

CTCP DAMSAN (HSX: ADS)

Định vị tăng trưởng bằng nền tảng sản xuất và tài sản đất đai

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP) chúng tôi xác định giá trị hợp lý của ADS là **14.800 VND/cổ phiếu**, cùng với cổ tức tiền mặt dự kiến 1.000 VND/cổ phiếu, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 75%, dựa trên giá đóng cửa ngày 03/06/2026.

Giai đoạn 2026 – 2029 được kỳ vọng là chu kỳ tăng trưởng thuận lợi về doanh thu của ADS, dưới sự dẫn dắt của các dự án bất động sản. Đồng thời, mảng bông, sợi và khăn duy trì tăng trưởng ổn định, tiếp tục đóng vai trò nền tảng doanh thu của Công ty. Dự báo doanh thu tăng trưởng CAGR 6%.

- Lĩnh vực phát triển bất động sản:** Danh mục sở hữu quỹ đất Cụm Công nghiệp (CCN) 131 ha đất thương phẩm với mục tiêu đạt tỷ lệ lấp đầy 100% trong 6 – 8 năm, gồm (1) CCN An Ninh đã lấp đầy 85% và chuẩn bị triển khai giai đoạn 2, (2) CCN Ninh An quy mô 74 ha dự kiến khai thác từ 2027 với tỷ lệ lấp đầy kỳ vọng 60% trong hai năm đầu, và (3) CCN Vũ Ninh mở rộng quy mô 37,5 ha đang GPMB. Đồng thời, dự án NOXH Phú Xuân quy mô 582 căn, tổng mức đầu tư 650 tỷ đồng, dự kiến đóng góp doanh thu từ năm 2027.
- Lĩnh vực bông, sợi, khăn:** kỳ vọng tăng trưởng ổn định với CAGR khoảng 7% trong giai đoạn dự phóng. Sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng đồng pha với tăng trưởng của toàn quốc nhờ nhân công giá rẻ và vị thế ngày càng được nâng cao trong chuỗi giá trị ngành dệt may. Giá sản phẩm sợi, khăn được dự báo biến động đồng pha với giá bông, với mức tăng khoảng 2%/năm theo tỷ giá USD/VND, phản ánh tác động của tỷ giá trong điều kiện cung – cầu không có đột biến.

Đẩy mạnh lĩnh vực bất động sản, vốn có biên gộp/ròng cao, sẽ tạo điểm rơi về lợi nhuận vào giai đoạn 2026 – 2030. Theo đó, LNST-CĐM năm 2026 dự báo giảm tốc tăng trưởng so với năm 2025 do nguồn thu từ nhà ở thương mại thu hẹp, trong khi các dự án CCN chưa đóng góp đáng kể. Tuy nhiên, LNST-CĐM sẽ tăng trưởng mạnh vào năm 2027 khi các dự án CCN và bất động sản mới đi vào khai thác, qua đó giúp kết quả kinh doanh dần ổn định hơn trong giai đoạn 2028 – 2030.

Rủi ro đối với khuyến nghị:

- Lĩnh vực bông, sợi, khăn với biên lợi nhuận mỏng, trong khi đó chính sách quản trị vốn lưu động chưa được tối ưu hoạt động kinh doanh nhạy cảm với những biến động tiêu cực của chu kỳ ngành.
- Tăng trưởng phụ thuộc vào mảng bất động sản, tiến độ GPMB và tốc độ bán hàng không đạt kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền của Công ty.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Đơn vị: Tỷ đồng	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	1.693	1.642	1.629	1.870	1.959	2.431
Tăng trưởng (%)	11,9	-3,0	-0,8	13,5	4,8	24,1
EBITDA	163	183	155	189	175	260
LNST	67	58	50	97	110	156
Tăng trưởng (%)	-20,9	-13,3	-14,3	98,3	13,3	42,3
Biên ròng (%)	4,0	3,6	3,1	5,2	5,6	6,4
ROA (%)	3,1	2,3	1,9	3,9	4,2	5,8
ROE (%)	10,4	6,5	5,3	9,6	10,5	14,0
EPS cơ bản (VND)	1.505	976	655	1.266	1.435	2.042
GTSS (VND)	14.061	12.644	11.862	12.684	13.615	14.616
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	1.000	500	1.000	1.000
P/E (x)	8,35	10,43	12,36	6,39	10,31	7,25
P/BV (x)	0,91	0,72	0,68	0,65	1,09	1,01

Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 03/06/2026.

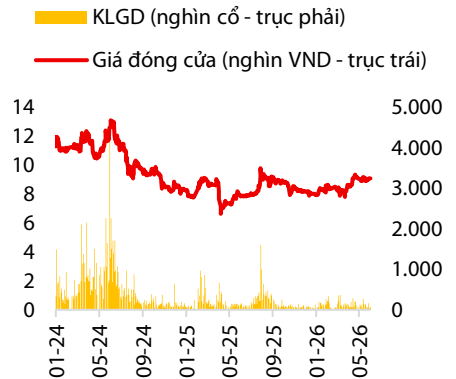
MUA

+75%

Giá thị trường (VND)	9.050
Giá mục tiêu (VND)	14.800
Cổ tức tiền mặt dự kiến	1.000

Thông tin cổ phiếu

Ngày	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	691
SLCPDLH (triệu cp)	76
Beta	0,8
Free Float (%)	55
Giá cao nhất 52 tuần	9.760
Giá thấp nhất 52 tuần	7.800
KLGD bình quân 20 phiên	104.000



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
ADS	7,2	14,0	-23,0
VN30 Index	3,7	38,8	54,4
VN-Index	2,9	36,1	43,6

Cổ đông lớn (%)

Vũ Huy Đông	12,05
CTCP đầu tư xây dựng và thương mại Đức Tuấn	5,33
Đỗ Đức Khang	5,31
Đỗ Văn Khôi	5,20
Khác	72,11
<i>Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)</i>	<i>49,8</i>

Phòng Phân tích Ngành Dệt may

phantich@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá theo từng mảng kinh doanh của CTCP Damsan (HSX: ADS), bao gồm: (1) sản xuất và kinh doanh bông, sợi, khăn (dệt sợi), (2) bất động sản cụm công nghiệp, (3) bất động sản dân cư và (4) công trình BOT.

- Lĩnh vực ngoài bất động sản (dệt sợi, pin và kinh doanh khác):** Được định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền cho doanh nghiệp. Chúng tôi ước sử dụng lãi suất chiết khấu WACC là 12,8% và hệ số nhân Exit EV/EBITDA là 6,0x.
- Bất động sản cụm công nghiệp:** dựa trên mức độ hoàn thiện pháp lý và kế hoạch phát triển cụ thể của từng dự án. Sử dụng phương pháp NPV (Net Present Value), trong đó dòng tiền đầu vào là dòng tiền tự do dành cho dự án, được chiết khấu về hiện tại với suất chiết khấu $K_e = 15\%$ và $K_d = 10\%$.
- Bất động sản dân cư:** Danh mục bất động sản dân cư bao gồm nhà ở xã hội (NOXH) Quang Trung, nhà ở thương mại Bồ Xuyên, nhà ở liền kề Quang Trung và NOXH Phú Xuân. Trong đó, dự án NOXH Phú Xuân vừa được khởi công xây dựng, dự kiến mang lại dòng tiền trong tương lai cho ADS và được chiết khấu với lãi suất K_e là 10%. Đối với các dự án còn lại, phần sản phẩm chưa tiêu thụ chiếm tỷ trọng nhỏ, và được xác định theo giá trị ghi sổ.
- Công trình BOT:** Dự án tuyến đường bộ Thái Bình - Cầu Ngàn được HĐND tỉnh Thái Bình phê duyệt ngày 13/12/2019 (dài khoảng 23,89 km), triển khai theo hình thức đối tác công tư (PPP). Sau đó, dự án được chuyển đổi đầu tư công và bàn giao cho cơ quan quản lý tỉnh Hưng Yên. ADS thu hồi khoản đầu tư trong năm 2026. Do đó, chúng tôi xác định giá trị khoản mục này theo giá trị ghi sổ.

