

CTCP Công nghiệp Á Mỹ (HOSE: AMY)

Ngành Vật liệu xây dựng
Ngày báo cáo 09/07/2026

Cổ phần Nhà nước 0%
Số CP lưu hành 144,5 tr
Pha loãng 144,5 tr

	AMY	Peers^	VNI
P/E (trượt)	N/A	14,9x	16,4x
P/B (ht)	N/A	1,1x	2,0x
ROA*	12,9%	3,5%	2,0%
ROE*	41,3%	6,2%	13,5%

* Số liệu 2025 của AMY; ^ DN cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

Á Mỹ (AMY) là một trong những nhà sản xuất vật liệu hoàn thiện nội thất hàng đầu Việt Nam. Công ty vận hành hai mảng cốt lõi - gạch ốp lát (gạch lát sàn và ngói lợp mái) và vinyl (sàn, tấm ốp tường và phụ kiện) - với tổng công suất sản xuất hàng năm 75 triệu m² tính đến cuối năm 2025.

Các sản phẩm chính của AMY gồm sàn vinyl SPC, LVT và WPC, gạch porcelain và ngói lợp, cùng tấm ốp tường, được phân phối qua cả kênh nội địa và xuất khẩu, trong đó Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất.

Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.998	8.919	10.729	12.876
Doanh thu % YoY	16%	27%	20%	20%
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	716	839	1.056	1.360
LNST sau CĐTS % YoY	-9%	17%	26%	29%
EPS % YoY	-9%	17%	26%	29%
Biên LN gộp	19,2%	18,0%	19,1%	19,8%
Biên LN từ HĐKD	13,7%	12,3%	13,4%	14,2%
Biên LN ròng	10,2%	9,4%	9,8%	10,6%
Biên EBITDA	17,3%	16,2%	17,4%	18,0%
ROA	12,9%	12,9%	13,4%	14,5%
ROE	41,3%	47,1%	45,3%	44,3%
DPS	10.600	2.500	3.000	3.500
Nợ vay ròng/VCSH	66,7%	67,5%	38,8%	3,5%

Động lực kép mảng vật liệu: Vinyl bút phá, gạch vững đà

- CTCP Công nghiệp Á Mỹ (AMY) là doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng, tập trung trong mảng gạch ceramic/porcelain - chủ yếu tại thị trường nội địa - và mảng sàn vinyl - động lực xuất khẩu tăng trưởng cao. Năm 2025, AMY nắm giữ 3,3% công suất gạch lát sàn phần mảnh của Việt Nam nhưng đóng góp 34% tổng giá trị xuất khẩu gạch của cả nước sang Mỹ. AMY cũng là doanh nghiệp duy nhất thuộc sở hữu Việt Nam trong nhóm 5 nhà xuất khẩu sàn vinyl lớn nhất Việt Nam, đóng góp 9% giá trị xuất khẩu sàn vinyl của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025.
- Chúng tôi dự báo doanh thu/LNST sau lợi ích CĐTS tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 23%/24% trong giai đoạn 2025–2028**, được thúc đẩy bởi CAGR doanh thu mảng gạch 16% và CAGR doanh thu mảng vinyl 26%. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ giảm trong năm 2026 do chi phí đầu vào cao hơn từ căng thẳng tại Trung Đông và khả năng chuyển chi phí sang cho khách hàng hạn chế trong bối cảnh nhu cầu liên quan đến nhà ở ở mức khiêm tốn. Từ năm 2027, biên lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi khi áp lực chi phí hạ nhiệt, hiệu suất hoạt động cải thiện và tỷ trọng đóng góp của sản phẩm cao cấp gia tăng.
- Định giá:** Chúng tôi xác định mức P/E hợp lý 11,1 lần cho AMY (xem phần định giá theo P/E). Điều này đồng nghĩa mức định giá cao hơn so với các DN cùng ngành trong nước, được hỗ trợ bởi vị thế dẫn đầu thị trường, triển vọng tăng trưởng mạnh (CAGR LNST sau lợi ích CĐTS 24% giai đoạn 2025–2028; ROE trung bình 44,5%) và vị thế thống lĩnh ở mảng vinyl, nhưng vẫn thấp hơn các DN sản xuất đồ gỗ quy mô nhỏ hơn và mức độ phủ sóng thương hiệu riêng trên toàn cầu còn hạn chế.
- Cổ tức:** AMY đặt mục tiêu tỷ lệ cổ tức 25%–40% trên mệnh giá trong năm 2026, bằng tiền mặt và/hoặc cổ phiếu.
- Rủi ro giảm giá chính:** Chi phí đầu vào cao hơn, nhu cầu liên quan đến nhà ở tại Mỹ suy yếu, cạnh tranh SPC/vinyl gia tăng, tốc độ nâng công suất các dây chuyền cao cấp mới chậm hơn, và thay đổi chính sách thương mại.

Mảng gạch: Nền doanh thu ổn định nhờ năng lực xuất khẩu và tiềm năng từ gạch khổ lớn. Mức tiêu thụ gạch của Việt Nam được dự báo tăng trưởng với CAGR khoảng 8% trong giai đoạn 2025–2030, trong khi áp lực giá sẽ hạ nhiệt khi tình trạng dư cung thu hẹp và chính sách hạn chế bổ sung công suất phân khúc thấp cấp. Mảng gạch của AMY vẫn chủ yếu phục vụ thị trường nội địa, với doanh số nội địa đóng góp khoảng 2/3 doanh thu mảng gạch. Xuất khẩu tạo thêm vùng đệm so với các DN cùng ngành. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng gạch tăng trưởng với CAGR 16% trong giai đoạn 2025–2028, được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất lên 35 triệu m²/năm vào năm 2028 (CAGR 5%) và dây chuyền gạch tấm lớn siêu cao cấp, nắm bắt nhu cầu nội địa ổn định và cải thiện cơ cấu sản phẩm.

Mảng vinyl: Nhu cầu sàn vinyl toàn cầu được dự báo tăng trưởng với CAGR 8,4% trong giai đoạn 2026–2033, theo Grand View Research, được hỗ trợ bởi nhu cầu cải tạo và xu hướng gia tăng sử dụng các vật liệu sàn chi phí thấp, bền và thân thiện môi trường. Là doanh nghiệp duy nhất thuộc

sở hữu Việt Nam trong nhóm 5 nhà sản xuất vinyl lớn nhất Việt Nam, AMY có vị thế tốt để hưởng lợi từ việc nguồn cung ứng của Mỹ dịch chuyển khỏi Trung Quốc. Chúng tôi dự báo doanh thu màng vinyl tăng trưởng với CAGR 26% trong giai đoạn 2025–2028, được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất lên 71 triệu m²/năm vào năm 2028 (CAGR 16%) và nâng cấp cơ cấu sản phẩm hướng tới các sản phẩm sản cao cấp, cho phép AMY nắm bắt nhu cầu toàn cầu gia tăng và xu hướng nguồn cung ứng "Trung Quốc + SEA".

Chu kỳ chi tiêu đầu tư XDCB tiếp theo có thể kiểm soát nhờ năng lực thực thi đã được chứng minh và quá trình giảm đòn bẩy. AMY sẽ tiếp tục ở giai đoạn đầu tư mở rộng trong năm 2026–2027, nâng công suất thiết kế lên 106 triệu m²/năm vào năm 2028 (CAGR 12% so với 2025), với vốn đầu tư XDCB tập trung vào gạch khổ lớn và các sản phẩm vinyl cao cấp. Rủi ro thực thi trong có thể kiểm soát, khi lịch sử hoạt động của AMY cho thấy khả năng mở rộng công suất hiệu quả và tốc độ nâng hiệu suất nhanh, cho phép tạo dòng tiền mạnh và giảm đòn bẩy nhanh chóng.

Mục lục

Động lực kép mảng vật liệu: Vinyl bút phá, ốp lát vững đà	1
Tổng quan Công ty	4
AMY: Nhà sản xuất vật liệu nội thất với trụ cột là gạch ốp lát và sàn vinyl.....	4
AMY nằm trong nhóm nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam ở các phân khúc	5
Vị thế cạnh tranh của AMY: Năng lực thực thi đã được chứng minh, lợi thế chi phí và đổi mới sản phẩm làm nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo	6
Chuỗi giá trị gạch: Gạch ceramic và porcelain cho lát sàn và lợp mái	7
Chuỗi giá trị vinyl: Sản phẩm sàn và ốp tường gồm SPC, LVT, WPC, cùng mở rộng sang L-SPC và PET cao cấp hơn.....	8
Mạng lưới phân phối: Mạng lưới nội địa toàn quốc và tiếp cận các nhà bán lẻ xuất khẩu hàng đầu	10
Cơ cấu chi phí: Gạch thâm dụng nhiên liệu, trong khi vinyl thâm dụng nguyên vật liệu	12
Cơ cấu doanh nghiệp.....	14
Cơ cấu cổ đông, Ban lãnh đạo (BOM) và đội ngũ quản lý.....	14
Kết quả hoạt động trong quá khứ.....	16
CAGR doanh thu vững chắc 38% giai đoạn 2021–2025, với vinyl là động lực tăng trưởng chính	16
Biên lợi nhuận và ROE mở rộng nhờ thuận lợi từ đầu vào, lợi ích quy mô và giảm đòn bẩy nhanh	17
Triển vọng	21
Thị trường gạch: Tăng trưởng nhu cầu gắn với hoạt động xây dựng và nhà ở.....	21
Tiêu thụ gạch của Việt Nam tăng trưởng CAGR 8% giai đoạn 2025–2030; giá ổn định khi dư cung hạ nhiệt	21
Mảng gạch của AMY: Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng CAGR 16% giai đoạn 2025–2028F.....	23
Vinyl: Dịch chuyển “Trung Quốc + SEA”, Việt Nam là bên hưởng lợi chính	24
Phân khúc sàn tăng trưởng nhanh nhất, dẫn dắt bởi nhu cầu cải tạo và xu hướng bền vững	24
Chuỗi cung ứng dịch chuyển khỏi Trung Quốc, Việt Nam nổi lên là bên hưởng lợi lớn nhất	26
Mảng vinyl của AMY: Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng CAGR 26% giai đoạn 2025–2028F.....	29
Triển vọng hợp nhất	30
2026F: Doanh thu tăng trưởng vững, biên lợi nhuận thu hẹp tạm thời trước khi phục hồi từ 2027F trở đi	33
Định giá bội số	35
Rủi ro đầu tư	37
Báo cáo Tài chính.....	39
Hệ thống khuyến nghị của Vietcap	40
Liên hệ.....	41
Khuyến cáo	42

Tổng quan Công ty

AMY: Nhà sản xuất vật liệu nội thất với trụ cột là gạch ốp lát và sàn vinyl

AMY là một trong những nhà sản xuất sàn hàng đầu Việt Nam. Được thành lập năm 2015, công ty có vốn điều lệ 1,4 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 7/2026. AMY hoạt động trên hai mảng cốt lõi: (1) gạch, cung cấp sản phẩm gạch lát sàn và ngói lợp mái, và (2) vinyl, cung cấp sàn, tấm ốp tường và phụ kiện. Tính đến cuối năm 2025, AMY có công suất sản xuất hàng năm 30 triệu m² gạch và 45 triệu m² vinyl, trong đó sàn vinyl chiếm 43,7 triệu m². Tấm ốp tường và phụ kiện là mảng ở giai đoạn đầu, với công suất hàng năm 1,3 triệu m², tận dụng công nghệ sản xuất vinyl hiện có của AMY.

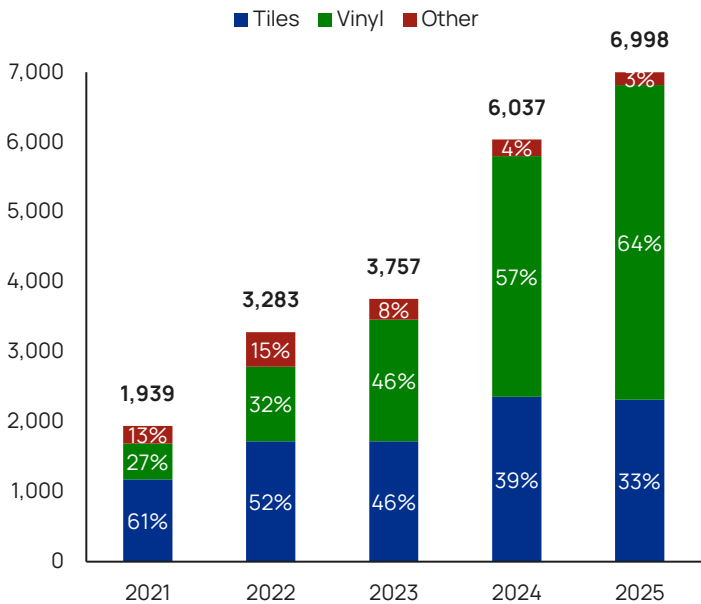
Hình 1: Công suất thiết kế của AMY (2025)

	Công suất (triệu m ² /năm)	Số dây chuyền sản xuất	Sản phẩm chính
Gạch lát sàn & ngói lợp*	30	12	Gạch lát sàn (7 dây chuyền); ngói lợp & phụ kiện (5 dây chuyền)
Sàn vinyl	44	33	SPC (25 dây chuyền, 38 triệu m ²); LVT (3 dây chuyền); WPC (5 dây chuyền)
Tấm ốp tường	1	3	Tấm ốp tường (2 dây chuyền); phụ kiện (1)
Tổng	75	48	Nhà sản xuất tấm ốp tường & sàn số 1 Việt Nam theo sản lượng

Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: *Chưa bao gồm phụ kiện ngói, vốn được tính theo số viên ngói. Năm 2025, công suất này đạt 4,5 triệu viên/năm.

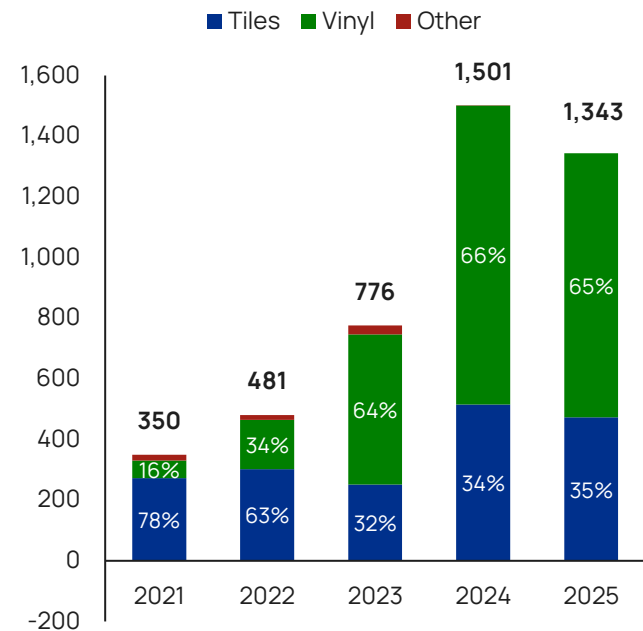
Vinyl là động lực chính về doanh thu và lợi nhuận gộp của AMY, lần lượt đóng góp 64%/65% trong năm 2025. Điều này phản ánh CAGR doanh thu nhanh 72% của mảng trong giai đoạn 2021-2025, vượt xa mức 19% của mảng gạch. Mức tăng trưởng mạnh này được thúc đẩy bởi vị thế tiên phong của AMY trong việc nắm bắt xu hướng dịch chuyển sản xuất vinyl/SPC toàn cầu từ Trung Quốc sang Đông Nam Á vào những năm 2020, trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ-Trung. Do đó, AMY mở rộng nhanh chóng với doanh thu thuần tăng trưởng CAGR 38% và LNST sau CĐTS CAGR 66% trong giai đoạn 2021-2025. Tỷ trọng đóng góp doanh thu của vinyl tăng từ 27% năm 2021 lên 64% năm 2025, qua đó chuyển đổi AMY từ một nhà sản xuất gạch nội địa thành nhà sản xuất sàn dẫn dắt bởi vinyl và hướng đến xuất khẩu.

Hình 2: Doanh thu của AMY theo mảng (tỷ đồng, %)



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 3: Lợi nhuận gộp của AMY theo mảng (tỷ đồng, %)

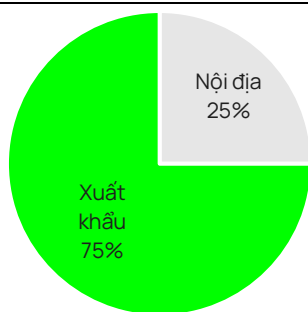


Nguồn: AMY, Vietcap

Gạch ceramic/porcelain vẫn là yếu tố cốt lõi trong hoạt động nội địa của AMY, đóng góp 67% doanh số nội địa trong năm 2025. Điều này phản ánh nhu cầu gạch ổn định của Việt Nam, được hỗ trợ bởi sự chấp nhận lâu đời của người tiêu dùng và thói quen sử dụng đã ăn sâu trong xây dựng và cải tạo nhà ở dân dụng. Nhờ đó, mảng gạch mang lại nền tảng dòng tiền tương đối ổn định.

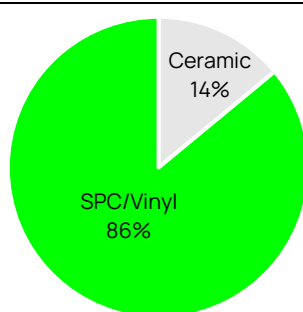
Vinyl là trụ cột trong hoạt động xuất khẩu của AMY, chiếm 86% doanh số xuất khẩu trong năm 2025. Mỹ là thị trường lớn nhất, chiếm 84% doanh số xuất khẩu trong năm 2025, tiếp theo là Nam Mỹ (7%), Bắc Mỹ ngoài Mỹ (3%), một số thị trường châu Á (4%) và châu Âu (2%). Cơ cấu doanh thu này phù hợp với nhu cầu của Mỹ đối với các giải pháp sàn bền, nhẹ, dễ lắp đặt và tiết kiệm chi phí. Điều này cũng phản ánh năng lực nắm bắt thời điểm và thực thi mạnh mẽ của ban lãnh đạo AMY trong việc tận dụng xu thế Việt Nam trở thành trung tâm sản xuất SPC cạnh tranh, khi các nhà mua Mỹ đa dạng hóa khỏi Trung Quốc trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ-Trung.

Hình 4: Doanh thu thuần theo kênh, 2025



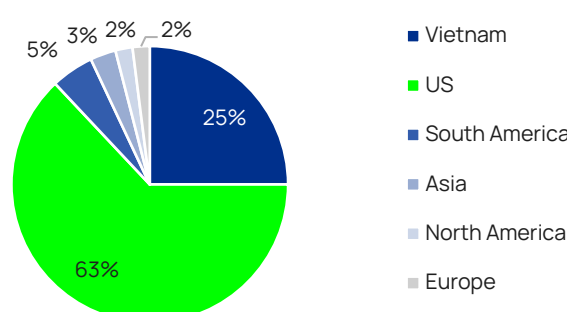
Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 5: DT xuất khẩu thuần theo mảng sản phẩm, 2025



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 6: Doanh thu thuần theo thị trường, 2025



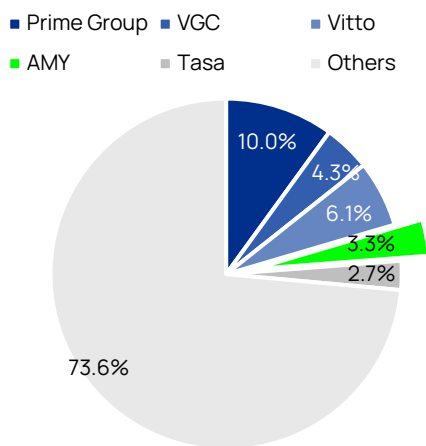
Nguồn: AMY, Vietcap

AMY nằm trong nhóm nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam ở các phân khúc

Ở mảng gạch, AMY chỉ nắm 3,3% công suất gạch lát sàn của Việt Nam trong một thị trường hết sức phân mảnh nhưng đóng góp 34% giá trị xuất khẩu gạch của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025 (xem Hình 8). Đây là con số đáng chú ý khi xét đến vị thế của Việt Nam là nhà sản xuất gạch lớn nhất ASEAN theo công suất và nằm trong nhóm mười nhà sản xuất lớn nhất toàn cầu. Chúng tôi cho rằng mức đóng góp xuất khẩu vượt trội của AMY thể hiện năng lực thực thi xuất khẩu mạnh mẽ, được hỗ trợ về mặt cấu trúc bởi chất lượng sản phẩm đạt tiêu chuẩn toàn cầu và khả năng thiết lập mạng lưới phân phối xuất khẩu.

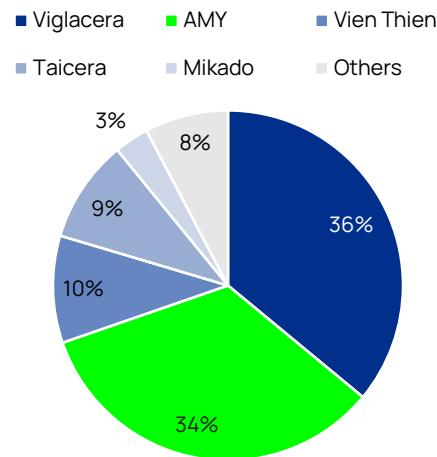
Ở mảng vinyl, AMY nằm trong nhóm năm nhà xuất khẩu sàn vinyl lớn nhất Việt Nam và là doanh nghiệp duy nhất thuộc sở hữu Việt Nam trong nhóm này. Chúng tôi cho rằng vị thế này đến từ lợi thế tiên phong của AMY, khi công ty là một trong những doanh nghiệp nội địa đầu tiên nắm bắt xu hướng dịch chuyển sản xuất vinyl/SPC từ Trung Quốc sang Đông Nam Á. AMY khởi động nhà máy vinyl đầu tiên vào năm 2020, nhìn chung phù hợp với thời điểm Việt Nam bắt đầu mở rộng thị phần trong xuất khẩu SPC toàn cầu. Năm 2025, AMY đóng góp 9% giá trị xuất khẩu sàn vinyl của Việt Nam sang Mỹ, cho thấy khả năng tiếp cận đã được thiết lập với thị trường tiêu thụ lớn nhất cho xuất khẩu sàn vinyl của Việt Nam.

