lệ thực hiện dao động từ 15-16% mỗi năm. BVSC kỳ vọng, ACG sẽ tiếp tục duy trì trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ thực hiện ở mức **16%** trong những năm tiếp theo. Tỷ suất lợi tức tương ứng **4,1%** so với giá thị trường và là một điểm cộng trong hoạt động đầu tư vào cổ phiếu này.

Định giá. Sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là DCF - FCFF và PER, BVSC ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu ACG đạt **47.300 đồng/cp**, với mức upside **+31,4%** so với giá ngày 18/09/2025 (Chưa bao gồm lợi suất từ cổ tức). Khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Rủi ro. (1) Tiến độ xây dựng các dự án BĐS nội địa không như kỳ vọng; (2) Tiến độ thanh toán khoản phải thu của các đối tác bị chậm, gia tăng nguy cơ trích lập dự phòng cao; và (3) Rủi ro tăng giá NVL đầu vào.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	4.475	3.762	3.981	4.185
Giá vốn	(3.138)	(2.655)	(2.730)	(2.927)
Lợi nhuận gộp	1.338	1.108	1.251	1.258
Doanh thu tài chính	175	160	163	209
Chi phí tài chính	(57)	(45)	(36)	(35)
Lợi nhuận sau thuế	616	411	420	578

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.423	1.887	2.189	2.531
Các khoản phải thu ngắn hạn	888	1.079	932	1.034
Hàng tồn kho	1.467	1.135	968	962
Tài sản cố định hữu hình	439	405	374	324
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	616	601	780	780
Tổng tài sản	5.453	5.508	5.625	6.013
Nợ vay ngắn hạn	1.542	1.431	1.451	1.502
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	3.912	4.077	4.176	4.513
Tổng nguồn vốn	5.453	5.508	5.625	6.013

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	35,9%	-15,9%	5,8%	5,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	36,4%	-33,2%	2,1%	37,7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	29,9%	29,4%	31,4%	30,1%
Lợi nhuận thuần biên	13,8%	10,9%	10,5%	13,8%
ROA	11,8%	7,5%	7,5%	9,9%
ROE	15,7%	10,1%	10,1%	12,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	14,9%	12,8%	12,9%	12,7%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	20,8%	17,3%	17,4%	16,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.531	2.727	2.785	3.836
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.799	27.035	27.695	29.931

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Minh Khôi** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan 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 về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác 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.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển danhv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhdn@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoilm@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888