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), giá mục tiêu cho ADS là **14.800 VNĐ/cổ phiếu**, cùng với cổ tức 1.000 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với hiệu suất sinh lời kỳ vọng là 75%, dựa vào giá đóng cửa ngày 03/06/2026. Dư địa tăng giá hấp dẫn nhờ danh mục dự án đang được triển khai nhưng chưa phản ánh đầy đủ vào thị giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ADS.

Bảng 1: Tổng hợp định giá

Tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu của ADS	Giá trị đóng góp
Dệt sợi	FCFF	437	100%	437
Bất động sản		1.240		
Cụm công nghiệp		1.147	85%	975
Ninh An	NPV	416		
An Ninh 1	NPV	268		
An Ninh 2	NPV	222		
Vũ Ninh 2	NPV	240		
BDS dân cư		93	85%	79
NOXH Quang Trung	Giá trị sổ sách	17		
Dự án nhà ở thương mại Bồ Xuyên	Giá trị sổ sách	6		
Nhà ở liền kề Quang Trung	Giá trị sổ sách	10		
NOXH Phú Xuân	NPV	60		
Công trình BOT	Giá trị sổ sách			182
BOT Cầu Ngàn				
Tổng giá trị doanh nghiệp		1.641		1.673
+ Tiền và tương đương tiền				462
- Nợ vay				1.007
Giá trị VCSH				1.128
Số lượng CPLH (triệu CP)				76
Giá mục tiêu				14.800

Nguồn: CTCK Rồng Việt

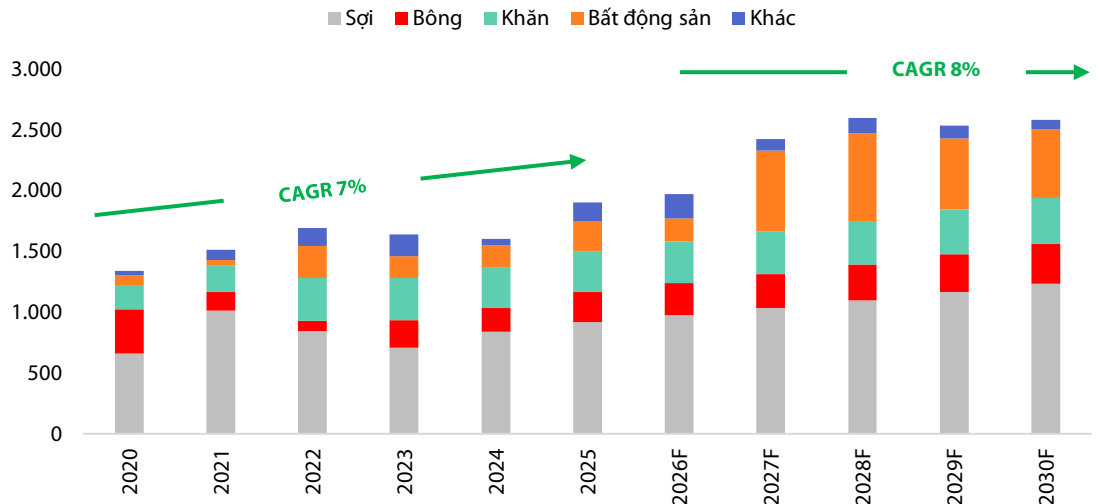
MỤC LỤC BÁO CÁO

A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030	Trang 3
B. PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030	Trang 12
C. PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH DỆT SỢI	Trang 13
D. PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Trang 15
1. Tổng quan doanh nghiệp	Trang 15
2. Mô hình hoạt động	Trang 15
3. Lĩnh vực kinh doanh	Trang 16
E. PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT SỢI	Trang 28
F. PHỤ LỤC 5 – TRIỂN VỌNG LĨNH VỰC BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP TẠI TỈNH HƯNG YÊN	Trang 33
G. PHỤ LỤC 6 – TRIỂN VỌNG LĨNH VỰC BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP TOÀN QUỐC	Trang 35

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG (Quay lại Mục lục)

Doanh thu: Trong giai đoạn 2026 – 2030, dự phóng doanh thu duy trì mức tăng trưởng kép (CAGR) đạt 8%/năm, tương đương mức tăng trưởng trong 05 năm gần nhất, với mũi nhọn tăng trưởng đến từ lĩnh vực bất động sản. Ở giai đoạn này, ADS thực hiện ba dự án CCN và một dự án nhà ở xã hội. Mặt khác, lĩnh vực sản xuất bông, sợi, khăn duy trì tăng trưởng một chữ số trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sản xuất từ bông tương đối ảm đạm, đóng góp bình quân khoảng 70% tổng doanh thu.

Hình 1: Dự phóng doanh thu của ADS

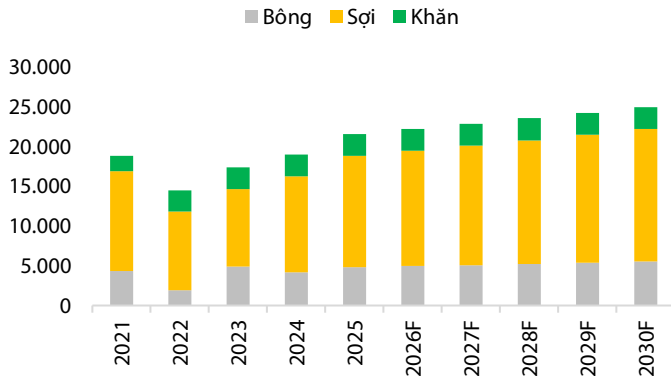


Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Lĩnh vực bông, sợi, khăn: Giai đoạn 2021 – 2025, sản xuất bông, sợi, khăn của ADS đạt tốc độ tăng trưởng kép 4% và đang dần đi vào quỹ đạo tăng trưởng ổn định. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi kỳ vọng mảng dệt may có thể cải thiện tốc độ tăng trưởng kép lên 5%, đạt 1.485 tỷ đồng vào năm 2026 và 1.821 tỷ đồng vào năm 2030 ([xem thêm tại trang 16](#)).