Hình 7: Thị phần gạch của Việt Nam theo công suất*, 2025



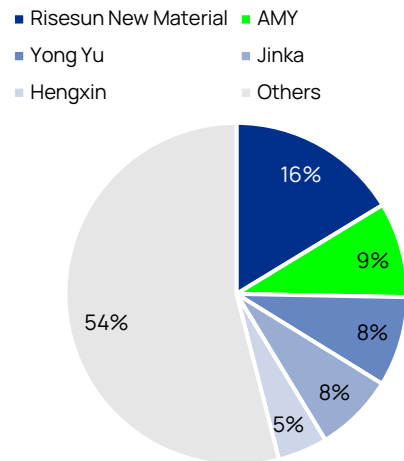
Nguồn: Website các công ty, Vietcap. Ghi chú: (*) Chỉ gạch lát sàn ceramic/porcelain

Hình 8: Thị phần các nhà xuất khẩu gạch của Việt Nam sang thị trường Mỹ theo giá trị, 2025



Nguồn: ITC, Website công ty, Vietcap

Hình 9: Thị phần các nhà xuất khẩu vinyl của Việt Nam sang thị trường Mỹ theo giá trị, 2025



Nguồn: ITC, Website công ty, Vietcap

Vị thế cạnh tranh của AMY: Năng lực thực thi đã được chứng minh, lợi thế chi phí và đổi mới sản phẩm làm nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo

Ban lãnh đạo dẫn dắt bằng năng lực thực thi với lịch sử đã được chứng minh trong việc mở rộng công suất và chuyển hóa đầu tư thành lợi nhuận: Thế mạnh cạnh tranh cốt lõi của AMY nằm ở khả năng của ban lãnh đạo trong việc nhận diện cơ hội tăng trưởng, đầu tư đón đầu nhu cầu và nâng công suất một cách hiệu quả. Việc gia nhập mảng vinyl năm 2020 là minh chứng rõ ràng khi chỉ trong vòng năm năm, AMY đã nâng công suất vinyl lên 45 triệu m² vào năm 2025, đạt hiệu suất hoạt động 62% và nằm trong nhóm năm nhà xuất khẩu vinyl lớn nhất Việt Nam. Điều này hỗ trợ CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CBTS lần lượt đạt 38%/66% trong giai đoạn 2021–2025, trong khi doanh số sang Mỹ – thị trường xuất khẩu chính của vinyl – tăng trưởng CAGR 70%. AMY hiện đang bước vào làn sóng sản phẩm tăng trưởng cao tiếp theo, bao gồm gạch khổ lớn, L-SPC, WPC và sàn nền PET (xem Hình 15), với các tín hiệu đơn hàng tích cực trong giai đoạn chạy thử. Chúng tôi cho rằng lịch sử thực thi này giúp giảm rủi ro cho chu kỳ đầu tư XDCB tiếp theo của AMY.

AMY hưởng lợi từ nền tảng chi phí sản xuất cạnh tranh của Việt Nam và lợi thế thuế quan, đặc biệt so với Trung Quốc – điều này giúp Việt Nam trở thành bên hưởng lợi lớn nhất khi khách hàng Mỹ/EU dịch chuyển sang “Trung Quốc + SEA” (xem bên dưới). Ở mảng gạch, chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị của Việt Nam ở mức 3,87 USD/m², nằm giữa Trung Quốc ở mức 4,00 USD/m² và Ấn Độ ở mức 3,75 USD/m², theo ước tính ngành. Ở mảng vinyl, chi phí đơn vị của Việt Nam ước tính ở mức 6,91 USD/m², thấp hơn khoảng 4% so với mức 7,19 USD/m² của Trung Quốc. Những lợi thế chi phí này được củng cố bởi nguồn nguyên liệu nội địa dồi dào, chi phí thấp và vị trí gần Trung Quốc – nhà cung cấp chính các phụ gia vinyl và đầu vào khác. AMY cũng hưởng lợi thế thuế tương đối so với các doanh nghiệp chế xuất (EPE), do các nhà sản xuất sản vinyl Trung Quốc hoạt động tại Việt Nam thường đăng ký là EPE và chịu thuế 5% đối với bột CaCO₃.

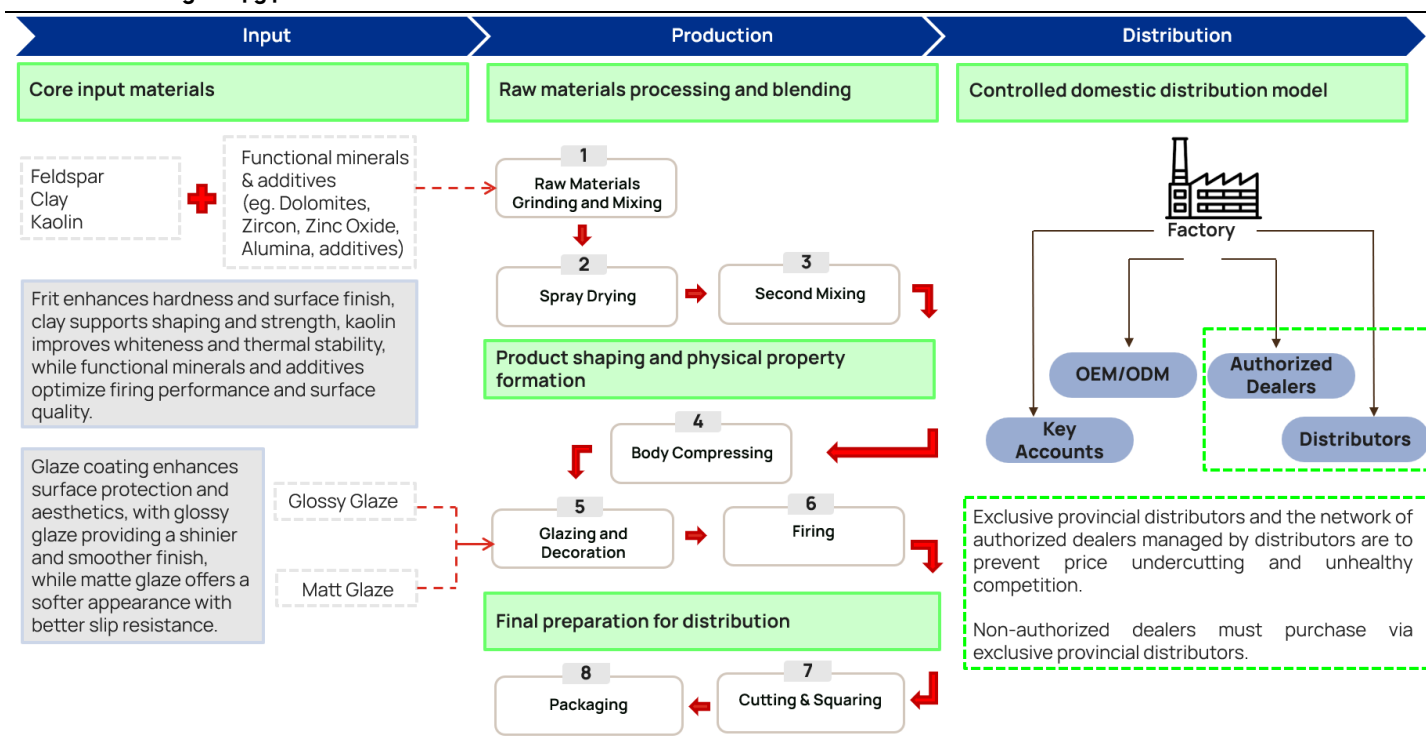
Đổi mới sản phẩm chủ động hỗ trợ khả năng chống chịu nhu cầu dài hạn của AMY, ngay cả khi yêu cầu thị trường ngày càng khắt khe hơn. AMY liên tục thể hiện khả năng nhận diện các xu hướng sản phẩm mới nổi và thương mại hóa các sản phẩm phù hợp sớm hơn các DN cùng ngành trong nước, nhờ các dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU, bí quyết sản xuất và hợp tác với các studio thiết kế toàn cầu. AMY là một trong những doanh nghiệp tiên phong của Việt Nam trong sản xuất vinyl SPC, và ngày nay công ty một lần nữa đi trước vào các nhóm sản phẩm có nhu cầu tăng như gạch khổ lớn, L-SPC, WPC và sàn nền PET, củng cố khả năng đảm bảo nhu cầu cho công suất mới và duy trì chiến lược cao cấp hóa qua các chu kỳ sản phẩm.

- Ở mảng gạch, AMY ra mắt nhiều bộ sưu tập mới mỗi năm, nhanh hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước vốn thường làm mới sản phẩm sau mỗi 2 đến 3 năm. Công ty cũng đã thương mại hóa dòng gạch mỏng 6mm so với tiêu chuẩn ngành 8mm–10mm.
- Ở mảng vinyl, AMY đang phát triển các sản phẩm thể hệ mới như L-SPC và sàn nền PET, được hỗ trợ bởi các công nghệ bề mặt tiên tiến, giúp AMY luôn đi trước các chu kỳ sản phẩm và hỗ trợ chiến lược cao cấp hóa trong từng phân khúc.

Mạng lưới phân phối rộng khắp hỗ trợ mở rộng sản lượng và thâm nhập thị trường: AMY phân phối tới hơn 35 thị trường xuất khẩu và duy trì mạng lưới nội địa vững chắc với hơn 34 nhà phân phối độc quyền và hơn 150 showroom trên toàn quốc. Công ty đặt mục tiêu mở rộng lên hơn 45 thị trường xuất khẩu (+29% YoY) vào cuối năm 2026 đồng thời củng cố mạng lưới nội địa. Quy mô phân phối này sẽ củng cố khả năng của AMY trong việc mở rộng sản lượng, gia tăng tiếp cận khách hàng và cân bằng tăng trưởng giữa kênh xuất khẩu và nội địa.

Chuỗi giá trị gạch: Gạch ceramic và porcelain cho lát sàn và lợp mái

Hình 10: Chuỗi giá trị gạch lát sàn của AMY



Nguồn: AMY, Vietcap

Nguyên vật liệu đầu vào: Tỷ trọng đầu vào trong nước cao của AMY hỗ trợ năng lực cạnh tranh về chi phí. Khoảng 95% nguyên liệu đầu vào cho gạch được thu mua trong nước, mà theo ước tính của ban lãnh đạo giúp giảm 15%–20% chi phí vận chuyển và thu mua so với các doanh nghiệp cùng ngành phụ thuộc nhập khẩu. Nguyên liệu xương gạch – chủ yếu là đất sét, cao lanh và tràng thạch – gần như được nội địa hóa hoàn toàn từ các nguồn khoáng sản lớn gần nhà máy của AMY. Nguyên liệu men cũng được thu mua trong nước khoảng 95%, chỉ có mực in chuyên dụng là nhập khẩu hoàn toàn.

Sản phẩm: Danh mục của AMY bao phủ các ứng dụng lát sàn, lợp mái và ốp tường. Công ty cung cấp độ phủ danh mục sản phẩm (SKU) rộng trên các dòng ceramic, bán sứ và porcelain, đồng thời chuyển dịch chiến lược sang các sản phẩm gạch khổ lớn cao cấp. Trong quý 2/2026, AMY giới thiệu dây chuyền gạch khổ lớn porcelain 1,2x1,2m đầu tiên, với công suất thiết kế 2,5 triệu m²/năm. Ở mức hoạt động tối đa, ban lãnh đạo ước tính dây chuyền gạch khổ lớn đầu tiên có thể tạo ra 665 tỷ đồng doanh thu (9,5% doanh thu 2025), từ việc bán khổ 1,2mx1,2m. Đây là nhóm sản phẩm cao cấp với biên lợi nhuận gộp ước tính 28-30%, cao hơn biên lợi nhuận gộp mảng gạch

hiện tại của AMY ở mức khoảng 20-22%. AMY dự kiến bổ sung một dây chuyền gạch khổ lớn 1,6x1,6m trong năm 2027, cũng với công suất thiết kế 2,5 triệu m²/năm.

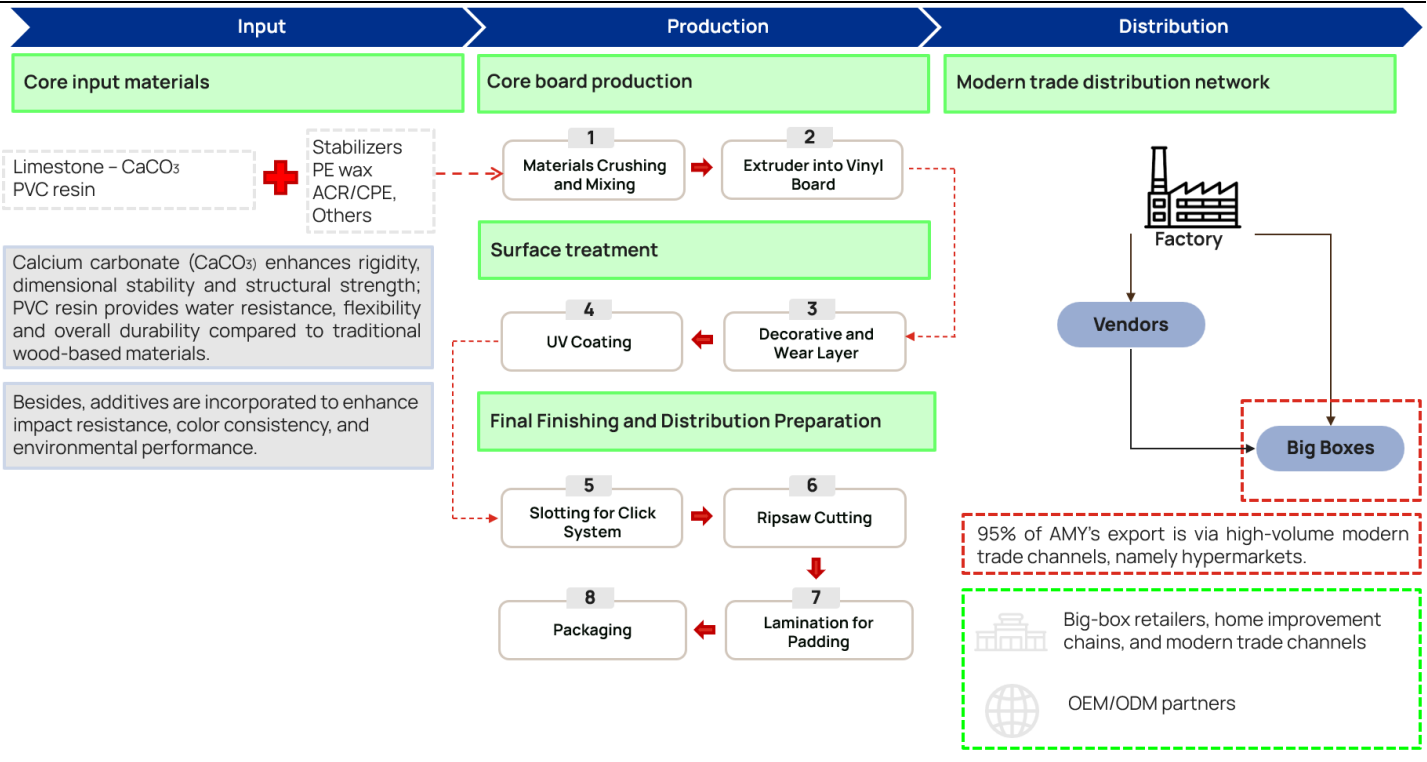
Hình 11: Danh mục và thông số sản phẩm gạch của AMY



Nguồn: AMY, Vietcap

Chuỗi giá trị vinyl: Sản phẩm sàn và ốp tường gồm SPC, LVT, WPC, cùng mở rộng sang L-SPC và PET cao cấp hơn

Hình 12: Chuỗi giá trị vinyl của AMY

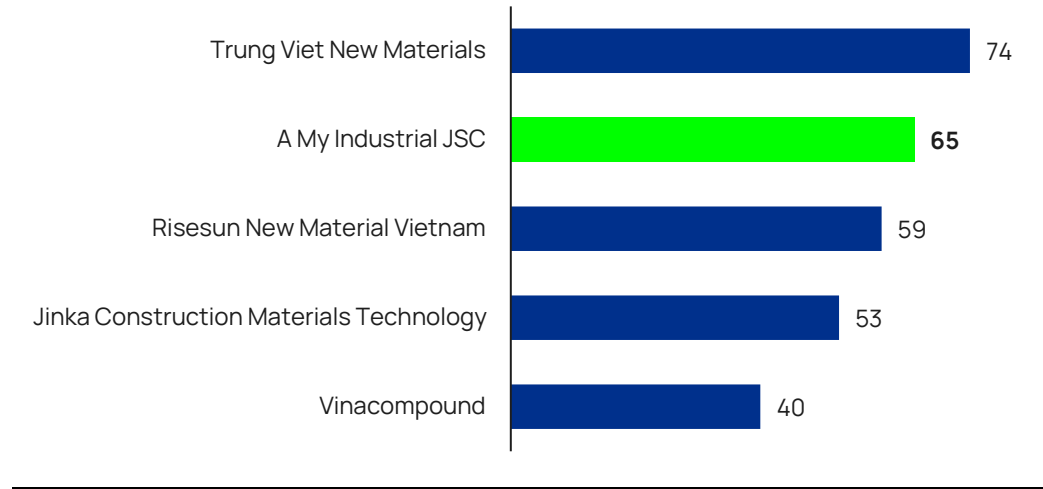


Nguồn: AMY, Vietcap

Nguyên vật liệu đầu vào: Khả năng tiếp cận đá vôi (CaCO₃) trong nước và quy mô thu mua PVC làm nền tảng cho lợi thế chi phí của AMY. Tấm lõi vinyl chủ yếu cấu thành từ CaCO₃ và nhựa PVC. AMY thu mua CaCO₃ từ các mỏ đá vôi nằm trong bán kính 20 km quanh nhà máy. Nhựa PVC được nhập khẩu qua các nhà cung cấp đa dạng tại Mỹ, Nhật Bản, Đài Loan và Trung Quốc. AMY chủ yếu sử dụng nhựa gốc dầu, nhưng mạng lưới nhà cung cấp cho phép linh hoạt chuyển đổi giữa nhựa gốc dầu và gốc than tùy theo giá và yêu cầu sản phẩm. Năm 2025, AMY nằm trong nhóm năm nhà nhập khẩu PVC lớn nhất Việt Nam, hưởng lợi từ mức chiết khấu và điều khoản thanh toán thuận lợi từ nhà cung cấp. Các đầu vào còn lại (lớp chịu mài mòn, lớp đế, phụ gia và màng trang trí) chủ yếu được thu mua từ Trung Quốc. Đến năm 2027, ban lãnh đạo đặt mục tiêu nâng tỷ lệ nội

địa hóa lớp chịu mài mòn và màng trang trí từ mức 30%–50% hiện tại lên 80%–100%, với một số nhà cung cấp nội địa đã được xác định.

Hình 13: Các nhà nhập khẩu PVC lớn nhất Việt Nam theo sản lượng (nghìn tấn, 2025)

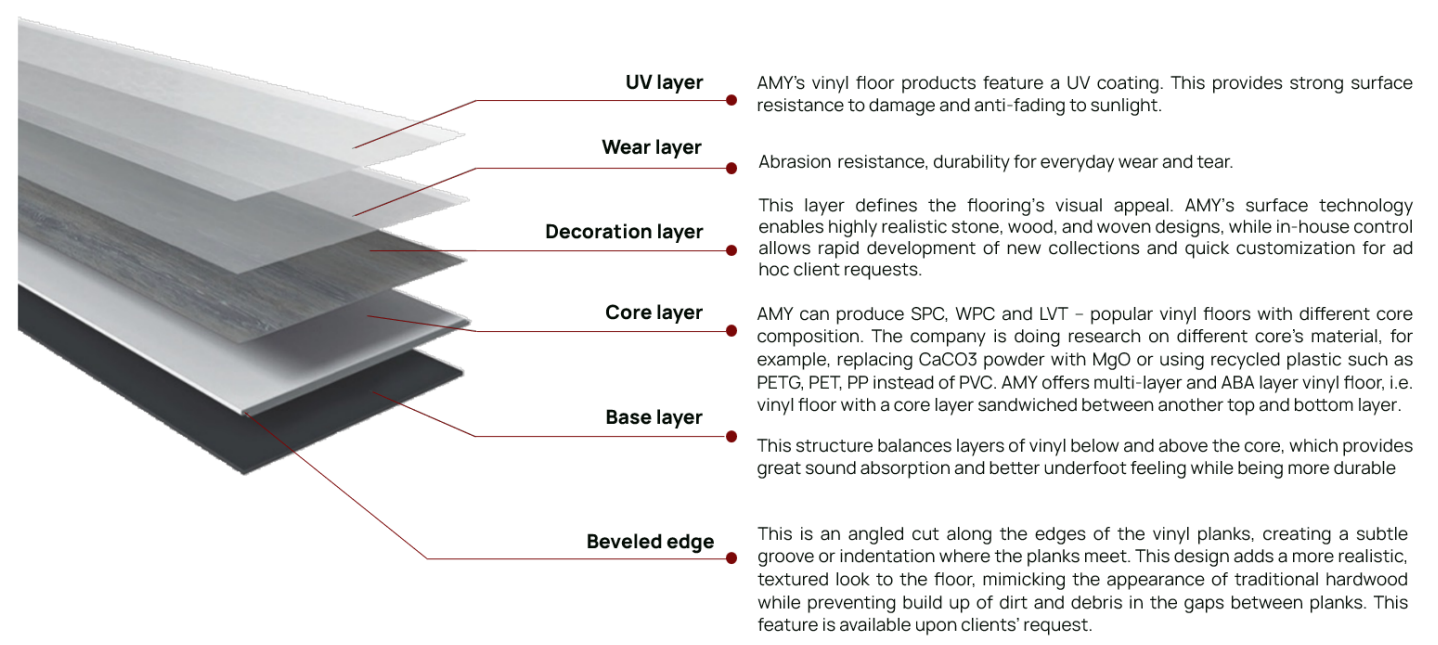


Nguồn: thitruonghatnhua, AMY, Vietcap

Sản phẩm: AMY hiện cung cấp ba nhóm sàn vinyl chính – SPC, LVT và WPC – và dự kiến mở rộng sang L-SPC và sàn nền PET từ năm 2026–2027. Các sản phẩm này có cấu trúc năm lớp về cơ bản tương tự nhau nhưng khác biệt chủ yếu ở thành phần lõi và mục đích sử dụng. SPC có hàm lượng CaCO_3 cao khoảng 70%, mang lại khả năng chịu va đập và ổn định kích thước cao, nhưng độ êm chân thấp hơn. WPC sử dụng cấu trúc lõi tạo bọt, mang lại cảm giác êm hơn và cách âm tốt hơn, nhưng độ bền thấp hơn và dễ bị lõm hơn. LVT linh hoạt và thiên về thiết kế hơn, hỗ trợ nhiều phương pháp lắp đặt và ứng dụng thẩm mỹ đa dạng, dù nhìn chung có độ bền kết cấu và độ êm chân thấp hơn SPC và WPC.

AMY định vị danh mục sàn vinyl hướng tới phân khúc sàn đàn hồi trung đến cao cấp. SPC và LVT của công ty nhắm đến phân khúc trung cấp (biên lợi nhuận gộp 20-22%), trong khi WPC, L-SPC và PET nhắm đến phân khúc cao cấp hơn (biên lợi nhuận gộp 28-30%), theo ban lãnh đạo.

Hình 14: Cấu trúc của sàn vinyl



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 15: Phân biệt các loại sàn vinyl chính

Đặc điểm	Gạch vinyl cao cấp (LVT)	Đá nhựa composite (SPC)	Gỗ nhựa composite (WPC)
Thành phần lõi	Canxi Cacbonat (CaCO3): 60-65% Nhựa PVC: 20-22% Chất hóa dẻo: 13-20%	Canxi Cacbonat (CaCO3): 70% Nhựa PVC: 18-23% Phụ gia: 5-6%	Canxi Cacbonat (CaCO3): 40-45% Nhựa PVC: 40-45% Phụ gia: 12-15%
Lắp đặt	Có thể lắp đặt bằng nhiều phương pháp, gồm dán keo, hèm khóa hoặc lát thả	Thường lắp đặt bằng hệ thống hèm khóa	Thường lắp đặt bằng hệ thống hèm khóa
Độ êm chân	Có thể cảm thấy cứng chân nếu không có lớp lót	Có thể cứng chân hơn so với WPC	Êm và thoải mái hơn nhờ chất tạo bọt trong lõi
Độ dày	Nhìn chung mỏng hơn WPC và SPC. Có thể mỏng tới 2mm	Độ dày tấm thường dao động từ 3,2 đến 6,0 mm	Độ dày tấm nhìn chung từ 6 đến 12 mm
Độ bền	Bền, nhưng có thể kém chịu lỗm và trầy xước hơn SPC hoặc WPC	Rất bền, chịu lỗm, trầy xước và va đập	Bền, nhưng có thể dễ bị lỗm hơn SPC

Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: Chúng tôi chỉ tập trung vào các sản phẩm chính của AMY, gồm WPC, SPC và LVT

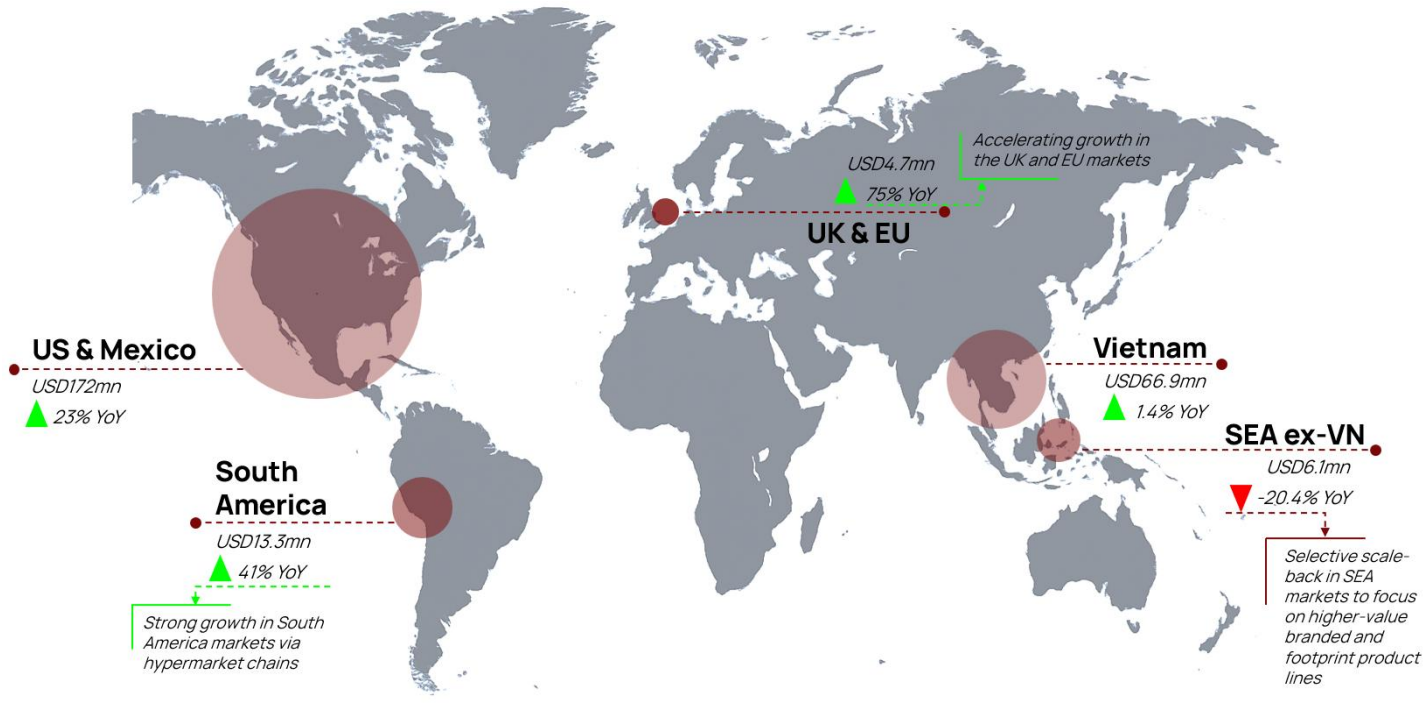
Mạng lưới phân phối: Mạng lưới nội địa toàn quốc và tiếp cận các nhà bán lẻ xuất khẩu hàng đầu

Mạng lưới phân phối nội địa được kiểm soát: AMY có mạng lưới phân phối toàn quốc với hơn 34 nhà phân phối độc quyền cấp tỉnh và hơn 150 showroom thương hiệu trên toàn quốc. Đáng chú ý, kênh dự án của AMY hiện diện tại hơn 180 công trình gồm khách sạn 5 sao, biệt thự và trung tâm thương mại, hợp tác với các nhà thầu lớn như Coteccons, Ricons và Newtecons, cùng các chủ đầu tư như Novaland, BRG và Hongkong Land.

Kênh thương mại quốc tế khối lượng lớn: Hoạt động xuất khẩu của AMY ngày càng được hỗ trợ bởi các kênh thương mại hiện đại quy mô lớn, nơi các yêu cầu thẩm định nhà cung cấp và tuân thủ nghiêm ngặt tạo nên rào cản gia nhập cao hơn.

- Đối với gạch porcelain, AMY tập trung thâm nhập các nhà bán lẻ hàng đầu tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm. Điều này bao gồm một nhà bán lẻ chuyên về sàn hàng đầu tại Mỹ - khách hàng xuất khẩu gạch lớn nhất của AMY, đóng góp 34% doanh số xuất khẩu gạch trong năm 2025 - cũng như một kênh cung ứng vật liệu xây dựng và cải thiện nhà ở lớn tại Philippines, đóng góp 13% doanh số xuất khẩu gạch trong cùng năm.
- Ở mảng sàn vinyl, AMY đã thâm nhập các nhà bán lẻ vật liệu cải thiện nhà ở lớn tại Mỹ, trong đó ba nhà bán lẻ lớn nhất cùng đóng góp 84% giá trị doanh số xuất khẩu vinyl của AMY trong năm 2025. Tại châu Âu, AMY đã mở rộng từ việc cung ứng cho các chuỗi bán lẻ thuộc một tập đoàn cải thiện nhà ở lớn sang giành được hợp đồng cung ứng OEM cho một thương hiệu nhãn riêng của tập đoàn này, vốn trước đây được cung ứng từ các nhà sản xuất Trung Quốc.

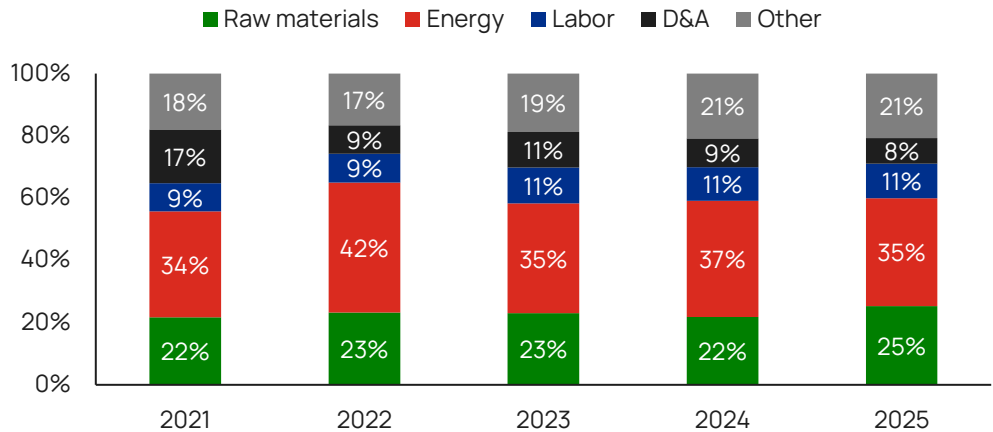
Hình 16: Doanh thu gộp của AMY theo khu vực địa lý, 2025



Nguồn: AMY, Vietcap

Cơ cấu chi phí: Gạch thâm dụng nhiên liệu, trong khi vinyl thâm dụng nguyên vật liệu

Hình 17: Cơ cấu chi phí sản xuất gạch của AMY



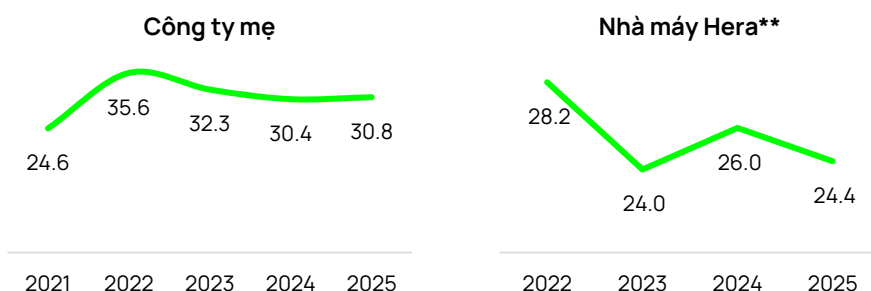
Nguồn: AMY, Vietcap

Sản xuất gạch thâm dụng năng lượng do quy trình sấy và nung ở nhiệt độ cao. Trong giai đoạn 2021–2025, chi phí nhiên liệu (than, LPG, LNG, CNG và sinh khối) chiếm bình quân 29% chi phí sản xuất gạch, trong khi điện đóng góp thêm 8%. AMY đã chủ động tối ưu chi phí năng lượng bằng cách (1) chuyển từ than sang nhiên liệu sinh khối chi phí thấp hơn ở công đoạn sấy, (2) triển khai hệ thống thu hồi nhiệt lò nung, và (3) mở rộng công suất điện mặt trời áp mái, hiện cung cấp khoảng 15% nhu cầu điện của công ty. Nhờ đó, chi phí nhiên liệu trên mỗi đơn vị gạch đã cải thiện dần trong giai đoạn (xem Hình 18 & 19). Chúng tôi lưu ý rằng nguồn than của AMY được thu mua trong nước từ tỉnh Quảng Ninh, theo ban lãnh đạo, giúp khả năng kiểm soát chi phí tốt hơn và giảm rủi ro biến động giá than nhập khẩu.

LPG là đầu vào nhiên liệu chính cho sản xuất gạch khổ lớn mới xây dựng. Là sản phẩm siêu cao cấp, gạch khổ lớn đòi hỏi nguồn nhiệt sạch và ổn định hơn để kiểm soát chất lượng bề mặt và giảm tỷ lệ lỗi. Do đó, AMY sử dụng LPG – chủ yếu từ Mỹ và Trung Đông – thay vì than cho sản xuất gạch khổ lớn. Tổng chi phí năng lượng chiếm khoảng 35%–40% chi phí sản xuất gạch khổ lớn, trong đó riêng LPG đóng góp 30%–35%. Với năm 2026F, AMY đã chốt chi phí đầu vào LPG đến quý 3/2026. Nhìn về phía trước, giá LPG tại Đông Nam Á dự kiến hạ nhiệt từ quý 3/2026, theo IEA, điều này sẽ hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận.

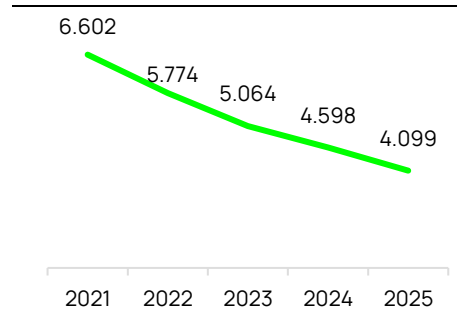
Nguyên vật liệu là yếu tố đóng góp lớn thứ hai vào chi phí sản xuất gạch. Đất sét, tràng thạch và cao lanh cùng chiếm bình quân 23% chi phí sản xuất gạch trong giai đoạn 2021–2025 và gần như được thu mua hoàn toàn trong nước, nhờ nền tảng khoáng sản dồi dào, chi phí thấp của Việt Nam. Chi phí đất sét và cao lanh của Việt Nam cạnh tranh về mặt cấu trúc so với Trung Quốc và Ấn Độ, mặc dù Trung Quốc vẫn giữ lợi thế ở các hóa chất chế biến hạ nguồn như men và mực in.

Hình 18: Chi phí năng lượng trên 1m² gạch sản xuất (nghìn đồng)*



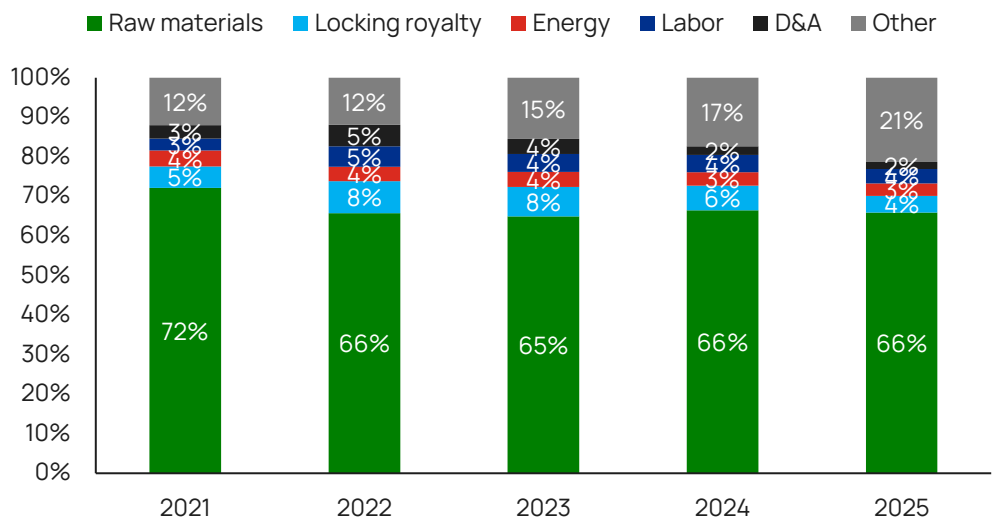
Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: *Chi phí năng lượng gồm nhiên liệu và điện. Mức tăng đột biến năm 2022 do cú sốc năng lượng; **Không bao gồm chi phí liên quan đến ngôi lợp và phụ kiện ngôi.

Hình 19: Chi phí điện/m² SPC sản xuất (nghìn đồng)**



Nguồn: AMY, Vietcap. ** Của công ty mẹ

Hình 20: Cơ cấu chi phí sản xuất vinyl của AMY



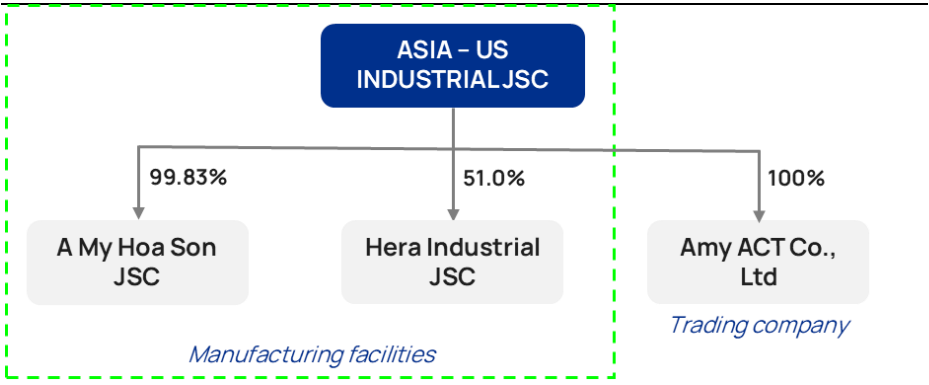
Nguồn: AMY, Vietcap

Vinyl thâm dụng nguyên vật liệu với đầu vào chiếm bình quân 66% chi phí sản xuất trong giai đoạn 2021–2025. Trong đó, riêng phần lõi (CaCO₃ + nhựa PVC) chiếm 35%. Việt Nam hưởng lợi từ kinh tế đầu vào cạnh tranh về mặt cấu trúc ở cả hai loại vật liệu, với chi phí CaCO₃ nội địa ở mức 15–16 USD/tấn so với 20–24 USD/tấn tại Trung Quốc và Ấn Độ, trong khi chi phí nhựa PVC nhập khẩu ở mức 790–830 USD/tấn vẫn cạnh tranh so với Trung Quốc (820–830 USD/tấn) và thấp hơn đáng kể so với Ấn Độ (960–980 USD/tấn). Các đầu vào chính khác gồm lớp đế (8,0%), lớp chịu mài mòn (10,3%), màng trang trí (10,4%) và lớp phủ UV (3,0%).

Phí bản quyền hệ thống hèm khóa chiếm bình quân 6,3% chi phí sản xuất trong giai đoạn 2021–2025 và đang có xu hướng giảm trên mỗi đơn vị khi sản lượng mở rộng. Các khoản phí này được trả cho công nghệ hèm khóa đã được cấp bằng sáng chế, cho phép lắp đặt tấm sàn vinyl mà không cần keo dán - yếu tố quan trọng đối với sự tiện lợi khi lắp đặt, độ bền mối nối, và là yêu cầu bắt buộc của nhiều nhà bán lẻ lớn tại Mỹ và châu Âu. Mặc dù AMY vẫn trả phí bản quyền cho các nhà cung cấp công nghệ toàn cầu như Unilin và I4F, một phần các chi phí này mang tính cố định hoặc bán cố định. Khi sản lượng vinyl tăng, AMY có thể phân bổ các chi phí này trên nền tảng khối lượng lớn hơn, giảm chi phí bản quyền trên mỗi m². Việc pha loãng chi phí này, cùng với tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm và khách hàng, mang lại cho AMY sự linh hoạt hơn để hạ giá bán bình quân nếu cần trong khi hạn chế áp lực biên lợi nhuận.

Cơ cấu doanh nghiệp

Hình 21: Cơ cấu doanh nghiệp



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 22: Các công ty thành viên và chức năng chính

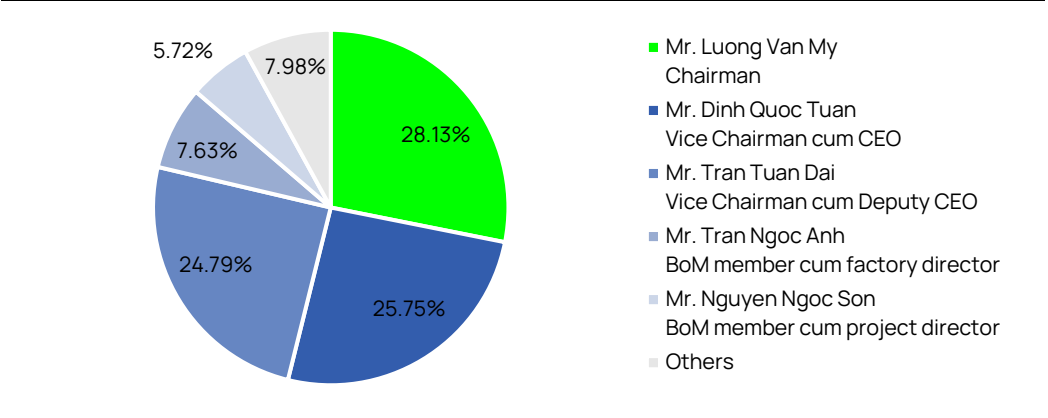
Công ty	Năm thành lập	Chức năng chính
CTCP Công nghiệp Á Mỹ	2015	- Sở hữu các nhà máy AMYGRES và AMY SPC - Quản lý thu mua nguyên vật liệu toàn tập đoàn
CTCP Á Mỹ Hòa Sơn	2017	- Sản vinyl (LVT, WPC, các biến thể SPC, tấm ốp tường)
CTCP Công nghiệp Hera	2018	- Sản xuất gạch porcelain/ceramic và ngói lợp
Công ty TNHH AMY ACT	2016	- Bộ phận thương mại – xử lý 80–90% hợp đồng bán hàng của tập đoàn

Nguồn: AMY, Vietcap

Cơ cấu cổ đông, Ban lãnh đạo và đội ngũ quản lý

Cơ cấu sở hữu do nhà sáng lập dẫn dắt, với ba nhà sáng lập cùng nắm giữ 78,7% cổ phần AMY – Chủ tịch Lương Văn Mỹ (28,1%), Phó Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc Đinh Quốc Tuấn (25,8%) và Phó Chủ tịch kiêm Phó Tổng Giám đốc Trần Tuấn Đại (24,8%) – trong khi nhóm sáng lập mở rộng nâng tỷ lệ sở hữu lên 86,6%. Phần còn lại thuộc về các lãnh đạo cấp cao và cổ đông thiểu số.

Hình 23: Cơ cấu cổ đông (2025)



Nguồn: AMY, Vietcap

Đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm với chuyên môn ngành sâu rộng làm nền tảng cho quản trị vững chắc và định hướng chiến lược: Cả năm thành viên Ban lãnh đạo đều xuất thân từ Prime Group (doanh nghiệp dẫn đầu ngành sản gạch Việt Nam, được SCG mua lại năm 2012) hoặc VITTO, mang lại chuyên môn ngành sâu rộng và các mối quan hệ chuỗi giá trị lâu năm. Chủ tịch có hơn 40 năm kinh nghiệm trong ngành vật liệu xây dựng Việt Nam, trong khi Phó Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc và các thành viên ban lãnh đạo khác mỗi người có 20–25 năm.

Đội ngũ quản lý cấp trung cũng có nền tảng tương tự – tuyển dụng từ Prime, VITTO, TASA Group, và các nhà sản xuất nhựa lớn của Việt Nam với 15–40+ năm kinh nghiệm, mang lại chiều sâu kỹ thuật trên cả hai dòng sản phẩm gạch và vinyl.