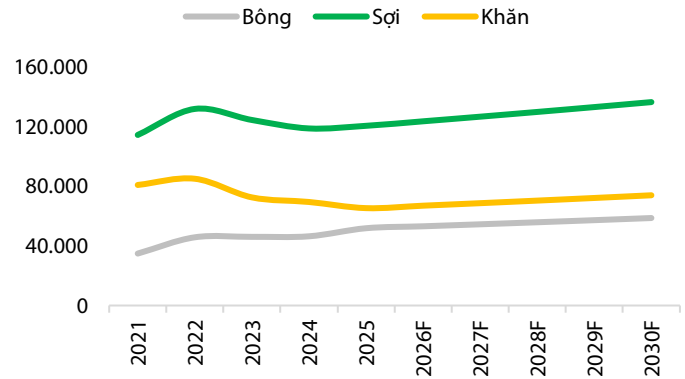
- Nhu cầu tiêu thụ bông và các sản phẩm từ bông được dự báo duy trì xu hướng tăng trưởng chậm trong trung – dài hạn, do cạnh tranh từ sợi nhân tạo và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu. Nhu cầu bông thế giới dự kiến tăng khoảng 1,2%/năm đến năm 2030, tỷ trọng sợi bông trong cơ cấu nguyên liệu dệt may tiếp tục thu hẹp. Trong bối cảnh đó, Việt Nam vẫn giữ vai trò quan trọng trong chuỗi kéo sợi và may mặc tại châu Á, với nhu cầu nhập khẩu bông tăng khoảng 3%/năm nhờ lợi thế chi phí giá rẻ và vị thế ngày càng cải thiện trong chuỗi cung ứng. Tăng trưởng đầu ra các sản phẩm bông nhìn chung ở mức vừa phải, với động lực đến từ xu hướng gia tăng nhập khẩu sợi bông của Trung Quốc và sự ổn định của thị trường khăn bông tại Nhật Bản.
- Các sản phẩm sợi bông và khăn bông – là đầu ra trực tiếp của nguyên liệu bông – mặt bằng giá bán nhìn chung có biến động đồng pha với giá bông. Trong trung và dài hạn, giá bông được dự báo đi ngang nếu tính theo USD/tấn, nhưng tăng khoảng 2%/năm khi quy đổi sang VND/tấn do tác động của yếu tố tỷ giá. Triển vọng tăng giá bị hạn chế bởi nhu cầu bông không có đột biến trước xu hướng chuyển dịch sang nguyên liệu thay thế và tình trạng dư cung dự kiến tiếp tục kéo dài.

Hình 2: Dự phóng sản lượng theo sản phẩm (tấn)



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dự phóng giá bán bình quân theo sản phẩm (VND/kg)



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Bất động sản cụm công nghiệp và nhà xưởng xây sẵn: Trong giai đoạn 2025 – 2030, danh mục CCN của ADS gồm ba dự án An Ninh, Ninh An và Vũ Ninh dự kiến lần lượt được triển khai và đưa vào khai thác. Với mức độ rủi ro hấp thụ tương đối thấp, các dự án này được kỳ vọng trở thành động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của ADS ([xem thêm tại trang 23](#)).

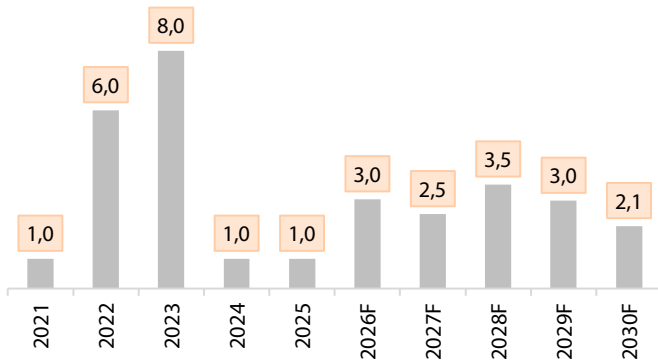
- **Tỷ lệ lấp đầy:** ADS sở hữu quỹ đất lên tới 186,4 ha với diện tích thương phẩm là 130,9 ha, các dự án đều được phê duyệt chủ trương đầu tư và đang dần được triển khai xây dựng. Chúng tôi kỳ vọng các cụm công nghiệp (CCN) do ADS phát triển có thể đạt tỷ lệ lấp đầy 100% trong khoảng 6 – 8 năm, phù hợp với tốc độ hấp thụ tại CCN An Ninh giai đoạn 1 và xu hướng dịch chuyển hoạt động sản xuất ra khỏi khu vực trung tâm phường Thái Bình.
 - **CCN An Ninh:** là dự án bất động sản công nghiệp đầu tiên của ADS, được UBND tỉnh Thái Bình thành lập theo Quyết định số 960/QĐ-UBND ngày 19/04/2017 với quy mô 49,9 ha và tổng mức đầu tư 320 tỷ đồng. Hiện dự án đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 85%. Năm 2022, CCN An Ninh được phê duyệt mở rộng lên 74,9 ha theo Quyết định số 1931/QĐ-UBND, với tổng mức đầu tư giai đoạn 2 ước tính 210 tỷ đồng. Công ty kỳ vọng hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng vào Q2-FY26.
 - **CCN Ninh An:** được hình thành trong bối cảnh triển khai để án di dời các cơ sở sản xuất kinh doanh ven sông Trà Lý theo Nghị quyết số 07/NQ-HĐND ngày 29/04/2022 của tỉnh Thái Bình, với khoảng gần 80 doanh nghiệp dự kiến chuyển dịch về khu vực này. Dự án được thành lập theo Quyết định số 1257/QĐ-UBND ngày 21/06/2023, có quy mô quy hoạch 74 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm 52 ha và 5 ha dành cho nhà xưởng xây sẵn, với tổng mức đầu tư ước tính khoảng 900 tỷ đồng. Đến Q4-FY25, ADS đang triển khai san lấp mặt bằng và dự kiến đưa dự án vào khai thác từ đầu năm 2027. Nhờ nguồn cầu di dời hiện hữu, CCN Ninh An được kỳ vọng đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 60% trong hai năm đầu vận hành và hoàn tất lấp đầy trong khoảng 6 năm.
 - **CCN Vũ Ninh mở rộng:** được UBND tỉnh Thái Bình chấp thuận chủ trương đầu tư theo Quyết định số 02/QĐ-UBND ngày 15/01/2024, với quy mô 37,5 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm 25 ha và 5 ha dành cho nhà xưởng xây sẵn, tổng mức đầu tư dự kiến 310 tỷ đồng. Dự án được kỳ vọng hoàn thành GPMB vào Q2-FY26.
- **Giá cho thuê đất:** Các CCN của ADS có lợi thế cạnh tranh về giá thuê, gia tăng khả năng thu hút nhà đầu tư và dòng vốn FDI. Giá thuê được ước tính ở mức 90 USD/m² và tăng trưởng ổn định 1% mỗi năm. Mức giá này thấp hơn đáng kể so với mặt bằng KCN khu vực phía Bắc (bình quân khoảng 142 USD/m²).
- **Cho thuê nhà xưởng xây sẵn:** Trong các CCN, ADS dành khoảng 10 – 15% đất thương phẩm để xây dựng nhà xưởng cho thuê với chi phí cho thuê khoảng 3 USD/m²/tháng. Ngoài nhà xưởng xây sẵn tại các CCN, ADS dự kiến cho thuê một phần nhà máy sản xuất pin kể từ Q2-FY26, với doanh thu bình quân 48 tỷ đồng mỗi năm. Lĩnh vực cho thuê nhà xưởng xây sẵn mang lại doanh thu đều đặn và ổn định trong dài hạn cho ADS, dự phóng đạt trung bình 100 – 120 tỷ đồng/năm.

Bất động sản dân cư: ADS triển khai dự án NOXH Phú Xuân trong giai đoạn 2025–2027 với quy mô 582 căn hộ, gồm 546 căn nhà ở xã hội và 36 căn hộ thương mại, tổng mức đầu tư khoảng 650 tỷ đồng. Dự án nằm trong khu vực Phú Xuân – nơi đã hình thành khu dân cư và hạ tầng tương đối hoàn chỉnh – tạo lợi thế để dễ dàng hấp thụ sản phẩm. ADS đã khởi công dự án vào tháng 11/2025 và dự kiến triển khai theo hai giai đoạn. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được mở bán và bàn giao trong giai đoạn 2027–2032, với mức giá dự kiến khoảng 19 triệu VNĐ/m² đối với NOXH và 30 triệu VNĐ/m² đối với căn hộ thương mại.

Lĩnh vực sản xuất tấm pin mặt trời và kinh doanh khác: ADS sản xuất tấm pin và có doanh thu bắt đầu từ năm 2023 với tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhưng tỷ trọng tương đối thấp, khoảng 3% doanh thu thuần. Trong khi đó, lĩnh vực khác có tính chất không thường xuyên, chiếm khoảng 10% tổng doanh thu trong giai đoạn 2022 – 2023, phần lớn đến từ hoạt động thi công nhà xưởng tại CCN An Ninh cho các khách thuê đất có nhu cầu xây dựng. Nhu cầu thi công tăng mạnh khi CCN này bắt đầu đưa vào khai thác, qua đó tạo ra mức doanh thu đột biến của lĩnh vực khác trong năm 2022 - 2023.

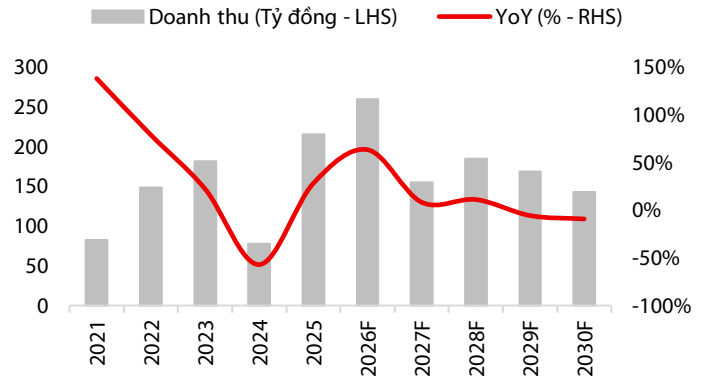
Trong giai đoạn dự phóng, diện tích nhà xưởng xây sẵn khoảng 16 ha và đơn giá xây dựng là 3,0 triệu VNĐ/m², chúng tôi ước tính doanh thu từ hai mảng liên quan duy trì ở mức trung bình khoảng 110 tỷ đồng/năm và điểm rơi tập trung trong giai đoạn 2027F – 2029F, tương đồng với giai đoạn 2021 – 2025, khi nhiều dự án nhà xưởng được triển khai tại CCN An Ninh giai đoạn 1.

Hình 4: Diện tích thi công nhà xưởng (ha)



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh thu lĩnh vực pin mặt trời và khác



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp

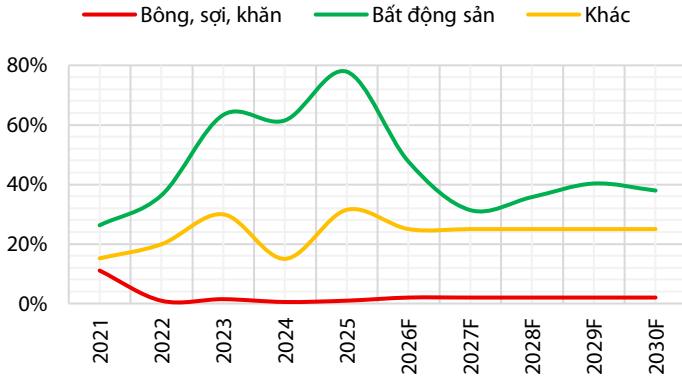
Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của ADS trong giai đoạn 2026 – 2030 có thể duy trì ở mức trung bình khoảng 11% - 12%, đóng góp chính bởi lợi nhuận từ lĩnh vực bất động sản. Trong khi đó, biên gộp của lĩnh vực sản xuất bông, sợi, khăn tiếp tục duy trì ở mức thấp và không đóng góp đáng kể vào lợi nhuận gộp của ADS.

- **Lĩnh vực sản xuất bông, sợi, khăn:** Mỹ áp thuế trung bình khoảng 15% đối với hàng dệt may Trung Quốc khi xảy ra chiến tranh thương mại lần thứ nhất đã tạo áp lực giảm giá trên toàn bộ chuỗi giá trị ngành, qua đó làm suy giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Trong bối cảnh giá bông giảm, biên lợi nhuận gộp của ADS ở các mảng bông, sợi và khăn thu hẹp mạnh, từ 6% năm 2018 xuống 1% năm 2019 và duy trì ở mức thấp trong 5 năm gần đây. Kể từ năm 2026, ADS hết khấu hao đối với tài sản phương tiện máy móc. Do đó chi phí sản xuất của ADS giảm một phần định phí khoảng 25 tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của ADS được cải thiện lên mức 2% trong giai đoạn dự phóng.
- **Lĩnh vực bất động sản:** Biên gộp liên tục được mở rộng trong giai đoạn 2021 – 2025 khi ADS phát triển mạnh các dự án nhà ở thương mại tại phường Phú Xuân, Quang Trung và Bồ Xuyên. Cùng với đó, CCN An Ninh giai đoạn 1 được đưa vào thị trường đã đóng góp cho mức độ mở rộng mạnh của biên gộp, từ 26% (2021) lên 78% (2025). Năm 2025, ADS ghi nhận doanh thu từ một số căn hộ liền kề tại phường Bồ Xuyên, ước tính đóng góp khoảng 42 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 39%. Khoản đóng góp này là động lực chủ yếu giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp

được mở rộng trong năm 2025. Trong giai đoạn dự phóng, biên gộp lĩnh vực bất động sản được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức 40% nhờ đóng góp từ ba CCN mới và NOXH Phú Xuân.