Hình 24: Hồ sơ Ban lãnh đạo

Họ tên	Tuổi	Chức danh	Nền tảng chuyên môn
Ông Lương Văn Mỹ	74	Chủ tịch	- Nhà sáng lập AMY. - Kỹ sư với 40 năm kinh nghiệm ngành, hơn 25 năm ở vị trí lãnh đạo cấp cao. - Nguyên giám đốc nhiều công ty con của Prime và cổ vấn cho VITTO.
Ông Đinh Quốc Tuấn	49	Phó Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc	- Đồng sáng lập AMY. - Kỹ sư hóa học với 25 năm kinh nghiệm. - 20 năm ở các vị trí cấp cao tại Prime và VITTO.
Ông Trần Tuấn Đại	47	Phó Chủ tịch kiêm Phó Tổng Giám đốc	- Đồng sáng lập AMY. - Chuyên gia pháp lý với hơn 20 năm chuyên môn về hành chính và nhân sự. - Nguyên Phó Giám đốc VITTO Vĩnh Phúc.
Ông Trần Ngọc Anh	51	Thành viên Ban lãnh đạo kiêm Giám đốc sản xuất	- Gia nhập AMY năm 2016. - Kỹ sư cơ khí với hơn 20 năm trong ngành vật liệu xây dựng. - Nguyên Phó Giám đốc một số công ty con của Prime.
Ông Nguyễn Ngọc Sơn	45	Thành viên Ban lãnh đạo kiêm Giám đốc dự án	- Gia nhập AMY năm 2017. - Chuyên gia sản xuất cơ khí với hơn 20 năm kinh nghiệm. - Nguyên Phó Giám đốc sản xuất VITTO Vĩnh Phúc và các vị trí khác tại công ty con của Prime.

Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 25: Hồ sơ quản lý cấp trung

Họ tên	Vị trí	Nền tảng chuyên môn
Ông Mai Tất Thắng	Giám đốc dự án	- Gia nhập AMY năm 2016. - Kỹ sư xây dựng với 40 năm kinh nghiệm. - Nguyên Phó Tổng Giám đốc Prime Group và Giám đốc các công ty con của Prime.
Ông Phan Tuấn Anh	Giám đốc AMYSPC	- Gia nhập AMY năm 2017. - 20 năm kinh nghiệm cơ khí. - Từng đảm nhiệm một số vị trí Kiểm soát Chất lượng (Q&C) tại Prime - Tiên Phong.
Bà Nguyễn Thị Lan Hương	Giám đốc AMYGRES kiêm Trưởng trung tâm R&D	- Gia nhập AMY năm 2017. - Kỹ sư hóa học với 20 năm kinh nghiệm R&D cơ khí. - Nguyên Trưởng bộ phận R&D tại TASA Group (nhà sản xuất gạch nằm trong nhóm năm lớn nhất Việt Nam).
Bà Trịnh Thị Phương Anh	Phó Giám đốc ACT – Kinh doanh Quốc tế	- Gia nhập AMY năm 2018. - Nguyên Trưởng phòng Kinh doanh tại Havina Group.
Ông Kim Thanh Quân	Phó Giám đốc Á Mỹ Hòa Sơn	- Gia nhập AMY năm 2019. - 15 năm kinh nghiệm cơ khí. - Một số vị trí sản xuất và quản lý trong ngành nhựa.
Bà Lê Ngọc Thúy	Phó Giám đốc ACT – Kinh doanh Nội địa	- Gia nhập AMY năm 2020. - Hơn 10 năm kinh nghiệm kinh doanh. - Nguyên Phó phòng tại BIDV.

Nguồn: AMY, Vietcap

Kết quả hoạt động qua các năm

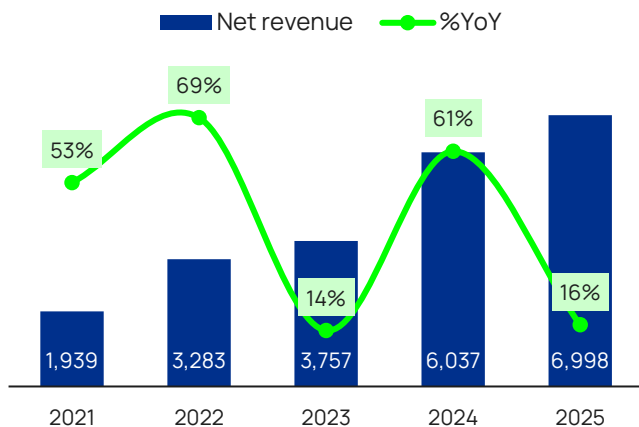
CAGR doanh thu vững chắc 38% giai đoạn 2021–2025, với vinyl là động lực tăng trưởng chính

Trong giai đoạn 2021–2025, tăng trưởng của AMY chủ yếu dẫn dắt bởi sản lượng, với doanh thu gạch tăng trưởng CAGR 19% và doanh thu vinyl ở mức mạnh hơn là CAGR 72%. Sản lượng bán gạch lát sàn & ngói đạt 22 triệu m² trong năm 2025, tương đương hiệu suất hoạt động 75% và hàm ý CAGR sản lượng 15% trong giai đoạn. Điều này được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất nhằm nắm bắt nhu cầu nội địa vững vàng và gia tăng thâm nhập xuất khẩu. Trong khi đó, sản lượng bán vinyl mở rộng lên 28 triệu m² trong năm 2025, tương đương hiệu suất hoạt động 62% và tương ứng với CAGR sản lượng 74%. Điều này phản ánh vị thế tiên phong của AMY khi là một trong những doanh nghiệp đầu tiên trong ngành tại Việt Nam nắm bắt xu hướng dịch chuyển cấu trúc sản xuất vinyl/SPC từ Trung Quốc sang Việt Nam vào những năm 2020.

Mỹ - thị trường tiêu thụ vinyl chính của AMY - đạt CAGR doanh thu 70% trong giai đoạn 2021–2025, với tỷ trọng trong tổng doanh thu thuần tăng từ 41% lên 63%. Thị trường nội địa mang lại nền tảng vững vàng, tăng trưởng CAGR 15% trong giai đoạn.

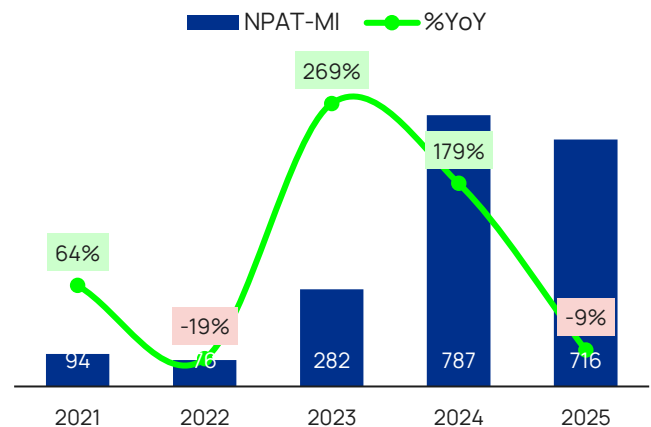
Giá bán trung bình dần cải thiện, được thúc đẩy bởi tỷ trọng gia tăng của các sản phẩm vinyl giá cao hơn trong cơ cấu doanh thu. Mặc dù giá bán trung bình nhìn chung ổn định ở cả gạch và vinyl trong giai đoạn 2021–2025, giá bán trung bình của AMY vẫn có xu hướng tăng khi tỷ trọng vinyl gia tăng mạnh. Chúng tôi lưu ý rằng khả năng duy trì ASP ở cấp độ từng mảng được hỗ trợ bởi việc nâng cấp cơ cấu sản phẩm của AMY hướng tới các sản phẩm trung đến cao cấp, bất chấp tình trạng dư cung gạch trên toàn ngành và cạnh tranh gia tăng ở vinyl trong vài năm gần đây. Năm 2025, các sản phẩm trung đến cao cấp chiếm lần lượt 95%/87% doanh thu gạch/vinyl, tăng từ mức 76%/57% năm 2021.

Hình 26: Doanh thu thuần của AMY, 2021–2025 (tỷ đồng, %)



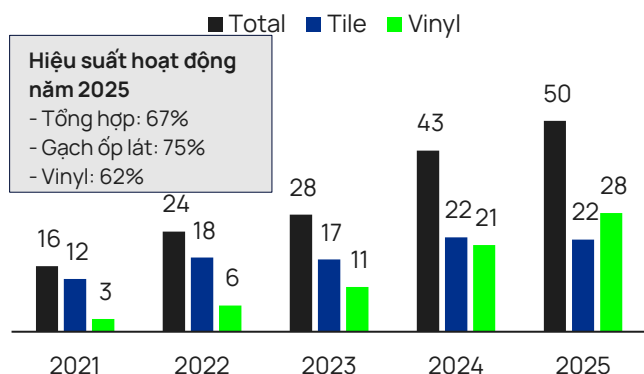
Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 27: LNST sau CĐTS của AMY, 2021–2025 (tỷ đồng, %)



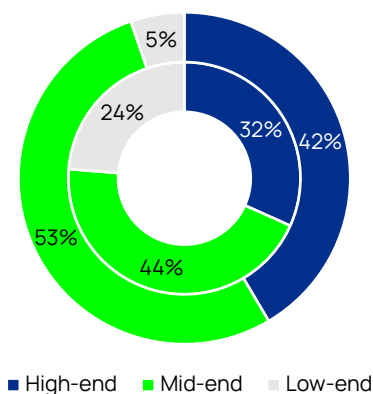
Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 28: Sản lượng sản xuất và hiệu suất hoạt động của AMY, 2021-2025 (triệu m²/năm, %)



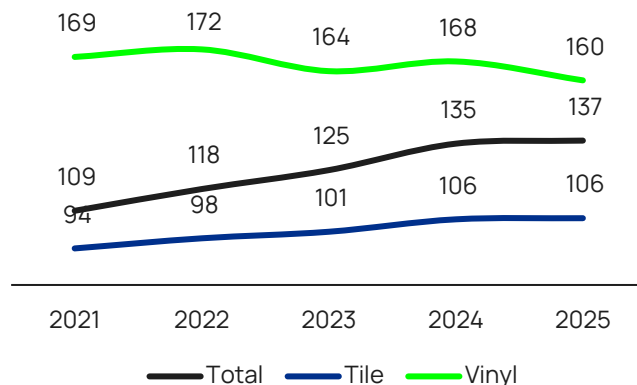
Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 30: Cơ cấu doanh số gộp gạch & ngói của AMY, 2021-2025



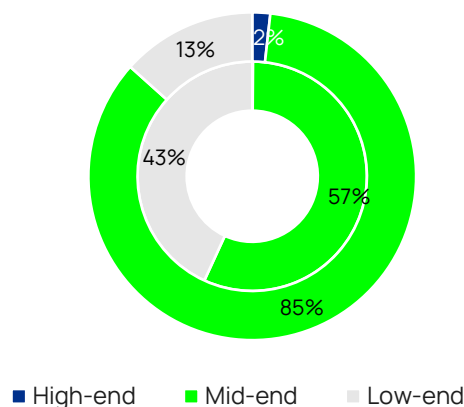
Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: Vòng trong là số liệu 2021, vòng ngoài là 2025.

Hình 29: Giá bán trung bình của AMY (nghìn đồng/m²)



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 31: Cơ cấu doanh số gộp SPC của AMY, 2021-2025



Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: Vòng trong là số liệu 2021, vòng ngoài là 2025.

Biên lợi nhuận và ROE mở rộng nhờ thuận lợi từ đầu vào, lợi ích quy mô và giảm đòn bẩy nhanh

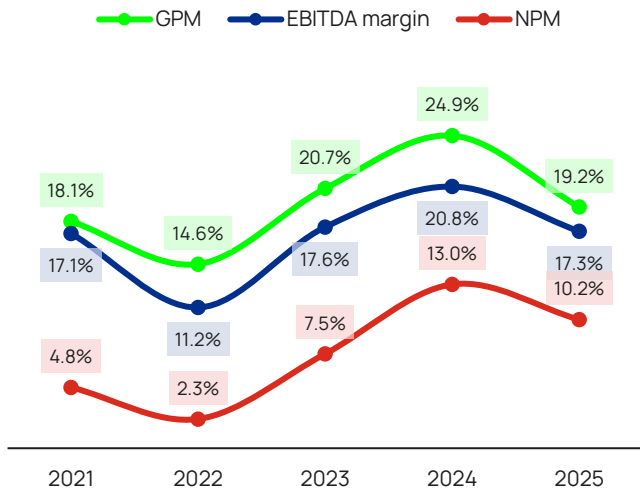
Biên lợi nhuận gộp bình quân mở rộng ổn định trong giai đoạn 2021-2024 trước khi thu hẹp trong năm 2025 do áp lực thuế quan. Trong giai đoạn 2021-2024, biên LN gộp bình quân tăng 6,8 điểm % lên 24,9%, chủ yếu nhờ (1) thuận lợi về chi phí đầu vào ở các mảng (xem Hình 34) và (2) cải thiện hiệu quả vận hành. Năm 2025, biên LN gộp giảm còn 19,2% (-5,7 điểm % YoY), chủ yếu phản ánh áp lực biên lợi nhuận tạm thời từ thay đổi thuế quan của Mỹ. Ngoài ra, AMY đã phân loại lại chi phí bản quyền hệ thống hèm khóa (bình quân 2,4% doanh thu giai đoạn 2021-2025) từ chi phí bán hàng & quản lý sang giá vốn hàng bán, làm giảm biên lợi nhuận gộp báo cáo nhưng không ảnh hưởng đến lợi nhuận từ HĐKD.

Vinyl vẫn là động lực chính mở rộng biên lợi nhuận gộp, trong khi biên lợi nhuận gạch biến động nhiều hơn. Biên lợi nhuận gộp vinyl cải thiện đều đặn trong năm năm qua, phần lớn nhờ chu kỳ giảm của chi phí đầu vào PVC. Biên lợi nhuận gộp gạch thu hẹp trong giai đoạn 2022-2023, chủ yếu do chi phí than tăng cao trong bối cảnh khủng hoảng năng lượng toàn cầu, và chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị cao hơn sau khi nhà máy gạch Hòa Sơn đi vào hoạt động. Chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị gạch tăng lên 11,6 nghìn đồng trong năm 2023 trước khi trở về mức bình thường 8,8 nghìn đồng khi sản lượng tăng lên. Cùng với việc giá than cốc tiếp tục hạ nhiệt, điều này hỗ trợ sự phục hồi vững chắc của biên LN gộp gạch.

Ngoài việc mở rộng biên lợi nhuận gộp, chi phí tài chính giảm là động lực chính giúp mở rộng biên lợi nhuận ròng. Chi phí lãi vay/lợi nhuận từ HĐKD tăng lên 53,2% trong năm 2022 khi công ty sử dụng nợ vay để tài trợ nhà máy Hòa Sơn mới. Tuy nhiên, khả năng tạo tiền mạnh hơn sau khi

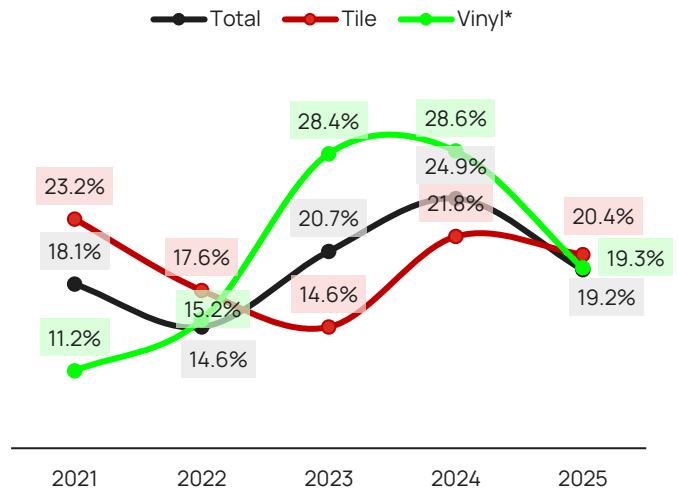
nhà máy tăng công suất đã cho phép giảm đòn bẩy nhanh, đưa chi phí lãi vay xuống còn 11,2% so với lợi nhuận từ HĐKD trong năm 2025. Biên lợi nhuận gộp tăng và gánh nặng tài chính thấp hơn đã thúc đẩy biên lợi nhuận ròng mở rộng từ 4,8% năm 2021 lên 10,2% năm 2025.

Hình 32: Biên lợi nhuận của AMY, 2021-2025



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 33: Biên lợi nhuận gộp của AMY theo mảng, 2021-2025



Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: (*) Chi phí hệ thống hèm khóa đã được ghi nhận vào giá vốn hàng bán năm 2025, trước đó thuộc chi phí bán hàng & quản lý.

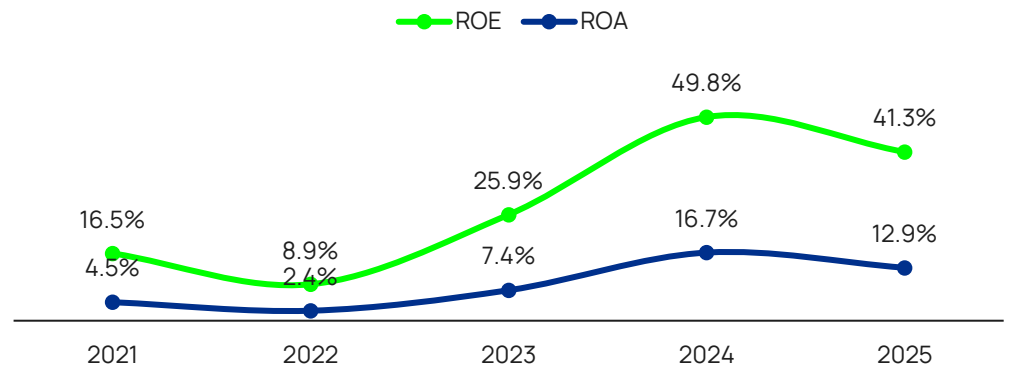
Hình 34: Giá nguyên vật liệu đầu vào chính, 2021-2025



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Sự mở rộng của ROE phản ánh việc AMY mở rộng quy mô kinh doanh thành công và giảm đòn bẩy nhanh sau giai đoạn đầu tư. ROE tăng từ 16,5% năm 2021 lên 41,3% năm 2025, được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận ròng mở rộng từ 4,8% lên 10,2% và vòng quay tài sản nhanh hơn từ 0,93 lần lên 1,26 lần khi hiệu suất hoạt động tăng lên. Các yếu tố này nhìn hơn so với sự sụt giảm của hệ số nhân vốn chủ sở hữu từ 3,2 lần xuống 2,8 lần. Chúng tôi đánh giá hệ số nhân vốn chủ sở hữu thấp hơn một cách tích cực, khi nó phản ánh khả năng của AMY trong việc trả nợ nhanh sau một chu kỳ mở rộng công suất hiệu quả. Tính đến cuối năm 2025, nợ vay ròng/VCSH của AMY ở mức 67%, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 104% trong giai đoạn đầu tư 2021-2023. Điều này báo hiệu vị thế tiền mặt đang cải thiện và tạo dư địa để AMY tài trợ đầu tư XDCB trong tương lai nếu cần.

Hình 35: ROE và ROA của AMY, 2021-2025

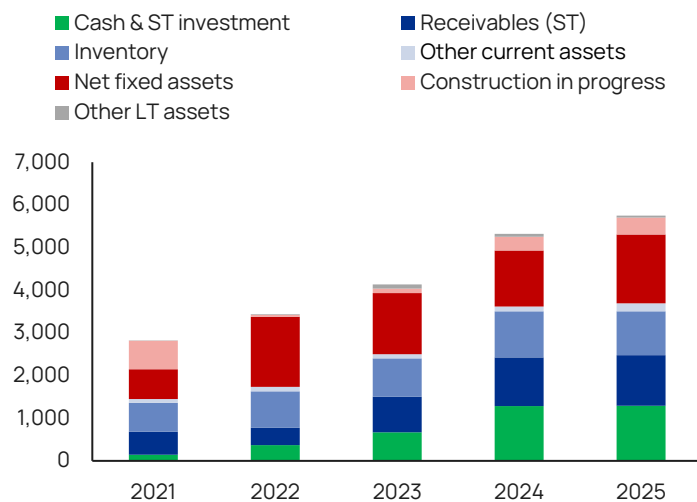


Nguồn: AMY, Vietcap

Cơ cấu tài sản phản ánh mô hình sản xuất thâm dụng tài sản, nhưng có sự dịch chuyển rõ ràng sau giai đoạn mở rộng hướng tới tối ưu hóa thanh khoản và vốn lưu động. Tài sản cố định ròng vẫn là cấu phần tài sản lớn nhất ở mức 28% tổng tài sản năm 2025, giảm từ 48% năm 2022 khi chu kỳ chi tiêu XDCB đạt đỉnh và nền tảng tài sản chuyển sang giai đoạn khai thác. Trong khi đó, tiền mặt và đầu tư ngắn hạn tăng lên 22% tổng tài sản năm 2025 từ mức 11% năm 2022, cải thiện tính linh hoạt của bảng cân đối kế toán sau giai đoạn mở rộng. Hàng tồn kho cũng giảm cả về giá trị tuyệt đối và tỷ trọng tài sản trong năm 2025 khi AMY chủ động thanh lý hàng tồn cũ và áp dụng kỷ luật tồn kho chặt chẽ hơn.

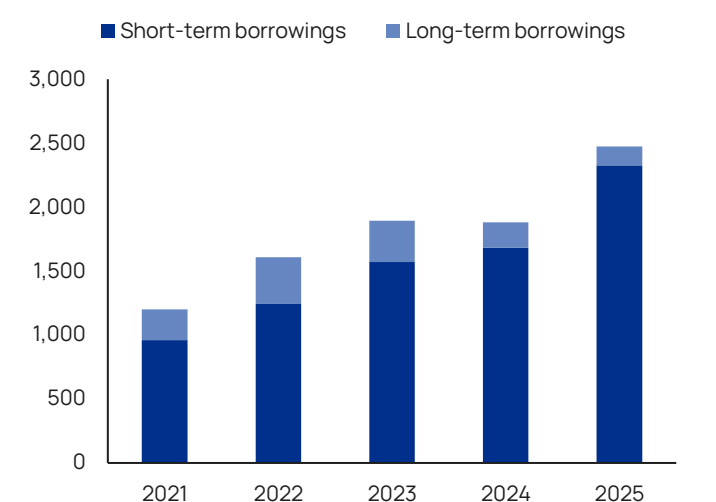
Nợ vay vẫn chủ yếu là ngắn hạn và được dẫn dắt bởi vốn lưu động. Việc nợ ròng tăng vào cuối năm 2025 phản ánh sự gia tăng tạm thời của vốn lưu động khi khách hàng đẩy nhanh đơn hàng trước thời điểm áp thuế của Mỹ vào tháng 10/2025. Với việc vay nợ chủ yếu tài trợ cho khoản phải thu và hàng tồn kho thay vì đầu tư XDCB dài hạn, rủi ro đòn bẩy vẫn trong tầm kiểm soát, với điều kiện việc thu hồi công nợ xuất khẩu bình thường hóa sau đợt đẩy đơn hàng do thuế quan.