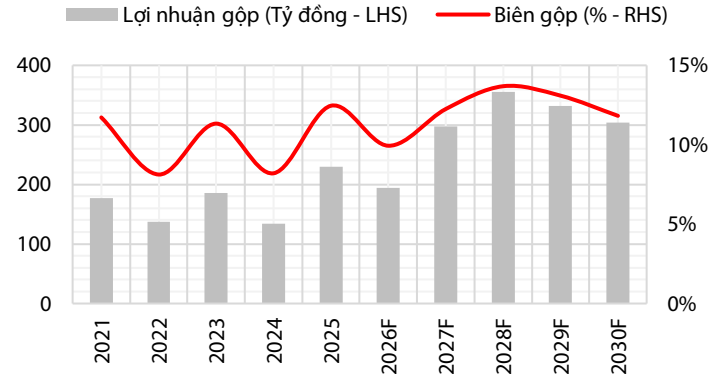
- **Lĩnh vực sản xuất tấm pin và khác:** Với bối cảnh tương đồng giữa giai đoạn dự phóng và giai đoạn 2021 – 2025 nên chúng tôi giả định lĩnh vực này sẽ duy trì biên lợi nhuận ở mức trung bình 25%.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Lợi nhuận gộp và biên gộp của ADS

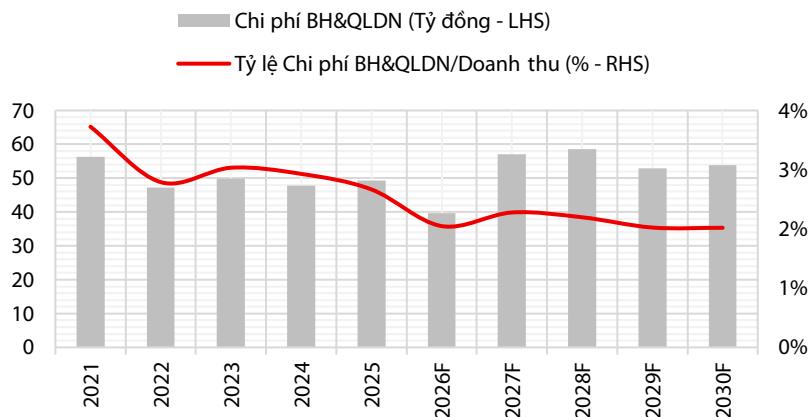


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A): ADS duy trì kỷ luật kiểm soát chi phí vận hành hiệu quả, với mức chi tiêu ổn định quanh 45–50 tỷ đồng mỗi năm. Trước khi mở rộng sang lĩnh vực bất động sản, chi phí SG&A của mảng dệt may ghi nhận bình quân khoảng 35 tỷ đồng/năm. Trong 5 năm gần đây, chi phí có xu hướng tăng nhẹ, chủ yếu đến từ hoa hồng môi giới bất động sản. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu dệt may không kéo theo áp lực gia tăng tương ứng về chi phí.

Nhờ đó, tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu thuần cải thiện rõ rệt, giảm từ 3,7% năm 2021 xuống còn 2,7% vào năm 2025. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục duy trì kiểm soát chi phí chặt chẽ, với mức khoảng 55 tỷ đồng/năm, phản ánh chiến lược đẩy mạnh hoạt động trong lĩnh vực bất động sản.

Hình 8: Chi phí bán hàng và QLDN

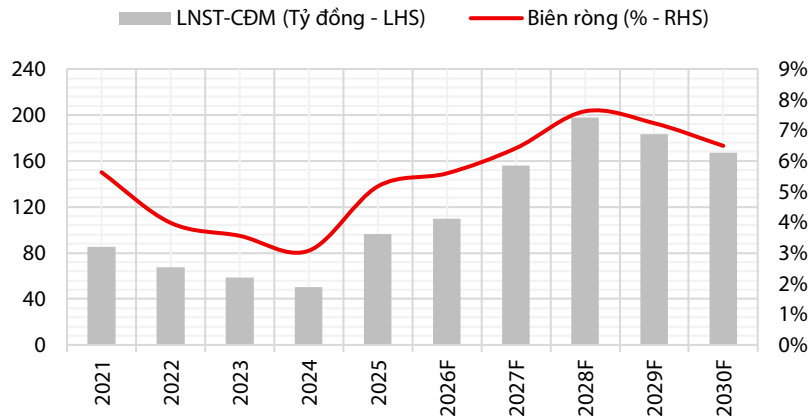


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

LNST cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐM): Do mức độ phụ thuộc lớn vào lĩnh vực bất động sản, LNST-CĐM của ADS có xu hướng biến động mạnh, phụ thuộc vào thời điểm ghi nhận doanh thu từ mảng này. Năm 2025, LNST-CĐM của ADS tăng trưởng đột biến nhờ ghi nhận doanh thu từ hoạt động bán căn hộ liền kề tại phường Bồ Xuyên, đạt 97 tỷ đồng (+93% YoY). Tuy nhiên, điều này cũng tạo nên nền cao của năm 2025, LNST-CĐM dự kiến giảm tốc tăng trưởng trong năm 2026 khi các dự án nhà ở thương mại gần như đã được tiêu thụ hết, trong khi các CCN chưa đi vào khai thác, dự phóng đạt 110 tỷ đồng (+13% YoY). Kể

từ giai đoạn 2027, LNST-CĐM dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh khi các dự án CCN và bất động sản mới đi vào khai thác, qua đó giúp kết quả kinh doanh dần ổn định hơn trong giai đoạn 2028 – 2030.

Hình 9: LNST-CĐM và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

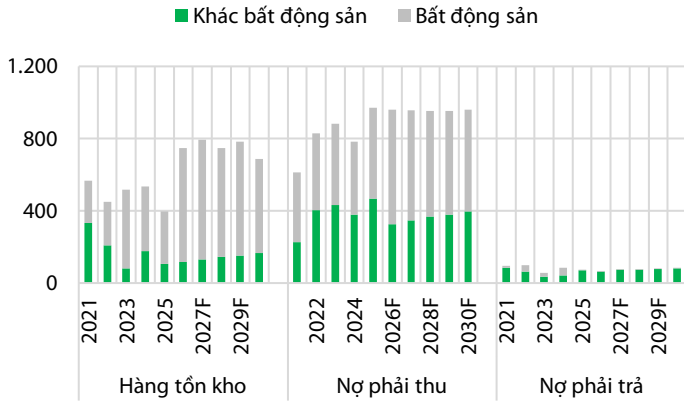
Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động: ADS mang đặc trưng của ngành dệt may với nhu cầu vốn lưu động lớn nhằm phục vụ dự trữ nguyên liệu đầu vào. Đồng thời, mảng bất động sản với quy mô vốn đầu tư đáng kể khiến hàng tồn kho (chi phí sản xuất dở dang) và các khoản phải thu của Công ty chủ yếu phản ánh giá trị từ lĩnh vực này. Do đó, khi đánh giá các chỉ tiêu vốn lưu động, chúng tôi loại trừ giá trị liên quan đến lĩnh vực bất động sản trong các khoản mục hàng tồn kho, phải thu và phải trả, do không mang tính lưu động trong ngắn hạn.

- Số ngày tồn kho của ADS dài nhất vào năm 2021 là 82,5 ngày do Công ty tăng dự trữ hàng trong giai đoạn đứt gãy chuỗi cung ứng và xu hướng đang giảm nhanh hơn trong những năm gần đây về mức trung bình 30 ngày. Số ngày tồn kho của ADS thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành (trung vị khoảng 100 ngày). Ngoài sản xuất sợi và khăn, Công ty cũng có dịch vụ thương mại các sản phẩm bông và sợi nên số ngày lưu kho không quá dài. Giai đoạn dự phóng, số ngày tồn kho sẽ tăng dần về mức bình quân quá khứ, từ mức 25 ngày (2026) về mức 29 ngày (2030).
- Số ngày phải thu của ADS có xu hướng giảm mạnh trong hai năm gần nhất từ mức 75 ngày về 47 ngày nhưng tương đối cao so với trung vị ngành (khoảng 34 ngày). Phản ánh sự khác biệt về cơ cấu khách hàng khi doanh thu tập trung chính vào thị trường Trung Quốc (Sợi bông) và Nội địa (bông nguyên liệu), thường yêu cầu thời hạn thanh toán từ 60 – 90 ngày. Sự sụt giảm này đang cho thấy tín hiệu thắt chặt điều kiện thanh toán đối với khách hàng, thể hiện vị thế đàm phán được nâng cao. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi duy trì số ngày phải thu của ADS ở mức bình quân 50 ngày.
- Số ngày phải trả ở mức bình quân 11 ngày trong năm gần nhất, thấp hơn đáng kể so với trung vị ngành (khoảng 33 ngày) và đang có xu hướng giảm trong những năm gần đây, giảm từ mức 23 ngày (2021) về mức 7,5 ngày (2025). Chúng tôi duy trì xu hướng giảm của số ngày phải thu, giả định 9 ngày cho giai đoạn dự phóng.

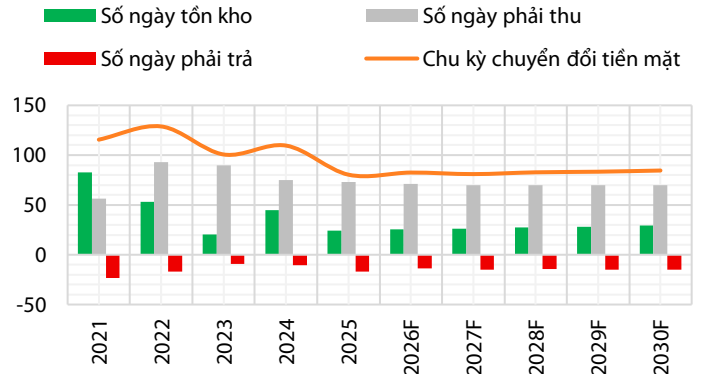
Nhìn chung, ADS đã có cải thiện vòng quay vốn lưu động trong những năm gần đây. Trong bối cảnh cạnh tranh cao trong ngành, các chính sách thương mại của Công ty có tính “thiện chí” nhằm hỗ trợ khách hàng và đối tác, qua đó tạo nền tảng cho việc mở rộng thị phần trong trung hạn.

Hình 10: Ước tính giá trị các khoản mục vốn lưu động theo mảng kinh doanh (Tỷ đồng)



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Chỉ tiêu về vốn lưu động (ngày)

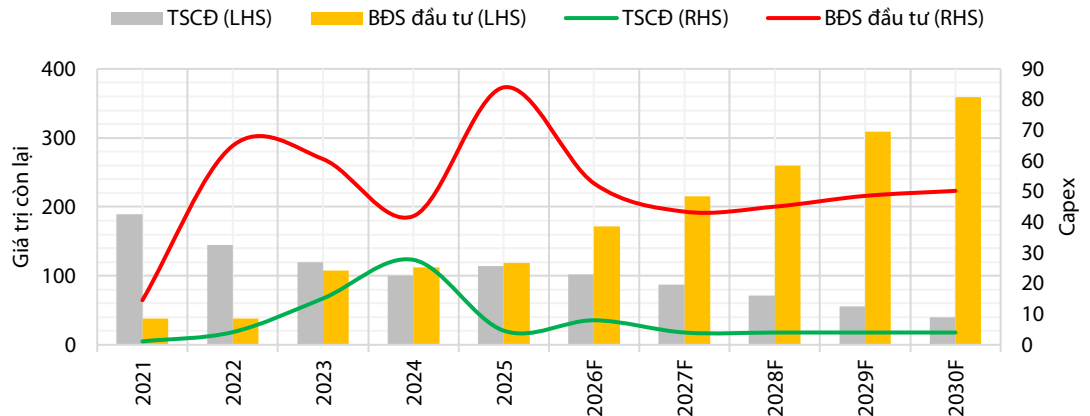


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Đầu tư TSCĐ: Các chi phí đầu tư TSCĐ của ADS tập trung nhiều vào bất động sản đầu tư (nhà xưởng xây sẵn tại CCN An Ninh giai đoạn 1). Trong giai đoạn 2023 – 2024, ADS đã đầu tư 40 tỷ đồng cho máy móc thiết bị và phương tiện vận tải.

Trong giai đoạn 2026 – 2030, Công ty chưa có kế hoạch đầu tư mới cho lĩnh vực dệt sợi nên chúng tôi duy trì mức đầu tư khoảng 5 – 10 tỷ đồng/năm với mục đích bảo trì, bảo dưỡng máy móc hiện có. Trong giai đoạn này, giá trị bất động sản đầu tư tăng thêm trung bình 50 tỷ đồng/năm khi ADS xây dựng nhà xưởng tại các CCN.

Hình 12: Giá trị tài sản cố định (Tỷ đồng)

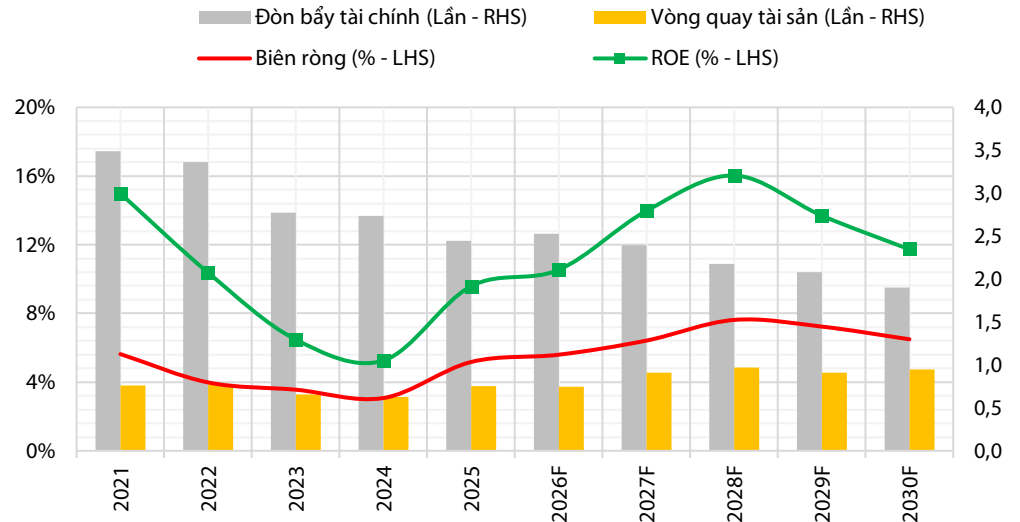


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sinh lời trên VCSH (ROE)

Kết quả kinh doanh của ADS chịu tác động lớn từ mảng bất động sản, khiến ROE và các chỉ tiêu sinh lời biến động đáng kể trong giai đoạn 2021 – 2025. Trong trung hạn, khi tiến độ bán hàng tại các CCN được đẩy nhanh và mức độ hấp thụ NOXH duy trì tích cực, hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp được kỳ vọng cải thiện, thể hiện qua vòng quay tài sản tăng từ mức bình quân 0,7 lên 0,9. Đồng thời đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm khi các dự án bất động sản dần hoàn tất.