Hình 36: Cơ cấu tài sản của AMY, 2021-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 37: Cơ cấu nợ vay của AMY, 2021-2025 (tỷ đồng)



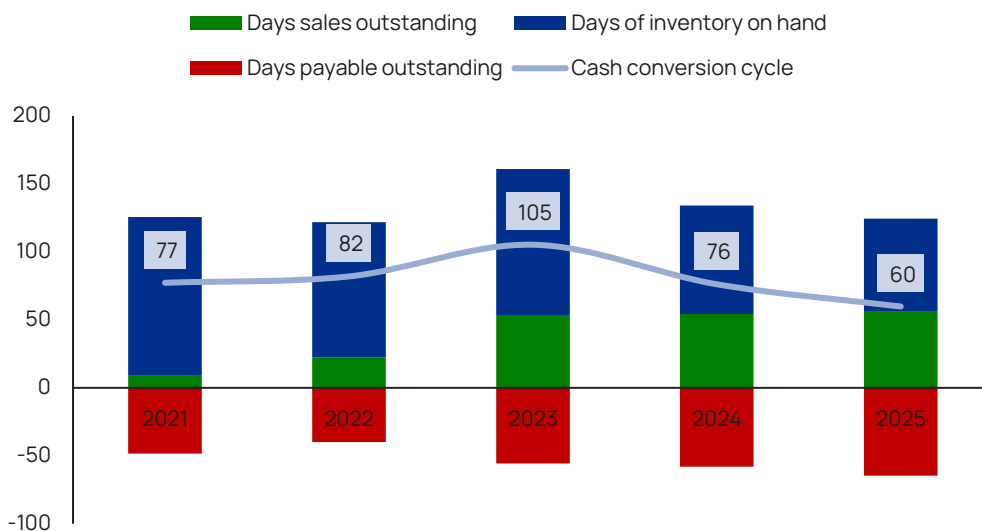
Nguồn: AMY, Vietcap

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt: Tăng trưởng dẫn dắt bởi xuất khẩu đã kéo dài khoản phải thu, nhưng kỷ luật tồn kho đã kiểm chế áp lực vốn lưu động

- Số ngày phải thu** đã tăng kể từ năm 2021, đạt 56 ngày trong năm 2025, khi công ty mở rộng xuất khẩu vinyl, đặc biệt sang Mỹ. Các lô hàng sang Mỹ thường cần gần hai tháng vận chuyển trước khi khách hàng thanh toán trong khoảng 30 ngày, trái ngược với mô hình phân phối nội địa nơi khách hàng thường trả trước và số ngày phải thu ở mức tối thiểu.

- **Số ngày tồn kho** giảm từ 117 ngày năm 2021 xuống 68 ngày năm 2025, nhờ lập kế hoạch sản xuất tốt hơn, quy mô tăng và việc thanh lý tồn kho chủ động. AMY thường duy trì lượng tồn kho tương đương 12 tuần sản xuất, điều chỉnh theo loại đầu vào.
- **Số ngày phải trả** kéo dài nhẹ từ 48 ngày năm 2021 lên 65 ngày năm 2025, bù đắp một phần cho khoản phải thu dài hơn.

Hình 38: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của AMY, 2021-2025

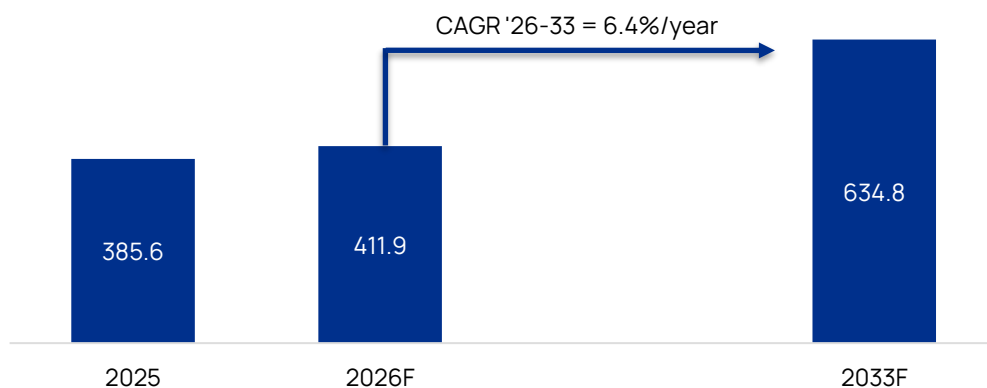


Nguồn: AMY, Vietcap

Triển vọng

Thị trường sàn toàn cầu được dự báo tăng trưởng với CAGR 6,4% trong giai đoạn 2026–2033, với sàn cứng vẫn là xương sống, theo Grand View Research. Sàn cứng (ceramic, porcelain, đá và gỗ cứng) tiếp tục chiếm ưu thế, chiếm hơn 60% tổng nhu cầu. Điều này phản ánh các lợi thế cấu trúc của sàn cứng về độ bền, tính đa dụng và sự phù hợp trên cả ứng dụng dân dụng và thương mại. Trong bức tranh này, gạch vẫn là một phân khúc cốt lõi, được hỗ trợ bởi nhu cầu đã được thiết lập ở cả thị trường mới nổi và phát triển.

Hình 39: Dự báo quy mô thị trường sàn toàn cầu (tỷ USD)

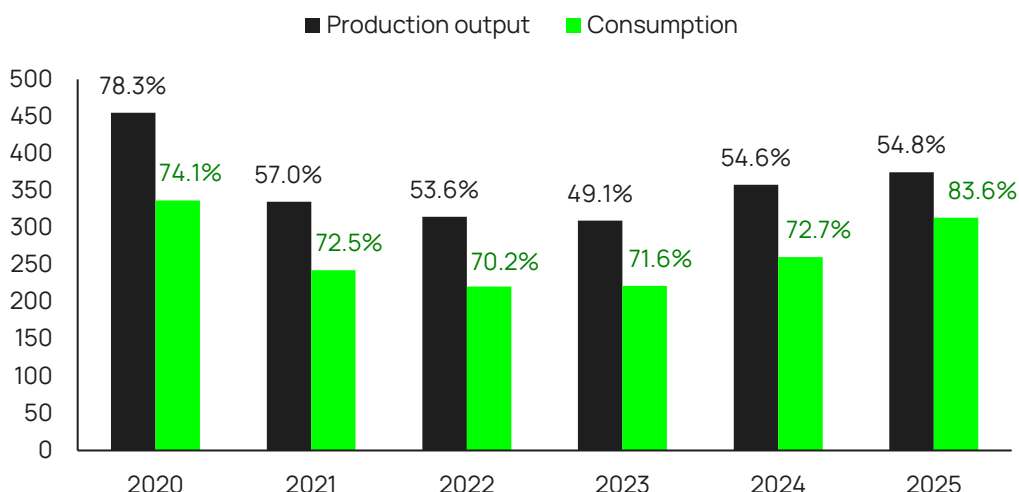


Nguồn: Grand View Research, Vietcap

Thị trường gạch: Tăng trưởng nhu cầu gắn với hoạt động xây dựng & nhà ở

Tiêu thụ gạch của Việt Nam tăng trưởng CAGR 8% giai đoạn 2025-2030; giá ổn định khi dư cung hạ nhiệt

Hình 40: Bức tranh cung-cầu gạch của Việt Nam



Nguồn: Hiệp hội Gốm sứ Việt Nam. Ghi chú: Bao gồm gạch lát sàn ceramic/porcelain, granite và cotto. Tỷ lệ % màu đen thể hiện hiệu suất hoạt động; tỷ lệ % màu xanh thể hiện tiêu thụ nội địa tính theo phần trăm tổng sản lượng sản xuất.

Ngành gạch quy mô lớn của Việt Nam đã đối mặt với tình trạng dư cung mang tính cấu trúc kể từ năm 2020 trong bối cảnh thị trường bất động sản suy giảm kéo dài. Tổng công suất thiết kế của cả nước đạt gần 900 triệu m²/năm vào cuối năm 2025, hàm ý CAGR 3,9% trong giai đoạn 2021–2025, với doanh thu hàng năm ước tính 3,5 tỷ USD – xếp Việt Nam số 1 ASEAN và nằm trong nhóm 10 nhà sản xuất lớn nhất thế giới. Tuy nhiên, nhu cầu nội địa bị hạn chế bởi các gián đoạn do COVID-19, việc tăng lãi suất năm 2022 và tình trạng đóng băng trái phiếu doanh nghiệp, khiến hiệu suất hoạt động bình quân toàn ngành ở mức 55% kể từ năm 2021. Bất chấp chu kỳ yếu này,

tổng tiêu thụ gạch vẫn tăng trưởng CAGR 6,6% trong giai đoạn 2021–2025, với nội địa hấp thụ 70%–85% tổng sản lượng và xuất khẩu đóng góp thêm 10%–15%.

Việt Nam đang dần củng cố vị thế trong xuất khẩu gạch toàn cầu. Theo ITC, tỷ trọng của Việt Nam trong giá trị xuất khẩu gạch ceramic/porcelain toàn cầu tăng từ 0,8% năm 2021 lên 1,4% năm 2025. Như đã đề cập, chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị gạch của Việt Nam ước tính ở mức 3,87 USD/m², nằm giữa mức 4,00 USD/m² của Trung Quốc và 3,75 USD/m² của Ấn Độ, được hỗ trợ bởi nguồn cung đất sét, cao lanh và tràng thạch nội địa dồi dào. Nền tảng chi phí này, kết hợp với khả năng tiếp cận xuất khẩu được cải thiện, sẽ giúp các nhà sản xuất Việt Nam có quy mô, chất lượng sản phẩm và tiềm lực tài chính – như AMY – có được vùng đệm trong bối cảnh dư cung nội địa và khả năng cạnh tranh có chọn lọc tại các thị trường nước ngoài.

Hình 41: Lợi thế cạnh tranh của Việt Nam trong ngành sản gạch

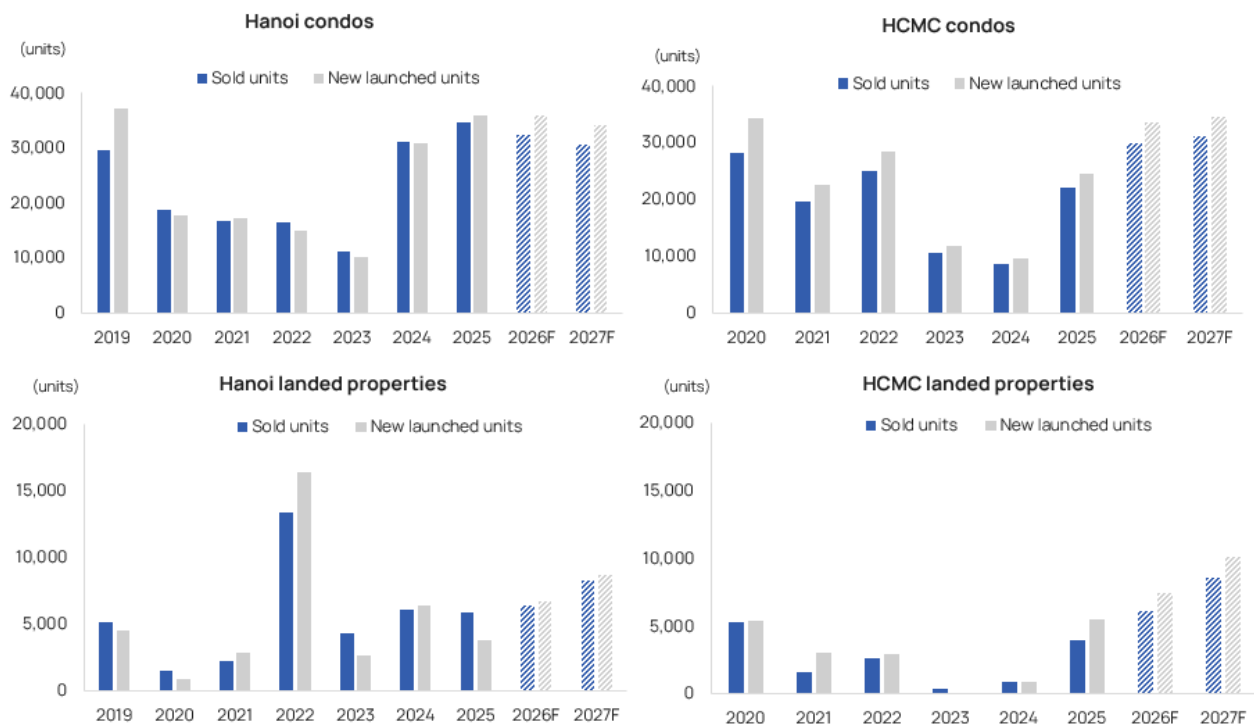
	Việt Nam	Trung Quốc	Ấn Độ
Chi phí lao động	5.052 USD	12.068 USD	5.015 USD
Chi phí điện	7,6 cent Mỹ/kWh	8,9 cent Mỹ/kWh	6-7 cent Mỹ/kWh
Đất sét, cao lanh và tràng thạch	- Dồi dào và có thể thu mua từ nhà cung cấp nội địa. - Thời gian giao hàng: 3-5 ngày.	- Dồi dào và có thể thu mua trong nước. - Chi phí khai thác và sản xuất đang tăng do chính sách bảo vệ môi trường của Trung Quốc.	- Dồi dào và có thể thu mua từ nhà cung cấp nội địa. - Thời gian giao hàng: 3-30 ngày.
Men và mực in	- Men: 95% nội địa, 5% nhập khẩu (hầu hết nguồn nhập khẩu đều có hiện diện tại Việt Nam). - Mực in: 100% nhập khẩu. - Thời gian giao hàng: 2-7 ngày.	- Men: 90% nội địa, 10% nhập khẩu. - Mực in: 50% nội địa, 50% nhập khẩu. - Thời gian giao hàng: 2-10 ngày.	- Men: 80% nội địa, 20% nhập khẩu. - Mực in: 30% nội địa, 70% nhập khẩu.
Thuế quan và quan hệ thương mại	Quan hệ tốt trên toàn cầu; gần như không có thuế chống bán phá giá.	Thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ dao động từ hơn 50% đến 458%.	Đang bị điều tra thuế quan Mỹ, ước tính từ 408% đến 828%.

Nguồn: JETRO, Khảo sát 2024 về Điều kiện Kinh doanh của các Doanh nghiệp Nhật Bản Hoạt động ở Nước ngoài (châu Á và châu Đại Dương), AMY, Vietcap

Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ gạch nội địa của Việt Nam tăng trưởng với CAGR 8% trong giai đoạn 2025–2030, nhìn chung bám sát sự phục hồi của hoạt động xây dựng. Mordor Intelligence dự báo ngành xây dựng Việt Nam mở rộng với CAGR 7,5% trong cùng giai đoạn lên 107,5 tỷ USD, được hỗ trợ bởi (1) chi tiêu hạ tầng công, (2) dòng vốn FDI phục hồi, và quan trọng nhất đối với nhu cầu gạch - (3) sự phục hồi của chu kỳ bất động sản nhà ở. CBRE kỳ vọng chu kỳ tái mở bán nhà ở tăng tốc trong giai đoạn 2026–2027, trong khi nhóm bất động sản của Vietcap dự báo giao dịch sơ cấp tăng 10–15% trong năm 2026 và 5% trong năm 2027. Các luật bất động sản mới có hiệu lực từ năm 2024 mang lại thêm sự minh bạch trong phê duyệt dự án, khả năng tiếp cận vốn và tính rõ ràng trong triển khai, dần tháo gỡ các dự án bị trì hoãn kể từ năm 2022. Nhờ đó, các dự án nhà ở và thương mại thâm dụng gạch sẽ thúc đẩy sự gia tăng rõ rệt của tiêu thụ gạch nội địa trong thời gian tới.

Nhu cầu liên quan đến nhà ở nội địa: Phục hồi dẫn hỗ trợ tiêu thụ gạch. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, khi kỳ vọng điều kiện lãi suất dần ổn định trong nửa cuối năm 2026 và biến động vĩ mô được kiểm chế, nhóm bất động sản nội bộ của chúng tôi kỳ vọng giao dịch sơ cấp của Việt Nam duy trì tăng trưởng so với cùng kỳ trong năm 2026. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhu cầu thực vững vàng, nhu cầu đầu tư dài hạn có chọn lọc, nguồn cung mới cao hơn, phát triển hạ tầng tiếp diễn và các chính sách ưu đãi bán hàng của chủ đầu tư nhằm bù đắp lãi suất vay mua nhà cao hơn. Đến cuối năm 2026, hoạt động bất động sản sẽ tiếp tục tăng tốc sau khi khởi động sớm kể từ cuối tháng 3. Mặc dù sự phục hồi có thể vẫn không đồng đều giữa các dự án và phân khúc, sự khởi sắc của giao dịch sơ cấp sẽ tạo nền tảng hỗ trợ cho nhu cầu gạch nội địa.

Hình 42: Dự báo hàng năm của CBRE về giao dịch sơ cấp tại Hà Nội và TP.HCM[^]



Nguồn: Dữ liệu lịch sử và dự báo của CBRE về giao dịch căn hộ và nhà liền thổ sơ cấp, Vietcap và ước tính dựa trên các báo cáo và biểu đồ của CBRE. (^) Lưu ý rằng dữ liệu TP.HCM của CBRE để cập đến TP.HCM mới - bao gồm Bình Dương và Bà Rịa - Vũng Tàu.

Áp lực giá gạch sẽ hạ nhiệt khi tình trạng dư cung dịu đi trong khi cơ quan quản lý tăng cường nỗ lực bảo vệ các nhà sản xuất trong nước. Theo Quyết định 1266/QĐ-TTg (18/08/2020), Việt Nam giới hạn công suất gạch không quá 950 triệu m²/năm vào năm 2030, tương đương với CAGR chỉ 1,1% trong giai đoạn 2025-2030, trong khi công suất mới nên tập trung vào các sản phẩm giá trị cao và khổ lớn. Đồng thời, cơ quan quản lý đang tăng cường nỗ lực bảo vệ các nhà sản xuất trong nước, bao gồm việc Bộ Công Thương điều tra chống bán phá giá đối với gạch nhập khẩu từ Ấn Độ và siết chặt kiểm tra hải quan đối với khả năng khai sai mã HS của hàng nhập khẩu Trung Quốc từ năm 2025. Chúng tôi cho rằng các biện pháp này sẽ hỗ trợ ổn định môi trường giá nội địa, đặc biệt ở phân khúc thấp đến trung cấp, đồng thời có lợi cho các doanh nghiệp có đủ quy mô và năng lực tài chính - như AMY - để đầu tư vào các sản phẩm khổ lớn, giá trị cao.

Mảng gạch của AMY: Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng CAGR 16% giai đoạn 2025-2028F

Chúng tôi dự báo doanh thu gạch của AMY đạt CAGR 16% trong giai đoạn 2025-2028, chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng sản lượng mạnh cùng mức tăng ASP khiêm tốn. Trong giai đoạn 2025-2028, AMY dự kiến mở rộng công suất gạch lát sàn và ngói lợp từ mức 30 triệu m²/năm hiện tại lên 35 triệu m²/năm, trong đó 5 triệu m²/năm đến từ gạch khổ lớn trong giai đoạn 2026-2027. Kế hoạch này phù hợp với mục tiêu của Chính phủ về việc hạn chế mở rộng công suất phân khúc thấp-trung cấp trong khi ưu tiên mở rộng gạch khổ lớn giá trị cao. Chúng tôi dự phóng sản lượng gạch của AMY đạt 24,6/26,8/29,5 triệu m², tương đương hiệu suất hoạt động 83%/79%/84% (so với 75% năm 2025). Điều này tương ứng với CAGR 11% trong giai đoạn 2025-2028. Chúng tôi dự phóng giá bán gạch trung bình tăng với CAGR 5,0% trong giai đoạn, được hỗ trợ bởi việc tiếp tục nâng cấp cơ cấu sản phẩm, đặc biệt ở gạch khổ lớn, cùng với môi trường giá lành mạnh hơn cho ngành gạch Việt Nam.

Chúng tôi xem việc AMY mở rộng sang gạch khổ lớn là minh chứng cho khả năng nắm bắt thời điểm thị trường và chiến lược cao cấp hóa mạnh mẽ của ban lãnh đạo. Theo Mordor Intelligence, các sản phẩm khổ lớn chiếm 20-25% tiêu thụ gạch lát sàn của Việt Nam năm 2024 và được kỳ vọng là phân khúc tăng trưởng nhanh nhất, với CAGR 15% trong giai đoạn 2026-2030.

Gạch khổ lớn thường tạo ra biên lợi nhuận gộp 28-30%, tùy kích thước, theo ban lãnh đạo, so với 20-22% của danh mục sản phẩm hiện có của AMY. AMY ra mắt dây chuyền gạch khổ lớn 1,2x1,2m đầu tiên trong quý 2/2026 và dây chuyền 1,6x1,6m thứ hai dự kiến trong năm 2027, mỗi dây chuyền có công suất thiết kế 2,5 triệu m²/năm. Chúng tôi dự báo sản lượng bán gạch khổ lớn đạt 1,2/3,4/3,7 triệu m² trong năm 2026/27/28, tương đương hiệu suất hoạt động 50%/70%/75%. Chúng tôi giả định giá bán trung bình ở mức 200/210/221 nghìn đồng/m² trong giai đoạn, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc AMY giới thiệu ban đầu khổ 1x1m và sự dịch chuyển cơ cấu dần sang gạch khổ lớn hơn (tức 1,2m x 1,2m; 1,6m x 1,6m) với giá bán trung bình cao hơn. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng đóng góp của gạch khổ lớn vào doanh thu gạch tăng từ 9% năm 2026 lên 22% năm 2028.

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp gạch thu hẹp còn 17,2% trong năm 2026 (-3,2 điểm % YoY) trước khi phục hồi lên 19,5% năm 2028. Áp lực biên lợi nhuận ngắn hạn chủ yếu phản ánh (1) việc thanh lý hàng tồn kho sản phẩm biên lợi nhuận thấp, làm giảm biên lợi nhuận gộp gạch quý 1/2026 xuống 11,0% (-7,6 điểm % YoY), và (2) chi phí đầu vào tăng trong bối cảnh căng thẳng Trung Đông và chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị cao hơn từ hoạt động của các dây chuyền gạch khổ lớn. Từ năm 2027 trở đi, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận phục hồi dần, được thúc đẩy bởi môi trường giá lành mạnh hơn khi dư cung ngành thu hẹp và (2) cơ cấu sản phẩm tiếp tục dịch chuyển sang phân khúc trung-cao cấp. Chúng tôi kỳ vọng tác động hạn chế từ biến động giá năng lượng toàn cầu trong bối cảnh căng thẳng Trung Đông, nhờ nguồn than hoàn toàn nội địa của AMY theo cơ chế giá than được kiểm soát của Việt Nam. So với thời điểm trước xung đột, chi phí than của AMY chỉ tăng nhẹ 1,5%.