Hình 13: Chỉ số ROE theo Dupont ba nhân tố

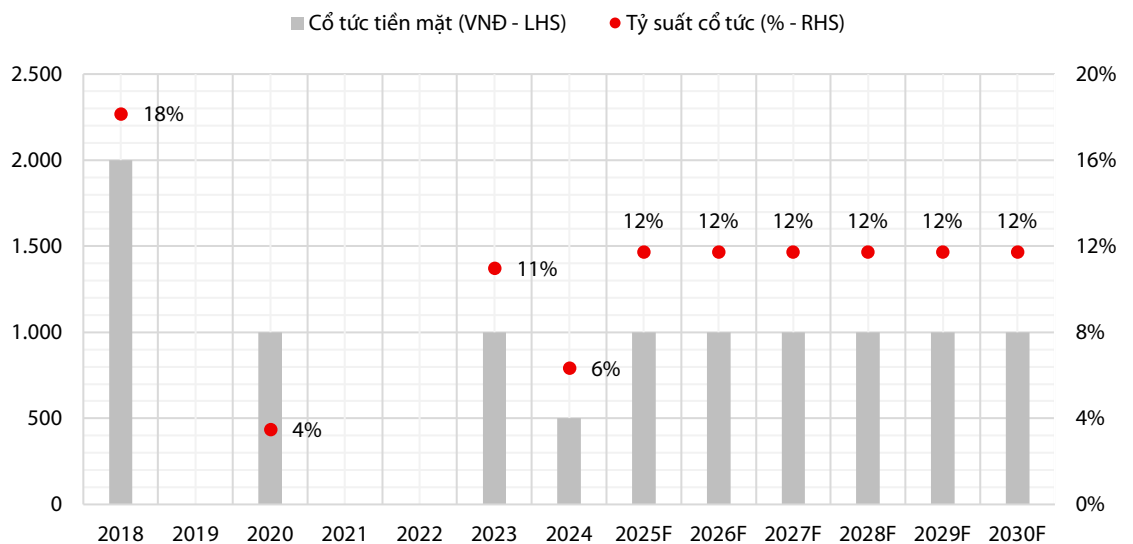


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức tiền mặt: Kể từ khi niêm yết, ADS duy trì chính sách chi trả cổ tức ổn định bằng cả cổ phiếu và tiền mặt. Tuy nhiên, trong các năm 2019, 2021 và 2022, do ngành dệt sợi gặp khó khăn và Công ty ưu tiên nguồn lực cho đầu tư dự án BĐS khu công nghiệp như CCN An Ninh, ADS lựa chọn chi trả cổ tức bằng cổ phiếu thay vì tiền mặt.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, Công ty dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn với giá trị 1.000 VNĐ/cổ phiếu trong giai đoạn 2026 – 2030, tương đương với lợi tức cổ phiếu là 11% (dựa trên giá đóng cửa 9.050 VND ngày 03/06/2026), cao hơn lãi suất tiết kiệm một năm tại ngân hàng Vietcombank (5,9%/năm). Do đó, ADS phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 14: Chính sách chi trả cổ tức của ADS



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của ADS (Tỷ đồng)

BÁO CÁO THU NHẬP	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	1.693	1.642	1.629	1.870	1.959	2.431	2.596	2.532	2.573
Giá vốn hàng bán	1.555	1.456	1.495	1.618	1.764	2.133	2.241	2.200	2.268
Lợi nhuận gộp	138	186	134	252	195	298	355	331	304
Chi phí bán hàng và quản lý	47	50	48	55	40	57	59	53	54
Các chi phí tài chính khác	32	27	9	6	0	0	0	0	0
EBITDA	163	183	155	189	175	260	316	298	270
Chi phí không hoạt động	2	6	3	20	2	2	3	3	3
Thu nhập không hoạt động	39	4	10	0	0	0	0	0	0
Thu nhập tài chính	34	47	31	25	31	26	25	24	23
Chi phí lãi vay	44	60	42	56	41	53	54	55	50
Thu nhập trước thuế (EBT)	85	94	72	140	142	212	265	245	221
Chi phí thuế TNDN	11	11	8	35	23	38	46	42	38
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	1	-7	-9	1	0	0	0	0	0
Lợi ích thiểu số	8	17	5	10	10	18	21	20	17
Lợi nhuận ròng	67	58	50	97	110	156	198	183	167
Biên ròng	4,0%	3,6%	3,1%	5,2%	5,6%	6,4%	7,6%	7,2%	6,5%
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	1.540	1.001	655	1.266	1.435	2.042	2.590	2.397	2.187

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Bảng 3: Bảng cân đối kế toán của ADS (Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	55	152	272	150	53	53	56	58	60
Đầu tư ngắn hạn	326	380	377	359	341	324	307	292	278
Các khoản phải thu	830	881	784	859	875	851	841	842	840
Hàng tồn kho	448	518	535	397	787	821	820	900	802
Các tài sản ngắn hạn khác	11	14	19	22	23	29	31	30	31
Tài sản ngắn hạn	1.670	1.945	1.987	1.787	2.079	2.078	2.056	2.123	2.010
Tài sản cố định ròng	183	227	213	233	274	302	332	365	399
Đầu tư tại các công ty liên kết	303	295	350	370	188	188	188	188	188
Tài sản vô hình	1	1	1	1	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	26	36	54	80	84	104	112	109	111
Tài sản dài hạn	511	558	617	684	547	595	631	662	698
Tổng tài sản	2.182	2.504	2.604	2.470	2.626	2.673	2.687	2.784	2.708
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	711	822	980	878	698	496	284	178	136
Các khoản phải trả	100	57	85	36	45	45	45	49	50
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	554	594	548	416	416	419	419	444	440
Nợ phải trả ngắn hạn	1.365	1.473	1.613	1.329	1.160	960	749	671	626
Nợ phải trả dài hạn	160	113	33	122	407	559	646	698	562
Tổng nợ phải trả	1.525	1.586	1.647	1.452	1.567	1.519	1.395	1.368	1.188
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	8	17	5	10	19	37	59	79	95
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi									
Cổ phiếu phổ thông	438	584	764	764	764	764	764	764	764
Lợi nhuận giữ lại	100	78	66	125	156	232	350	453	540
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	112	240	122	121	121	121	121	121	121
Vốn chủ sở hữu	650	902	952	1.009	1.040	1.117	1.234	1.337	1.425
Tổng nguồn vốn	2.182	2.504	2.604	2.470	2.626	2.673	2.687	2.784	2.708

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030
Bảng 4: Doanh thu dự phóng theo mảng kinh doanh (Quay lại Mục lục)