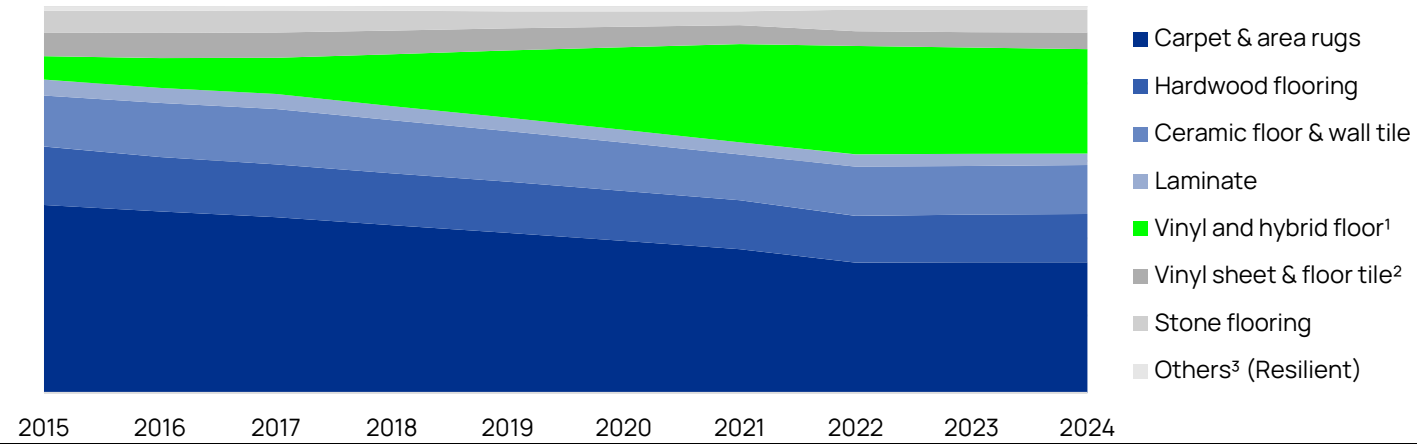
Vinyl: Dịch chuyển “Trung Quốc + SEA”, Việt Nam là bên hưởng lợi chính

Phân khúc sàn tăng trưởng nhanh nhất, dẫn dắt bởi nhu cầu cải tạo và xu hướng bền vững

Sàn vinyl đang nổi lên là phân khúc sàn tăng trưởng nhanh nhất toàn cầu, với CAGR dự báo **8,4% trong giai đoạn 2026–2033, theo Grand View Research**. Tăng trưởng chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) hoạt động cải tạo nhà ở, (2) mở rộng hạ tầng thương mại, và (3) sự dịch chuyển mang tính cấu trúc sang các giải pháp sàn bền, tiết kiệm chi phí. Mỹ và EU là hai thị trường nhập khẩu sàn vinyl lớn nhất, lần lượt chiếm 34% và 30% nhập khẩu toàn cầu năm 2025. Đối với Việt Nam, Mỹ là thị trường xuất khẩu chủ đạo, chiếm 93% tổng giá trị xuất khẩu sàn vinyl năm 2025, theo ITC, khi Việt Nam giành thị phần từ Trung Quốc sau căng thẳng thương mại Mỹ-Trung.

Tại Mỹ, tỷ lệ thâm nhập của vinyl tăng mạnh từ 5% năm 2014 lên 28% năm 2023, giành thị phần một cách hiệu quả từ thảm, laminate, gỗ cứng và gạch ceramic/porcelain. Điều này được thúc đẩy bởi tổng chi phí lắp đặt thấp hơn của vinyl, các định dạng hèm khóa thân thiện với tự lắp đặt (DIY), khả năng chống thấm và thẩm mỹ giả gỗ/đá ngày càng chân thực nhờ công nghệ in kỹ thuật số. Nhu cầu vinyl tại Mỹ chủ yếu dẫn dắt bởi cải tạo, với cải tạo chiếm hơn 2/3 tổng tiêu thụ, trong khi lãi suất vay mua nhà hạ nhiệt sẽ hỗ trợ thêm cho hoạt động bán lại nhà và cải tạo.

Hình 43: Tỷ trọng các loại sàn được bán trên thị trường Mỹ (% , 2024)



Nguồn: Catalina Research, Floor Covering Weekly: Báo cáo thống kê từ năm 2024.
Ghi chú: 1. LVT bao gồm WPC, SPC và sàn hybrid nếu sàn chủ yếu làm từ vinyl.
2. Gạch vinyl khác bao gồm VCT và các loại gạch vinyl khác không được phân loại là LVT.
3. Sàn đàn hồi khác bao gồm bần, linoleum, nhựa phi vinyl và cao su.

Sàn phi PVC bền vững – như sàn nền PET, sàn phát thải hợp chất hữu cơ dễ bay hơi thấp và sàn hàm lượng tái chế - mang lại thêm một động lực tăng trưởng dài hạn. Tỷ lệ thâm nhập hiện tại của các sản phẩm này vẫn thấp, với sàn phi PVC chỉ chiếm khoảng 2–3% nhập khẩu của Mỹ, hàm ý dư địa tăng trưởng dài hạn đáng kể cho các giải pháp sàn bền vững. Điều này tạo dư địa cho các nhà sản xuất – như AMY – mở rộng vượt ra ngoài vinyl gốc PVC hiện tại để đáp ứng các yêu cầu bền vững nghiêm ngặt hơn tại thị trường Mỹ và EU theo thời gian.

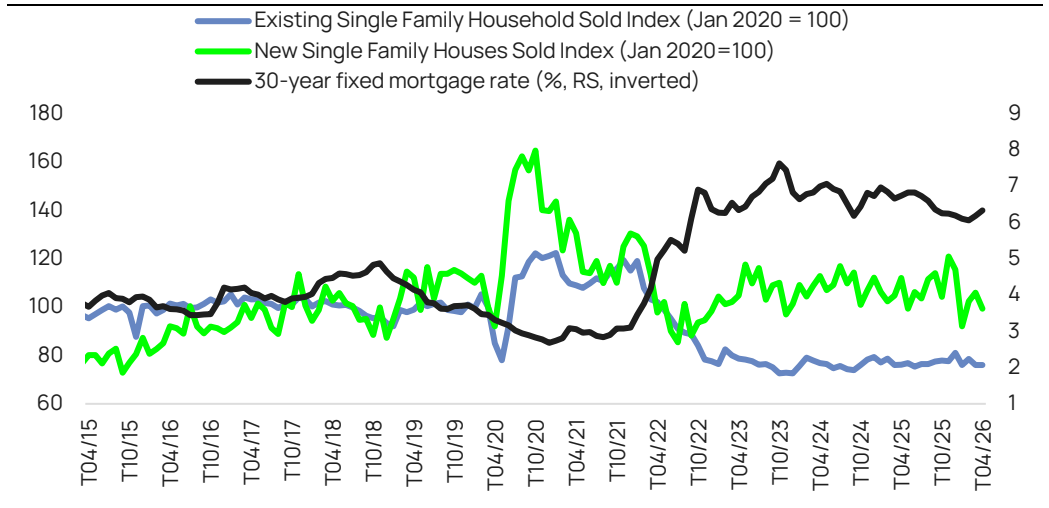
Hình 44: Sàn vinyl so với các loại sàn thay thế

	Vinyl	Laminate	Gỗ kỹ thuật	Gạch
	Lựa chọn chi phí thấp, ít bảo trì, với vinyl có tính đa dụng cao hơn.		Lựa chọn cao cấp, tốn kém với chi phí bảo trì và lắp đặt cao hơn.	
Chi phí	- Cân bằng chi phí-hiệu quả tốt nhất - Chi phí vận chuyển thấp hơn (nhẹ hơn)	Lựa chọn rẻ nhất	- Tốn kém - Chi phí vận chuyển cao	- Tốn kém - Chi phí vận chuyển cao
Lắp đặt	Thân thiện với tự lắp đặt (hèm khóa hoặc dán keo)	Thân thiện với tự lắp đặt nhưng cần làm phẳng trước khi lắp	- Cần thợ lành nghề - Tốn nhiều thời gian	- Cần thợ lành nghề và thi công ướt - Nặng, bừa bộn, tốn thời gian
Thẩm mỹ	Giả gỗ, gạch và đá	Giả gỗ	Giả gỗ	Giả gạch, đá, gỗ và cẩm thạch
Độ bền	- Cứng và rất bền - Chống trầy xước	- Cứng, nhưng rất nhạy với độ ẩm và nhiệt - Chống trầy xước	- Cứng, nhưng rất nhạy với độ ẩm và nhiệt - Kém chống trầy xước hơn laminate	- Chịu nhiệt và mài mòn tốt - Nứt khi va đập
Tính đa dụng	Phù hợp với nhiều ứng dụng bao gồm khu vực dễ ẩm ướt (chống thấm)	Không phù hợp với khu vực dễ ẩm ướt	Không phù hợp với khu vực dễ ẩm ướt	Có thể trơn trượt trong điều kiện độ ẩm cao
Bảo trì	Cần bảo dưỡng tối thiểu	- Ít bảo trì - Dễ hư hại do ẩm (phải tránh lau ướt quá nhiều)	- Cần đánh bóng lại trong nhiều trường hợp - Dễ hư hại do ẩm (phải tránh lau ướt)	Cần bảo trì ron/mạch
Tác động môi trường	- Lõi PVC - Không chứa VOC và formaldehyde	- Lõi gỗ composite - VOC thấp và có chứa formaldehyde ở sản phẩm cấp thấp)	- Veneer gỗ thật - VOC thấp và có chứa formaldehyde ở sản phẩm cấp thấp)	- Vật liệu tự nhiên - Không chứa VOC - Tiêu thụ nhiều năng lượng trong sản xuất

Nguồn: AMY, Vietcap

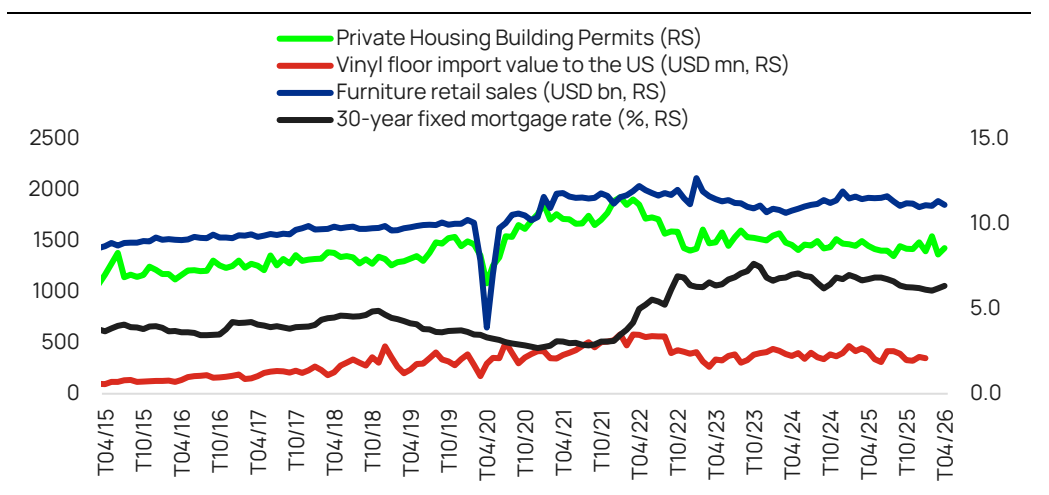
Nhu cầu liên quan đến nhà ở tại Mỹ vẫn còn trầm lắng nhưng đang phục hồi đều đặn. Nhu cầu nhà ở và cải tạo tại Mỹ vẫn yếu khi lãi suất vay mua nhà cao tiếp tục đè nặng lên vòng quay mua bán nhà và chi tiêu cải thiện nhà ở không thiết yếu. Lãi suất vay mua nhà cũng được kỳ vọng hạ nhiệt về vùng cuối 5% đến đầu 6% vào cuối năm 2026, theo dự báo đồng thuận, điều này sẽ dẫn cải thiện khả năng chi trả và tháo gỡ nhu cầu liên quan đến nhà ở từ nửa cuối năm 2026 trở đi. Chúng tôi xem đây là nền tảng hỗ trợ cho tiêu thụ sản phẩm tại Mỹ.

Hình 45: Hoạt động thị trường nhà ở Mỹ và xu hướng lãi suất vay mua nhà, 2010-2026 YTD



Nguồn: Federal Reserve of St. Louis, Bloomberg, Vietcap

Hình 46: Các chỉ báo nhu cầu thị trường cuối của Mỹ và nhập khẩu sàn vinyl, 2015-2026YTD

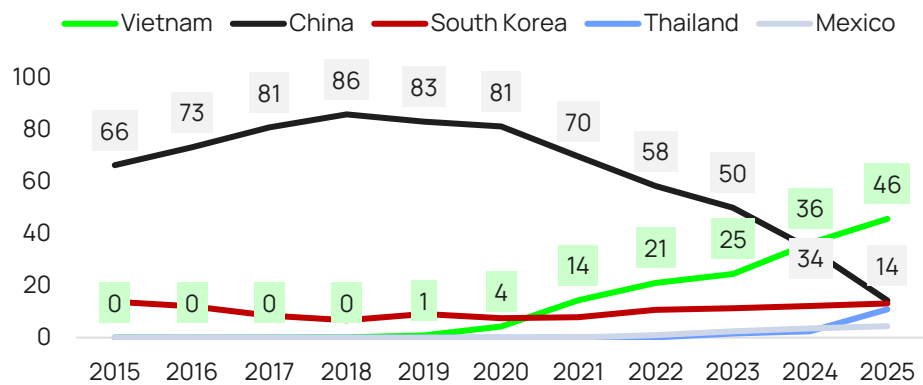


Nguồn: Federal Reserve of St. Louis, Bloomberg, Vietcap

Chuỗi cung ứng dịch chuyển khỏi Trung Quốc, Việt Nam hưởng lợi

Khi chuỗi cung ứng SPC toàn cầu dịch chuyển khỏi Trung Quốc, Việt Nam dần trở thành bên hưởng lợi chính. Bắt đầu từ tháng 9/2018, Mỹ áp thuế theo Mục 301 đối với nhiều sản phẩm sản xuất của Trung Quốc, ban đầu ở mức 10%, trước khi nâng lên 25% vào đầu năm 2019. Điều này làm tăng chi phí nguồn cung từ Trung Quốc một cách cấu trúc và đẩy nhanh các chiến lược đa dạng hóa của người mua Mỹ. Các khách hàng lớn của Mỹ/EU, cùng với các nhà sản xuất Trung Quốc, đã dần áp dụng mô hình nguồn cung “Trung Quốc + SEA” để tận dụng lợi thế chi phí của Đông Nam Á. Nhờ đó, tỷ trọng của Trung Quốc trong nhập khẩu vinyl của Mỹ giảm mạnh từ 86% năm 2018 xuống 14% năm 2025. Trong khi đó, Việt Nam vươn lên từ thị phần gần như bằng không trước năm 2020 lên 46% thị phần năm 2025.

Hình 47: Thị phần vinyl sang Mỹ theo các quốc gia so sánh (%)



Nguồn: USITC, Vietcap

Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam duy trì vị thế là trung tâm sản xuất sản vinyl chủ chốt, được hỗ trợ bởi cấu trúc chi phí và chuỗi cung ứng thuận lợi. Quốc gia này có chi phí lao động và điện thuộc nhóm thấp nhất toàn cầu - chỉ sau Ấn Độ - cùng với ưu đãi thuế quan thuận lợi theo nhiều FTA và mức độ chịu các biện pháp chống bán phá giá hạn chế. Việt Nam cũng hưởng lợi từ nguồn nguyên liệu dồi dào, cho phép thu mua nội địa chi phí thấp, trong khi vị trí gần Trung Quốc tạo thuận lợi cho việc thu mua hiệu quả các đầu vào vinyl và hỗ trợ chuỗi cung ứng kết hợp tiết kiệm chi phí.

Hình 48: Lợi thế cạnh tranh của Việt Nam so với các quốc gia xuất khẩu lớn trong ngành sản vinyl

	Việt Nam	Trung Quốc	Hàn Quốc	Thái Lan	Mexico	Ấn Độ
Chi phí lao động	5.052 USD	12.068 USD	35.394 USD	7.728 USD	Trên 7.000 USD	5.015 USD
Chi phí điện	7,6 cent/kWh	8,9 cent/kWh	16-17 cent/kWh	11-13 cent/kWh	11-21 cent/kWh	6-7 cent/kWh
Nguồn cung nguyên vật liệu						
- Đá vôi	- Trữ lượng dồi dào với giá rẻ - AMY ở gần các mỏ (thời gian giao hàng 12-24 giờ)	Nguồn cung nội địa nhưng chất lượng thấp hơn đá vôi Việt Nam	Nhà nhập khẩu lớn thứ 4 thế giới	Nguồn cung nội địa và nhập khẩu	Nguồn cung nội địa	Nhà nhập khẩu lớn nhất thế giới
- PVC	- Nội địa hoặc nhập khẩu (Mỹ, Nhật Bản, Đài Loan) - Thời gian giao hàng: 2 tuần - 4 tháng - Thuộc nhóm rẻ nhất thế giới	- Quốc gia sản xuất lớn nhất thế giới - Thời gian giao hàng: 2 tuần - 4 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu - Thời gian giao hàng: 2 tuần - 2 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu - Thời gian giao hàng: 2 tuần - 2 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu - Thời gian giao hàng: 2 tuần - 2 tháng	- Nhà nhập khẩu lớn nhất thế giới - Thuộc nhóm đắt nhất thế giới
- Vật liệu khác	- Nội địa hoặc nhập khẩu - Thời gian giao hàng: 3 ngày - 1 tháng	- Nguồn cung nội địa - Thời gian giao hàng: 3 ngày - 1 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu - Thời gian giao hàng: 1 tuần - 1,5 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu (màng/lốp chịu mài mòn chủ yếu nhập khẩu) - Thời gian giao hàng: 1-3 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu (màng/lốp chịu mài mòn chủ yếu nhập khẩu) - Thời gian giao hàng: 3-5 tháng	- Nguồn cung nội địa và nhập khẩu - Thời gian giao hàng: 3 ngày - 2 tháng cho phụ gia, 1-3 tháng cho vật liệu khác
Thuế nhập khẩu vào Mỹ	5,3% + 10%*	5,3% + 25% + 10%*	15%	5,3% + 19%**	N.A.	5,3% + 10%

Nguồn: JETRO, Khảo sát 2024 về Điều kiện Kinh doanh của các Doanh nghiệp Nhật Bản Hoạt động ở Nước ngoài (châu Á và châu Đại Dương), Công ty. Ghi chú: Mức lương trung bình hàng năm của công nhân sản xuất, bao gồm lương cơ bản hàng năm, phúc lợi, bảo hiểm xã hội, phụ cấp làm thêm giờ và thưởng, không bao gồm trợ cấp thôi việc, tính đến năm tài chính 2024. Công nhân là công nhân phổ thông thông thường với 3 năm kinh nghiệm làm việc, không bao gồm công nhân hợp đồng và thử việc. (*) Mục 122 - biện pháp ngăn chặn có hiệu lực 150 ngày kể từ 24/02/2026, sau đó phải được dỡ bỏ hoặc thay thế bằng các biện pháp lâu dài theo các thẩm quyền thương mại khác; (**) Thỏa thuận thương mại song phương.

Chúng tôi lưu ý rằng, sản xuất vinyl của Việt Nam vẫn chủ yếu do FDI dẫn dắt, với các nhà sản xuất EPE thuộc sở hữu Trung Quốc chiếm 80% nguồn cung, trong khi các nhà sản xuất thuộc sở hữu Việt Nam, bao gồm AMY và các doanh nghiệp nhỏ hơn, chiếm 20% còn lại. Chúng tôi cho rằng vị thế thuộc sở hữu hoàn toàn Việt Nam của AMY có thể trở thành lợi thế tương đối khi Mỹ ngày càng giám sát chặt chẽ xuất xứ sản phẩm, khả năng truy xuất chuỗi cung ứng và chứng từ xuất khẩu. So với các doanh nghiệp cùng ngành là EPE thuộc sở hữu Trung Quốc, AMY có thể gặp ít rào cản tuân thủ liên quan đến xuất xứ hơn và có thể ở vị thế tốt hơn để giữ hoặc giành đơn hàng nếu người mua Mỹ tiếp tục đa dạng hóa khỏi các chuỗi cung ứng liên quan đến Trung Quốc.

Hình 49: So sánh các nhà sản xuất chủ chốt của Việt Nam trong ngành sản vinyl (2025)

	AMY	YONGYU	JINKA	RISESUN	HAIXIN
Sở hữu	Sở hữu Việt Nam	Sở hữu Trung Quốc	Sở hữu Trung Quốc	Sở hữu Trung Quốc	Sở hữu Trung Quốc
Tổng sản lượng xuất khẩu (triệu m²)	28,0	21,2	34,3	30,9	14,0
Hiệu suất hoạt động	62,4%	49,7%	65,3%	69,6%	37,0%
Danh mục sản phẩm	SPC, LVT, WPC, L-SPC, tấm ốp tường phi PVC	SPC, LVT, L-SPC	SPC, L-SPC	SPC, LVT, WPC, L-SPC	SPC, WPC
Chi phí sản xuất	- Chi phí lao động rẻ hơn tại Vĩnh Phúc - Lợi thế chi phí từ việc tối ưu hóa thiết bị độc quyền - Không có thuế xuất khẩu đối với đầu vào đá vôi	- Chi phí lao động cao hơn (các trung tâm như Bình Dương và Hải Phòng) - Thuế xuất khẩu đối với đá vôi do quy chế Doanh nghiệp chế xuất (EPE)			
Thị trường và phân phối	- Phục vụ cả thị trường nội địa và xuất khẩu - Xuất khẩu: Cung ứng cho các nhà phân phối lớn và OEM - Nội địa: Mạng lưới phân phối tự vận hành	- Khả năng tiếp cận thị trường nội địa hạn chế do rào cản EPE - Sản xuất OEM và cung ứng cho các nhà phân phối lớn và đại siêu thị			

Nguồn: AMY, Vietcap

Màng vinyl của AMY: Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng CAGR 26% giai đoạn 2025–2028

Chúng tôi dự báo doanh thu vinyl của AMY tăng trưởng với CAGR 26% trong giai đoạn 2025–2028, chủ yếu được hỗ trợ bởi việc mở rộng công suất. AMY đặt mục tiêu nâng công suất vinyl lên 71 triệu m²/năm (CAGR 16%) vào năm 2028. Chúng tôi dự báo sản lượng bán đạt 36,1/43,3/51,9 triệu m² trong năm 2026/27/28, tương đương hiệu suất hoạt động lần lượt 72%/68%/73% (so với 62% năm 2025), hàm ý CAGR sản lượng 23% trong giai đoạn 2025–2028F. Chúng tôi cho rằng công suất mới sẽ được nâng nhanh, được hỗ trợ bởi triển vọng nhu cầu vững chắc và các mối quan hệ đã thiết lập của AMY với các nhà bán lẻ hàng đầu tại Mỹ.

Chúng tôi dự báo giá bán vinyl trung bình tăng với CAGR 2,8% trong giai đoạn 2025–2028, khi chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện cơ cấu sản phẩm sẽ vượt trội áp lực giá từ cạnh tranh gia tăng giữa các nhà sản xuất SPC mới. Chúng tôi dự báo các sản phẩm biên lợi nhuận gộp cao hơn - gồm L-SPC, WPC và PET - đóng góp 31% doanh thu vinyl năm 2028F, tăng từ 12% năm 2026, được thúc đẩy bởi nhu cầu vững chắc đối với các giải pháp sàn bền vững hơn, nhẹ hơn và có thông số cao hơn.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp vinyl giảm còn 18,8% trong năm 2026 (-0,5 điểm % YoY) trước khi phục hồi dẫn lên 20,3% năm 2028. Áp lực biên lợi nhuận ngắn hạn chủ yếu phản ánh (1) chi phí đầu vào tăng trong bối cảnh căng thẳng Trung Đông, đặc biệt là PVC, và (2) sự phục hồi dần của nhu cầu liên quan đến nhà ở tại Mỹ, dẫn đến việc chuyển tiếp chi phí chậm hơn. Điều này được bù đắp một phần bởi việc thương mại hóa các sản phẩm biên lợi nhuận cao. Từ năm 2027 trở đi, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp phục hồi nhờ (1) giá PVC hạ nhiệt sau khi giá dầu mềm hơn và Trung Quốc dư cung, cùng với việc AMY dần chuyển tiếp chi phí đầu vào cao hơn sang người dùng cuối và (2) tỷ trọng sản phẩm biên lợi nhuận cao gia tăng, được bù đắp một phần bởi cạnh tranh gia tăng từ các nhà sản xuất vinyl mới.

Triển vọng hợp nhất

Hình 50: Dự báo dài hạn

tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	6.998	8.919	10.729	12.876
- Gạch	2.316	2.754	3.248	3.620
- Vinyl	4.500	5.975	7.282	9.046
Lợi nhuận gộp	1.343	1.609	2.044	2.549
- Gạch	472	475	603	705
- Vinyl	869	1.125	1.431	1.833
LNST sau CĐTS báo cáo	716	839	1.056	1.360
YoY				
Doanh thu	15,9%	27,5%	20,3%	20,0%
- Gạch	-1,8%	18,9%	17,9%	11,5%
- Vinyl	30,8%	32,8%	21,9%	24,2%
Lợi nhuận gộp	-10,5%	19,7%	27,1%	24,7%
- Gạch	-8,3%	0,5%	27,1%	16,9%
- Vinyl	-11,8%	29,4%	27,2%	28,1%
LNST sau CĐTS báo cáo	-9,0%	17,1%	25,8%	28,8%
Biên lợi nhuận				
Biên LN gộp	19,2%	18,0%	19,1%	19,8%
- Gạch	20,4%	17,2%	18,6%	19,5%
- Vinyl	19,3%	18,8%	19,7%	20,3%
Biên LN ròng	10,2%	9,4%	9,8%	10,6%
Biên EBITDA	17,3%	16,2%	17,4%	18,0%

Nguồn: AMY, Vietcap

Chúng tôi dự báo doanh thu của AMY tăng trưởng với CAGR 23% trong giai đoạn 2025–2028, được thúc đẩy bởi CAGR 16% và 26% lần lượt ở doanh thu gạch và vinyl. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi việc mở rộng công suất, nhu cầu vững chắc và sự dịch chuyển cơ cấu sản phẩm liên tục hướng tới các sản phẩm trung đến cao cấp. Chúng tôi dự báo sản lượng bán gạch và giá bán trung bình tăng trưởng lần lượt với CAGR 11% và 5,0% trong giai đoạn 2025–2028 (dự báo gạch ở trên), trong khi dự báo sản lượng bán vinyl và giá bán trung bình tăng trưởng với CAGR lần lượt 23% và 2,8% (dự báo vinyl ở trên).

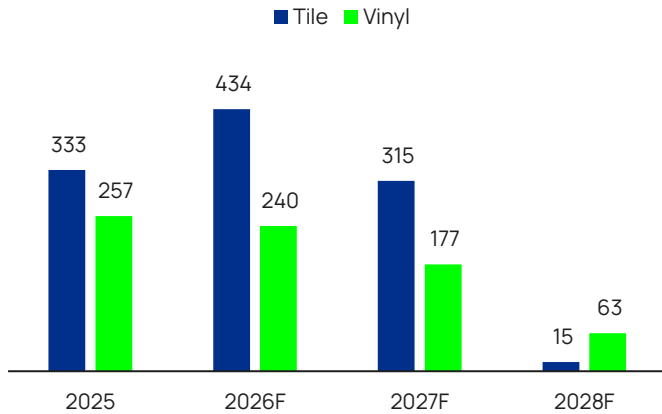
Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp thu hẹp trong năm 2026 trước khi phục hồi. Áp lực biên lợi nhuận ngắn hạn phản ánh chi phí đầu vào cao hơn trong bối cảnh căng thẳng Trung Đông, với chi phí đầu vào bình quân cao hơn khoảng 6% so với mức trước xung đột, trong khi khả năng chuyển tiếp chi phí vẫn hạn chế trong bối cảnh nhu cầu liên quan đến nhà ở khiêm tốn ở các thị trường chính. Chi phí PVC nhập từ Mỹ vẫn cao hơn 34% so với mức trước xung đột dù đã giảm 35% từ đỉnh xung đột, trong khi chi phí than tăng 1,5%. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp phục hồi dần trong giai đoạn 2026–2028, được hỗ trợ bởi (1) chi phí đầu vào hạ nhiệt và việc chuyển tiếp chi phí dần khi nhu cầu liên quan đến nhà ở phục hồi, và (2) sự dịch chuyển cơ cấu sản phẩm liên tục hướng tới phân khúc trung-cao cấp. Chúng tôi kỳ vọng các yếu tố này vượt trội tình trạng cạnh tranh gia tăng trong ngành vinyl.

Chúng tôi dự báo LNST sau CĐTS tăng trưởng với CAGR 24% trong giai đoạn 2025–2028. Vị thế vững chắc của AMY ở mảng gạch nội địa và lợi thế tiên phong ở mảng vinyl hướng đến xuất khẩu tạo nền tảng cho một chu kỳ tăng trưởng nhiều năm. Quan trọng hơn, năng lực thực thi của ban lãnh đạo trong việc mở rộng công suất và thương mại hóa các sản phẩm giá trị cao hơn sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận phục hồi sau áp lực chi phí đầu vào năm 2026. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng SG&A/doanh thu nhìn chung ổn định, theo lịch sử hoạt động.

Chúng tôi kỳ vọng AMY tiếp tục ở giai đoạn đầu tư mạnh trong năm 2026–2027, được thúc đẩy bởi hoạt động đầu tư XDCB cho việc mở rộng công suất giá trị cao hơn. Chúng tôi dự báo tổng công suất thiết kế đạt 106 triệu m²/năm vào năm 2028F (CAGR 12% so với 2025), bao gồm

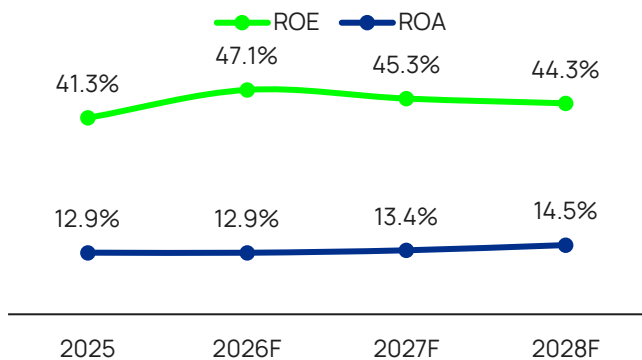
35 triệu m²/năm công suất gạch (CAGR 5%) và 71 triệu m²/năm công suất vinyl (CAGR 16%). Mở rộng gạch bao gồm 5 triệu m²/năm công suất gạch khổ lớn cao cấp trong giai đoạn 2026–2027, trong khi mở rộng vinyl tập trung vào các sản phẩm thông số cao hơn, bền vững (sàn L-SPC, WPC và PET) trong giai đoạn 2026–2028. Chu kỳ đầu tư XDCB này nhằm đến nhu cầu về gạch khổ lớn và các giải pháp vinyl bền vững thay thế.

Hình 51: Vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2025-2028 (tỷ đồng)



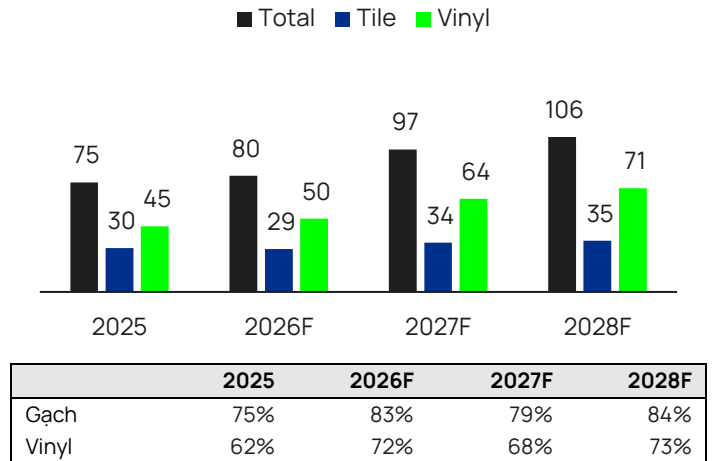
Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 53: ROE và ROA giai đoạn 2025-2028



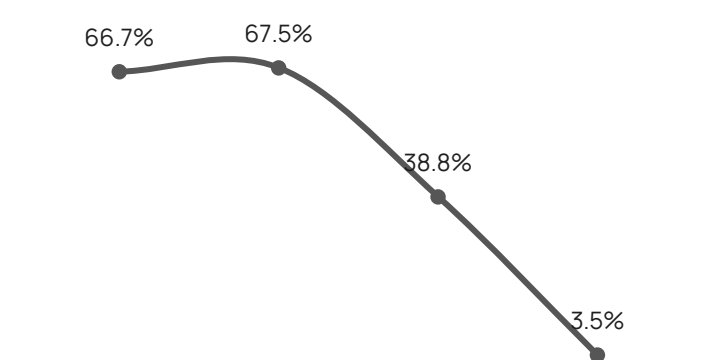
Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 52: Công suất thiết kế và hiệu suất hoạt động giai đoạn 2025-2028 (triệu m²/năm, %)



Nguồn: AMY, Vietcap

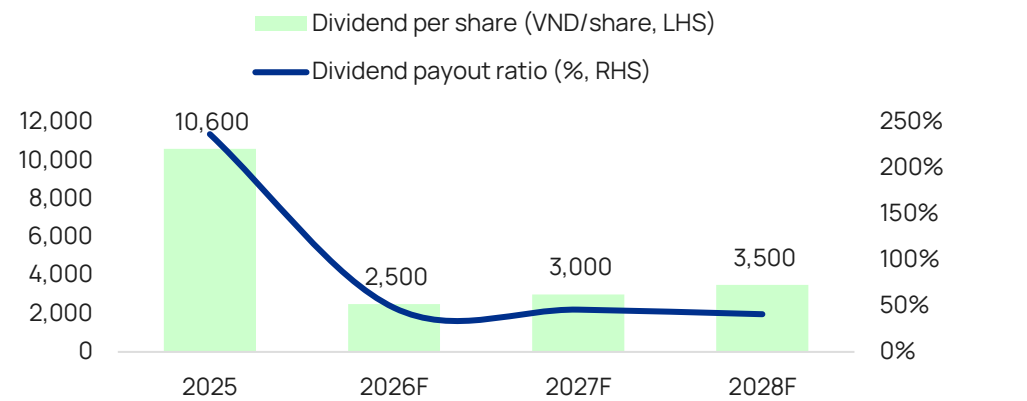
Hình 54: Nợ ròng/vốn chủ sở hữu giai đoạn 2025-2028



Nguồn: AMY, Vietcap

Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá 25%–40% trong năm 2026, bằng tiền mặt và/hoặc cổ phiếu. Chúng tôi dự báo tỷ lệ cổ tức tiền mặt 25% trên mệnh giá năm 2026 và lên tới 50%/năm trong giai đoạn 2027–2028, được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận mạnh. Dựa trên dự báo của chúng tôi, DPS được dự phóng ở mức 2.500/3.000/3.500 đồng/cổ phiếu lần lượt trong năm 2026/27/28. Chúng tôi lưu ý cổ tức tiền mặt năm 2025 của AMY là không lặp lại, do đây là khoản chi trả một lần nhân kỷ niệm 10 năm thành lập công ty. Do tỷ lệ chi trả vượt 100% EPS, không nên ngoại suy mức cổ tức này cho các năm tới.

Hình 55: Cổ tức trên mỗi cổ phiếu và tỷ lệ chi trả



Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: Cổ tức tiền mặt năm 2025 không lặp lại, do đây là khoản chi trả một lần nhân kỷ niệm 10 năm thành lập AMY.

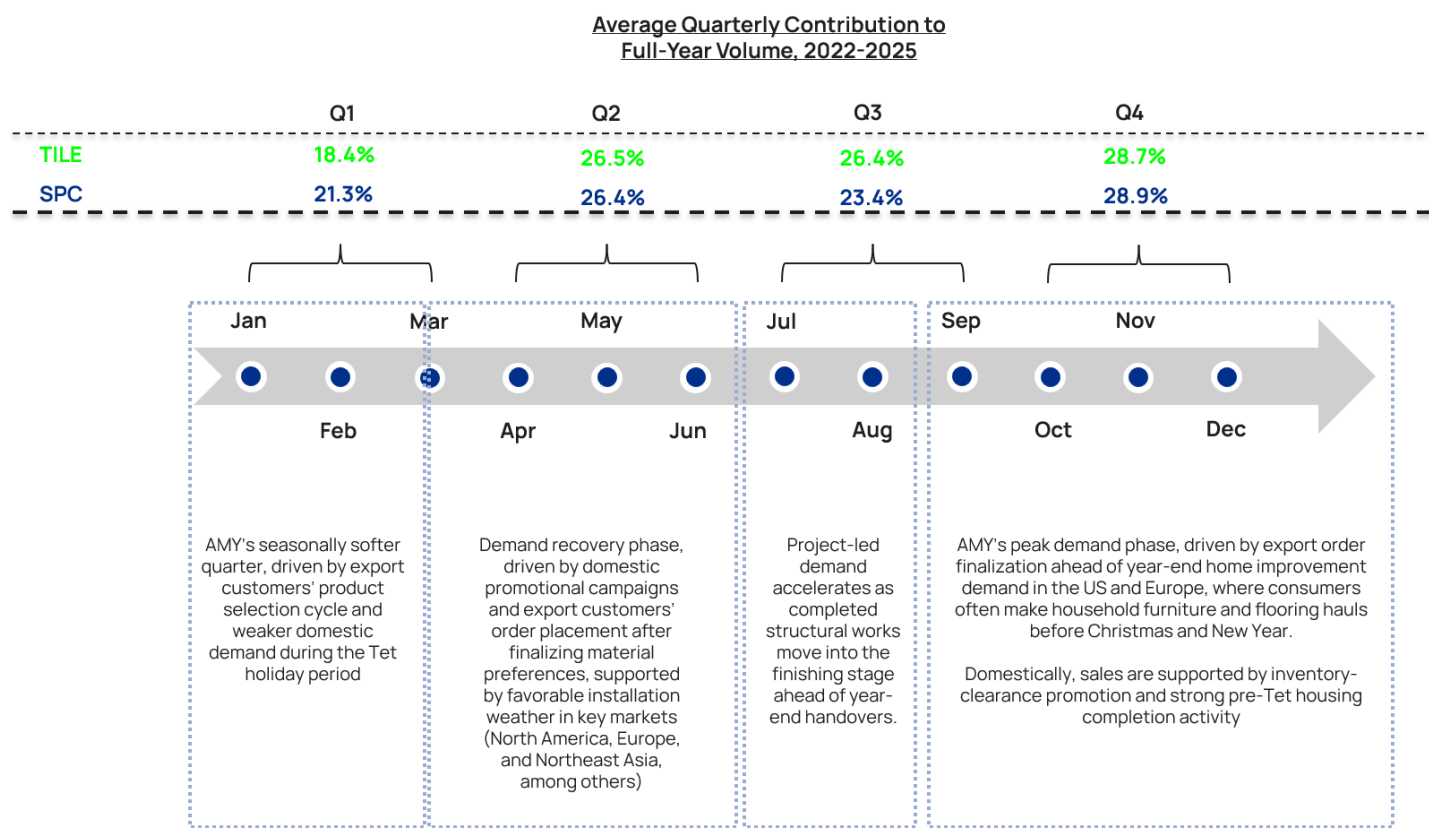
Dự báo năm 2026: Doanh thu tăng trưởng vững, biên lợi nhuận thu hẹp tạm thời trước khi phục hồi từ 2027 trở đi

tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu	6.998	8.919	27%	
- Gạch	2.316	2.754	19%	
- Vinyl	4.500	5.975	33%	
- Khác	181	190	5%	
Sản lượng				
- Gạch (nghìn m²)	21.820	24.577	13%	* Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động 79% cho gạch hiện có (so với 75% năm 2025) và 50% cho dây chuyển gạch khổ lớn mới xây dựng nhờ đơn hàng đã chốt; gạch khổ lớn đóng góp 5,0% dự báo sản lượng của chúng tôi trong năm 2026. * Sản lượng bán quý 1 đạt 5,2 triệu m² (+7% YoY, 21% dự báo năm 2026 của chúng tôi). Thông thường, quý 1 là mùa thấp điểm của tiêu thụ gạch (xem Hình 56).
- Phụ kiện ngói (viên)	2.163	2.898	34%	
- Vinyl (nghìn m²)	28.102	36.138	29%	* Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động 73% cho SPC (so với 65% năm 2025) và lần lượt 100%/25% cho các dây chuyển L-SPC và WPC mới xây dựng nhờ đơn hàng đã chốt. L-SPC và WPC lần lượt đóng góp 3%/5% dự báo sản lượng vinyl của chúng tôi trong năm 2026. * Sản lượng bán quý 1 đạt 7,8 triệu m² (+64% YoY, 22% dự báo 2026 của chúng tôi).
Giá bán trung bình (nghìn đồng/m²)				
- Gạch	106	112	6%	* Chúng tôi kỳ vọng SKU gạch khổ lớn mới (~200 nghìn đồng/m², 1x1m) nâng cơ cấu, vượt trội mức giá mềm hơn đôi chút ở các sản phẩm gạch hiện tại trong bối cảnh dư cung nội địa.
- Vinyl	160	165	3%	* Chúng tôi kỳ vọng L-SPC cao cấp (~193 nghìn đồng/m²) và WPC (~262 nghìn đồng/m²) nâng cơ cấu, bù đắp áp lực giá ở SPC hiện tại khi các doanh nghiệp mới gia nhập làm gia tăng cạnh tranh.
Lợi nhuận gộp	1.343	1.609	20%	
- Gạch	472	475	0%	
- Vinyl	869	1.125	29%	
- Khác	2	10	N.M	* Chủ yếu là hoạt động thương mại. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi kỳ vọng mảng này đạt biên lợi nhuận gộp mỏng 5%, tương đương với mức bình quân 2021-2024.
SG&A	-385	-516	34%	
Lợi nhuận từ HĐKD	959	1.093	14%	
Doanh thu tài chính	138	156	14%	
Chi phí tài chính	-139	-150	8%	
- trong đó, chi phí lãi vay	-108	-120	12%	
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	N.M	
Khác	-5	0	-100%	
LNTT	953	1.099	15%	
LNST sau CĐTS	716	839	17%	
EBITDA	1.208	1.444	20%	
Biên LN gộp	19,2%	18,0%		
- Gạch	20,4%	17,2%		* Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp gạch giảm 3,2 điểm % YoY còn 17,2% trong năm 2026, phản ánh chi phí đầu vào tăng, chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị cao hơn từ dây chuyển gạch khổ lớn mới, và tác động của việc thanh lý hàng tồn kho biên lợi nhuận thấp trong quý 1/2026, khi biên lợi nhuận gộp gạch giảm 7,6 điểm % YoY còn 11,0%.

- Vinyl	19,3%	18,8%	* Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp vinyl giảm nhẹ 0,5 điểm % YoY còn 18,8%. Chúng tôi kỳ vọng chi phí đầu vào tăng trong bối cảnh áp lực chi phí liên quan đến Trung Đông được bù đắp một phần bởi việc giới thiệu các sản phẩm biên lợi nhuận cao. * Chúng tôi dự báo SG&A/doanh thu ở mức 5,8% (+30 điểm cơ bản YoY), phản ánh chi tiêu tiếp cận thị trường cho các dây chuyền gạch khổ lớn mới và các sản phẩm vinyl mới.
Biên LN từ HĐKD	13,7%	12,3%	
Biên LN ròng	10,2%	9,4%	
Biên EBITDA	17,3%	16,2%	

Nguồn: AMY, Vietcap

Hình 56: Tính mùa vụ trong hoạt động kinh doanh của AMY, 2021-2025



Nguồn: AMY, Vietcap

Định giá P/E

Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E so sánh có trọng số theo mảng cho AMY, sử dụng bội số P/E trung vị 10 năm. Chúng tôi tách định giá của AMY theo mảng kinh doanh và mức độ tiếp cận thị trường cuối. Chúng tôi sử dụng khung thời gian lịch sử dài để phản ánh tốt hơn tính chu kỳ của ngành sản.

Đối với mảng gạch, vốn đóng góp khoảng 35% lợi nhuận gộp, chúng tôi áp dụng các mức tham chiếu so sánh khác nhau cho doanh số nội địa và xuất khẩu. Chúng tôi so sánh gạch nội địa, chiếm khoảng 75% lợi nhuận gộp mảng gạch, với các DN gạch ceramic nội địa, vốn giao dịch ở mức P/E trung vị 10 năm là 4,4 lần. Chúng tôi so sánh gạch xuất khẩu, chiếm 25% còn lại, với các DN gạch quốc tế, vốn giao dịch ở mức P/E trung vị 10 năm là 16,4 lần. Chúng tôi cho rằng cách tách này phản ánh tốt hơn các đặc điểm định giá khác nhau của hoạt động gạch nội địa và xuất khẩu của AMY, khi doanh số xuất khẩu có thị trường tiềm năng rộng hơn và tương đồng hơn với các nhà sản xuất sản quốc tế.

Đối với mảng vinyl, vốn đóng góp khoảng 65% lợi nhuận gộp và chủ yếu hướng đến xuất khẩu, chúng tôi so sánh AMY với các DN sản đàn hồi quốc tế, vốn giao dịch ở mức P/E trung vị 10 năm là 13,1 lần. Chúng tôi xem đây là nhóm so sánh phù hợp nhất cho hoạt động vinyl của AMY, xét đến mức độ tiếp xúc với sự thâm nhập của sản đàn hồi, nhu cầu cải tạo toàn cầu và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng China+1.

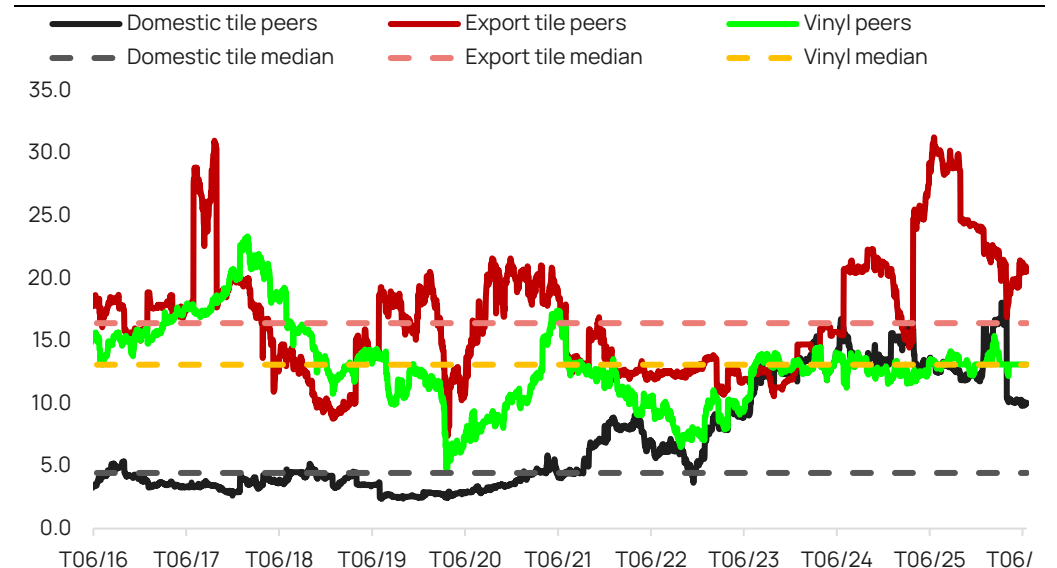
Dựa trên khung này, chúng tôi xác định mức P/E hợp lý 11,1 lần cho AMY. Chúng tôi cho rằng AMY xứng đáng được định giá cao hơn các DN cùng ngành trong nước, được củng cố bởi hồ sơ tăng trưởng mạnh hơn, khả năng sinh lời vượt trội và mức độ tiếp xúc cao hơn về mặt cấu trúc với phân khúc vinyl tăng trưởng nhanh. Tuy nhiên, AMY vẫn nên giao dịch ở mức chiết khấu so với các DN quốc tế, phản ánh việc niêm yết tại Việt Nam, quy mô hoạt động nhỏ hơn và mức độ nhận diện thương hiệu riêng hạn chế hơn.

Hình 57: P/E trung vị của các DN cùng ngành Việt Nam và quốc tế

Mảng	Tỷ trọng lợi nhuận gộp*	P/E trung vị 10 năm	Đóng góp theo trọng số
Vinyl	65,0%	13,1x	8,5x
Gạch nội địa	26,3%	4,4x	1,2x
Gạch xuất khẩu	8,7%	16,4x	1,4x
P/E hợp lý	100,0%		11,1x

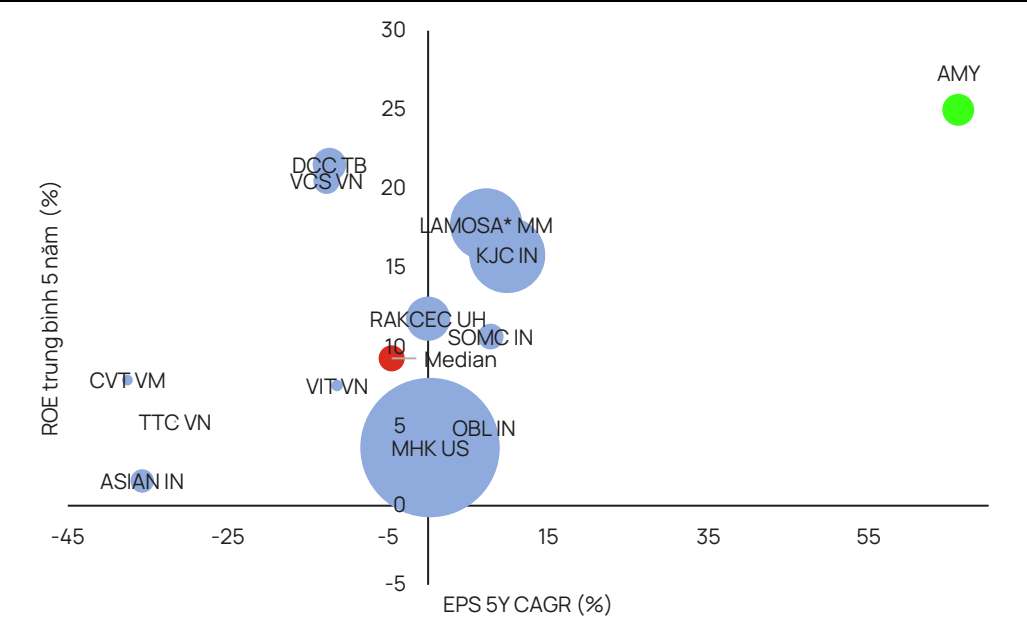
Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Ghi chú: Không có số liệu phân tách lợi nhuận theo mảng; chúng tôi sử dụng lợi nhuận gộp làm đại diện.

Hình 58: P/E trung vị của các DN cùng ngành gạch và vinyl



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Ghi chú: Vui lòng tham khảo Hình 60 để biết mã cụ thể của từng nhóm so sánh.

Hình 59: So sánh AMY và các DN cùng ngành (2021-2025)



Nguồn: Các công ty, Bloomberg, Vietcap. Ghi chú: Kích thước bong bóng thể hiện vốn hóa tương đối.

Hình 60: Danh sách DN cùng ngành của AMY - So sánh các công ty sản

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	DT thuần trượt (triệu USD)	YoY (%)	LNST TTM (triệu USD)	YoY (%)	Biên LN gộp (%)	Nợ vay ròng/ VCSH	ROE	Lợi suất cổ tức trượt (%)	P/E	P/B	EV/ EBITD A
Gạch nội địa													
Viglacera Tiên Sơn	Việt Nam	52	107	31	3	9	10,1	148,9	11,5	3,7	16,6	2,1	6,4
Viglacera Hạ Long	Việt Nam	10	43	-3	1	N.A.	16,6	-24,8	6,2	N.A.	8,6	0,5	1,8
Vicostone	Việt Nam	234	147	-10	25	-15	25,3	-26,2	12,4	9,9	9,8	1,2	5,7
CMC	Việt Nam	37	81	24	2	-16	10,5	96,8	5,0	N.A.	19,7	1,0	10,6
Sử Thanh Thanh	Việt Nam	2	4	-30	0	163	-2,6	-87,6	2,4	11,1	8,2	0,5	N.A.
Trung bình		67	76	2	6	35	12	21	7	8	13	1	6
Trung vị		37	81	-3	2	-3	11	-25	6	10	10	1	6
Gạch quốc tế													
Mohawk Industries Inc	Mỹ	6.460	10.988	3	414	-14	23,9	20,1	5,1	N.A.	11,3	0,8	6,4
Grupo Lamosa SAB de CV	MEXICO	1.878	1.894	1	111	N.A.	40,1	87,6	11,1	2,3	15,9	1,5	8,5
Caesarstone Ltd	ISRAEL	68	386	-9	-146	-188	18,5	33,7	-75,0	N.A.	N.A.	0,6	N.A.
Kajaria Ceramics Ltd	Ấn Độ	1.798	547	4	55	65	N.A.	-16,8	16,7	1,1	35,3	5,6	16,4
Somany Ceramics Ltd	Ấn Độ	218	314	5	9	35	N.A.	23,3	10,1	0,8	25,7	2,5	6,8
SCG Decor PCL	Thái Lan	252	690	-10	30	25	27,4	2,7	5,1	6,1	8,7	0,5	3,4
Ras Al Khaimah Ceramics PJSC	UAE	636	890	1	64	11	40,0	69,6	10,7	8,5	9,7	1,1	6,3
Asian Granito India Ltd	Ấn Độ	191	183	2	3	N.A.	N.A.	15,3	2,1	N.A.	30,4	0,6	10,7
Orient Bell Ltd	Ấn Độ	54	78	3	1	337	N.A.	-8,6	3,9	0,1	41,6	1,6	8,7
Dynasty Ceramic PCL	Thái Lan	366	188	-12	27	-18	40,3	33,6	12,1	4,8	13,9	1,7	8,0
Trung bình		1.192	1.616	-1	57	32	32	26	0	3	21	2	8
Trung vị		309	467	2	28	18	34	22	8	2	16	1	8
Vinyl													
Mohawk Industries Inc	Mỹ	6.460	10.988	3	414	-14	23,9	20,1	5,1	N.A.	11,3	0,8	6,4
Forbo Holding AG	Thụy Sĩ	1.406	1.310	-3	83	-28	33,0	-6,5	10,8	3,3	15,3	1,6	8,8
Interface Inc	Mỹ	1.724	1.420	7	127	48	38,8	31,7	22,1	0,3	14,6	2,7	6,8
LX Hausys Ltd	Hàn Quốc	202	2.256	-8	-8	N.A.	23,4	70,0	-1,1	N.A.		0,4	3,5
Gỗ An Cường	Việt Nam	197	177	16	19	20	29,2	-20,1	11,8	5,8	10,3	1,2	7,7
Trung bình		1.998	3.230	3	127	7	29,7	19,0	9,7	3,1	12,9	1,3	6,6
Trung vị		1.406	1.420	3	83	3	29,2	20,1	10,8	3,3	12,9	1,2	6,8
AMY	Việt Nam	N.A.	264	16	28	-9	19,2	66,7	41,3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Rủi ro đầu tư

Nhu cầu liên quan đến nhà ở yếu hơn dự kiến, đặc biệt tại Việt Nam và Mỹ: Doanh thu gạch của AMY gắn chặt với chu kỳ xây dựng nhà ở dân dụng của Việt Nam và hoạt động xây dựng dẫn dắt bởi hạ tầng, trong khi xuất khẩu vinyl chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ doanh số bán nhà hiện hữu và nhu cầu cải tạo tại Mỹ. Do đó, sự suy yếu kéo dài của thị trường nhà ở Mỹ do lãi suất vay mua nhà cao và/hoặc căng thẳng thanh khoản của chủ đầu tư tại Việt Nam tái diễn có thể trực tiếp gây áp lực lên doanh thu của AMY.

Leo thang thuế quan và khả năng điều tra đối với ngành sản của Việt Nam: Mức độ tiếp xúc doanh thu Mỹ cao ở mức 63% (2025) khiến AMY nhạy cảm với các thay đổi chính sách thương mại của Mỹ. Mảng vinyl mang rủi ro cao hơn khi các nhà sản xuất EPE thuộc sở hữu Trung Quốc chiếm khoảng 80% sản lượng của Việt Nam, làm tăng khả năng Mỹ xem xuất khẩu vinyl xuất xứ Việt Nam như một phần mở rộng của chuỗi cung ứng Trung Quốc trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ-Trung. AMY, với tư cách nhà sản xuất thuộc sở hữu Việt Nam và sản xuất có xuất xứ Việt Nam thực sự, có vị thế tốt hơn về mặt cấu trúc so với các nhà sản xuất FDI Trung Quốc trong một cuộc điều tra phạm vi ngành.

Chúng tôi lưu ý rằng mức thuế phổ quát của Việt Nam hiện là 10% theo khung thuế Mục 122, có hiệu lực từ 24/02 đến 24/07/2026. Dù vậy, Việt Nam vẫn tích cực tham gia đàm phán song phương với Mỹ, điều này có thể giúp giảm rủi ro về một kết cục thuế quan gây gián đoạn hơn. Sau khi Mục 122 hết hiệu lực, chúng tôi thấy ba kịch bản tiềm năng:

- Kịch bản tích cực: Mức thuế 10% hiện tại theo Mục 122 được dỡ bỏ do Quốc hội khó có khả năng phê duyệt việc gia hạn trong khi các biện pháp thuế theo cuộc điều tra Mục 301 và hiệp định thương mại song phương vẫn đang được đàm phán.
- Kịch bản cơ sở: Mỹ đưa ra một cơ chế thay thế hoặc đạt được một khung song phương đã đàm phán với Việt Nam. Cuộc điều tra lao động cưỡng bức theo Mục 301 đang diễn ra hiện là trường hợp duy nhất có biện pháp thuế được đề xuất rõ ràng cho Việt Nam, ở mức 12,5%. Việt Nam khó có khả năng áp dụng các chính sách đáp ứng đầy đủ tiêu chuẩn của Mỹ về hạn chế nhập khẩu hàng hóa và đầu vào bị cáo buộc liên quan đến lao động cưỡng bức.
- Kịch bản tiêu cực: Các biện pháp Mục 301 rộng hơn được đưa ra, với rủi ro về các cuộc điều tra cấp sản phẩm hoặc theo ngành cụ thể có thể dẫn đến thuế bổ sung hoặc hạn chế đối với một số mặt hàng xuất khẩu xuất xứ Việt Nam được chọn.

Rủi ro tập trung vào Mỹ và các nhà bán lẻ chính: AMY thu 63% doanh thu từ thị trường Mỹ trong năm 2025, với sáu nhà bán lẻ Mỹ lớn nhất chiếm khoảng 95% doanh số nhập khẩu tại Mỹ. Mặc dù chu kỳ thẩm định nhà cung cấp 2–5 năm hạn chế rủi ro chuyển đổi trong ngắn hạn, việc một nhà bán lẻ lớn không gia hạn, thay đổi chiến lược của người mua, giảm tồn kho, hoặc khó khăn tài chính của khách hàng có thể gây áp lực đáng kể lên lợi nhuận. AMY đặt mục tiêu nâng tỷ trọng các thị trường ngoài Mỹ lên 25–30% doanh thu vinyl vào năm 2030.

Rủi ro cạnh tranh ở mảng gạch: Thị trường gạch thấp đến trung cấp của Việt Nam vẫn dư cung mang tính cấu trúc, trong khi hoạt động nhập khẩu/bán phá giá gia tăng, đặc biệt từ Ấn Độ, đang gây áp lực lên giá bán trung bình nội địa. Biên lợi nhuận gộp gạch của AMY có thể suy yếu nếu các biện pháp bảo hộ chậm trễ. Rủi ro này được giảm thiểu một phần nhờ thị phần 34% của AMY trong xuất khẩu gạch của Việt Nam sang Mỹ và việc ra mắt gạch khổ lớn, giúp dịch chuyển cơ cấu sang phân khúc cao cấp ít cạnh tranh hơn.

Rủi ro cạnh tranh ở mảng vinyl: Các nhà sản xuất vinyl tại Việt Nam đã hưởng lợi từ mức giá cao cấp trong giai đoạn đầu của làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng “Trung Quốc + SEA”, nhưng lợi thế này đang thu hẹp khi các doanh nghiệp nội địa mở rộng công suất và các nhà sản xuất FDI Trung Quốc thâm nhập các thị trường SEA khác, chẳng hạn Thái Lan. Việc biên lợi nhuận bình thường hóa nhanh hơn dự kiến hoặc tiến độ chậm hơn trong lộ trình sản phẩm cao cấp của AMY (L-SPC, PET, WPC) có thể tạo rủi ro điều chỉnh giảm cho dự báo biên lợi nhuận gộp của chúng tôi.

Biến động chi phí đầu vào: Biên lợi nhuận gộp của AMY vẫn rất nhạy với chi phí nhựa PVC (màng vinyl) và chi phí nhiên liệu (màng gạch). Bất kỳ biến động chi phí nào cũng làm thu hẹp biên lợi nhuận gộp. AMY xếp thứ hai trong nhóm năm nhà nhập khẩu PVC lớn nhất Việt Nam, mang lại sức mạnh đàm phán với nhà cung cấp nhờ quy mô và khả năng tiếp cận nhiều nguồn nguyên liệu (PVC gốc dầu và gốc than). Trong khi đó, nguồn than nội địa cho sản xuất gạch — hưởng lợi từ cơ chế giá trần — phần nào bảo vệ công ty khỏi biến động giá nhiên liệu nhập khẩu.

Báo cáo Tài chính

KQKD	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	6.998	8.919	10.729	12.876
Giá vốn hàng bán	-5.654	-7.310	-8.685	-10.328
Lợi nhuận gộp	1.343	1.609	2.044	2.549
Chi phí bán hàng	-251	-337	-406	-487
Chi phí quản lý DN	-134	-178	-204	-232
Lợi nhuận từ HĐKD	959	1.093	1.434	1.830
Doanh thu tài chính	138	156	160	190
Chi phí tài chính	-139	-150	-205	-231
- trong đó, chi phí lãi vay	-108	-120	-164	-185
Công ty liên kết	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) khác ròng	-5	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	953	1.099	1.389	1.789
Thuế thu nhập DN	-202	-220	-278	-358
LNST trước CĐTS	751	879	1.111	1.431
Lợi ích cổ đông thiểu số	-34	-40	-56	-72
LNST sau CĐTS, báo cáo	716	839	1.056	1.360
LNST sau CĐTS, điều chỉnh (1)	716	839	1.056	1.360
EBITDA	1.208	1.444	1.864	2.312
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.463	5.226	6.577	8.471
EPS cơ bản điều chỉnh (1), VND	4.463	5.226	6.577	8.471
EPS pha loãng hoàn toàn (1), VND	4.463	5.226	6.577	8.471
DPS, VND	10.600	2.500	3.000	3.500
DPS/EPS (%)	237%	48%	46%	41%
(1) Đã điều chỉnh cho các khoản bất thường				

Chỉ số	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	15,9%	27,5%	20,3%	20,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-5,5%	14,0%	31,2%	27,6%
Tăng trưởng LNNT	-6,1%	15,4%	26,4%	28,8%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-9,0%	17,1%	25,8%	28,8%
Chỉ số sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	19,2%	18,0%	19,1%	19,8%
Biên EBIT	13,7%	12,3%	13,4%	14,2%
Biên EBITDA	17,3%	16,2%	17,4%	18,0%
Biên LNST sau CĐTS, điều chỉnh	10,2%	9,4%	9,8%	10,6%
ROE	41,3%	47,1%	45,3%	44,3%
ROA	12,9%	12,9%	13,4%	14,5%
Chỉ số hiệu quả				
Số ngày tồn kho	68	65	71	68
Số ngày phải thu	56	55	55	55
Số ngày phải trả	65	65	65	65
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	60	55	61	58
Thanh khoản/Khả năng trả nợ				
Hệ số thanh toán hiện hành x	1,0	1,1	1,2	1,4
Hệ số thanh toán nhanh x	0,7	0,7	0,9	1,1
Hệ số thanh toán tiền mặt x	0,1	0,0	0,2	0,3
Nợ / Tài sản x	0,4	0,4	0,4	0,4
Nợ / Vốn x	0,6	0,6	0,5	0,5
Nợ ròng / Vốn CSH x	0,7	0,7	0,4	0,0
Hệ số chi trả lãi vay x	8,9	9,1	8,7	9,9

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền & tương đương tiền	291	199	775	1.819
Đầu tư ngắn hạn	1.002	1.302	1.602	1.902
Khoản phải thu	1.182	1.593	1.672	2.236
Hàng tồn kho	1.032	1.571	1.812	2.045
Tài sản ngắn hạn khác	186	186	186	186
Tổng tài sản ngắn hạn	3.693	4.852	6.046	8.189
Tài sản cố định, gộp	3.083	4.157	4.649	4.727
- Khấu hao	-1.469	-1.820	-2.250	-2.732
Tài sản cố định, ròng	1.614	2.337	2.399	1.995
Đầu tư dài hạn	10	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	433	27	27	27
Tổng tài sản dài hạn	2.058	2.374	2.436	2.032
Tổng tài sản	5.750	7.226	8.482	10.221
Phải trả người bán	1.100	1.487	1.586	2.069
Nợ vay ngắn hạn	2.327	2.583	2.856	3.274
Nợ ngắn hạn khác	400	400	400	400
Tổng nợ ngắn hạn	3.826	4.471	4.842	5.743
Nợ vay dài hạn	148	464	672	584
Nợ dài hạn khác	4	0	0	0
Tổng nợ phải trả	3.978	4.935	5.514	6.327
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Vốn góp	1.070	1.445	1.445	1.445
Lợi nhuận giữ lại	471	574	1.196	2.050
Vốn chủ sở hữu khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	232	272	328	399
Tổng vốn chủ sở hữu	1.773	2.290	2.968	3.894
Tổng nợ phải trả & vốn CSH	5.750	7.226	8.482	10.221
Số CP lưu hành cuối kỳ (triệu)	107,0	144,5	144,5	144,5
CP quỹ cuối kỳ (triệu)	0	0	0	0

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Số dư tiền đầu kỳ	633	291	199	775
Lợi nhuận ròng	751	879	1.111	1.431
Khấu hao	249	351	430	482
Thay đổi vốn lưu động	130	-567	-221	-315
Điều chỉnh khác	-231	7	0	0
Dòng tiền từ HĐKD	899	670	1.321	1.598
Chi mua sắm TSCĐ ròng	-420	-674	-492	-78
Đầu tư, ròng	-289	-300	-300	-300
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-709	-974	-792	-378
Cổ tức đã trả	-1.133	-361	-433	-506
Δ Vốn cổ phần	0	0	0	0
Δ Nợ vay ngắn hạn	643	257	273	418
Δ Nợ vay dài hạn	-50	317	207	-88
Dòng tiền tài chính khác	8	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-532	213	47	-175
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-342	-91	575	1.045
Số dư tiền cuối kỳ	291	199	775	1.819

Nguồn: AMY, Vietcap. Ghi chú: EPS được tính không bao gồm quỹ khen thưởng & phúc lợi.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân & Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.