DOANH THU (TỶ ĐỒNG)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lĩnh vực bông, sợi, khăn	1.280	1.282	1.364	1.408	1.485	1.563	1.644	1.731	1.821
Tăng trưởng YoY	-8%	0%	6%	3%	6%	5%	5%	5%	5%
Tỷ trọng	76%	78%	84%	75%	76%	64%	63%	68%	71%
Lĩnh vực bất động sản	264	178	187	247	190	665	719	585	561
Tăng trưởng YoY	531%	-33%	5%	32%	-23%	250%	8%	-19%	-4%
Tỷ trọng	16%	11%	11%	13%	10%	27%	28%	23%	22%
Lĩnh vực pin và khác	148	182	78	215	284	203	233	216	191
Tăng trưởng YoY	79%	22%	-57%	176%	32%	-29%	15%	-7%	-12%
Tỷ trọng	9%	11%	5%	12%	14%	8%	9%	9%	7%
Tổng cộng	1.693	1.642	1.629	1.870	1.959	2.431	2.596	2.532	2.573
Tăng trưởng YoY	12%	-3%	-1%	15%	5%	24%	7%	-2%	2%

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Bảng 5: Khả năng sinh lời

ĐƠN VỊ: TỶ ĐỒNG	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận gộp	138	186	134	252	195	298	355	331	304
Biên lợi nhuận gộp	8%	11%	8%	13%	10%	12%	14%	13%	12%
Tăng trưởng YoY	-22%	35%	-28%	89%	-23%	53%	19%	-7%	-8%
Chi phí BH&QLDN	47	50	48	55	40	57	59	53	54
Chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Tăng trưởng YoY	-16%	5%	-4%	16%	-28%	44%	3%	-10%	2%
EBIT	58	109	76	191	155	241	297	279	250
Biên EBIT	3%	7%	5%	10%	8%	10%	11%	11%	10%
Tăng trưởng YoY	-50%	87%	-30%	150%	-19%	55%	23%	-6%	-10%
LNST-CĐM	67	58	50	97	110	156	198	183	167
Biên lợi nhuận ròng	4%	4%	3%	5%	6%	6%	8%	7%	6%
Tăng trưởng YoY	-21%	-13%	-14%	93%	13%	42%	27%	-7%	-9%

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Chỉ số hoạt động dự phóng của mảng dệt sợi

VỐN LƯU ĐỘNG	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Số ngày phải thu	92,7	89,4	75,3	46,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Số ngày tồn kho	53,0	20,6	45,0	23,6	24,6	25,6	26,6	27,6	28,6
Số ngày phải trả	16,9	9,4	10,6	7,5	9,2	9,1	8,6	8,9	8,9

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Bảng 7: Cổ tức tiền mặt hằng năm của ADS

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	0	0	1.000	500	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	179%	34%	93%	51%	40%	44%	48%
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	11%	6%	12%	12%	12%	12%	12%

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 2 – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG NGÀNH DỆT SỢI ([Quay lại Mục lục](#))

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng 10 công ty trong lĩnh vực dệt, sợi có mô hình kinh doanh tương đồng với ADS làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Vardhman Textiles Ltd (VTEX IN Equity): là một trong những doanh nghiệp dệt may lớn tại Ấn Độ, hoạt động trong lĩnh vực kéo sợi, dệt vải và may mặc. Công ty sở hữu hệ thống nhà máy quy mô lớn với năng lực sản xuất sợi và vải đa dạng, phục vụ cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Vardhman duy trì vị thế cạnh tranh nhờ quy mô sản xuất lớn, danh mục sản phẩm đa dạng và mạng lưới khách hàng quốc tế ổn định, qua đó hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng của ngành dệt may Ấn Độ.

Nitin Spinners Ltd (NSPL IN Equity): là doanh nghiệp chuyên sản xuất sợi, vải dệt và hàng may mặc tại Ấn Độ, với chuỗi giá trị tương đối tích hợp từ kéo sợi đến dệt nhuộm. Công ty sở hữu năng lực sản xuất đáng kể trong phân khúc sợi cotton và sợi pha, phục vụ các thương hiệu quốc tế. NSPL duy trì tăng trưởng ổn định nhờ tập trung vào phân khúc trung – cao cấp và chiến lược mở rộng công suất có chọn lọc.

Texhong International Group Ltd (2678 HK Equity): là một trong những tập đoàn sợi lớn nhất Trung Quốc, hoạt động trong lĩnh vực kéo sợi cotton và sợi pha, với hệ thống nhà máy tại Trung Quốc và Đông Nam Á. Texhong sở hữu chuỗi sản xuất quy mô lớn, tập trung vào phân khúc sợi trung – cao cấp, phục vụ các thị trường xuất khẩu chủ lực. Doanh nghiệp hưởng lợi từ lợi thế quy mô, vị thế trong chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu và chiến lược dịch chuyển sản xuất sang các quốc gia có chi phí thấp hơn.

Weiqiao Textile Company Limited (2604406D HK Equity): là một trong những doanh nghiệp dệt bông lớn nhất Trung Quốc, trực thuộc Shandong Weiqiao Entrepreneurship Group. Weiqiao Textile được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hồng Kông từ năm 2003 và sở hữu nhiều cơ sở sản xuất hiện đại, ứng dụng công nghệ tự động hóa và quản trị thông minh trong toàn bộ chuỗi sản xuất. Nhờ quy mô lớn và công nghệ tiên tiến, doanh nghiệp duy trì vị thế cạnh tranh cao trong ngành dệt bông toàn cầu.

Huafu Fashion Co., Ltd (002042 CH Equity): là doanh nghiệp kéo sợi cotton lớn tại Trung Quốc, sở hữu hệ thống nhà máy tại Trung Quốc và Việt Nam. Công ty duy trì vị thế quan trọng trong chuỗi cung ứng sợi cotton toàn cầu nhờ lợi thế quy mô và công nghệ.

Sri Rejeki Isman Tbk – Sritex (SRIL IJ Equity): là tập đoàn dệt may tích hợp lớn tại Indonesia, hoạt động từ kéo sợi đến may mặc. Doanh nghiệp phục vụ cả thị trường nội địa và xuất khẩu, song hiệu quả chịu ảnh hưởng rõ nét từ chu kỳ ngành.

Indo-Rama Synthetics Tbk (INDR IJ Equity): là doanh nghiệp sản xuất sợi polyester và hóa chất tổng hợp, sở hữu chuỗi sản xuất tích hợp và giữ vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng dệt may Indonesia.

CTCP Sợi Thế Kỷ (STK VN Equity): là doanh nghiệp sản xuất sợi polyester hàng đầu Việt Nam, tập trung vào sợi tái chế và thân thiện môi trường. Công ty hưởng lợi từ xu hướng vật liệu bền vững và vị thế ngày càng cải thiện trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

CTCP Dệt may Phú Phong Phát (PPH VN Equity): là doanh nghiệp kéo sợi và dệt may, tập trung vào sợi cotton và sợi pha, với hoạt động sản xuất ổn định phục vụ thị trường nội địa và xuất khẩu.

Tập đoàn Dệt may Việt Nam – Vinatex (VGT VN Equity): là tập đoàn dệt may lớn nhất Việt Nam, hoạt động theo chuỗi giá trị hoàn chỉnh từ sợi đến may mặc, giữ vai trò trung tâm trong ngành dệt may quốc gia.

Bảng 8: Chỉ tiêu tài chính các công ty khai thác cảng cùng ngành

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Số ngày phải thu							
Trung bình	36,7	42,5	41,5	33,4	39,2	38,9	38,7
Trung vị	30,7	34,8	35,8	28,9	35,6	36,8	34,0
Số ngày tồn kho							
Trung bình	113,8	121,5	122,1	113,6	118,5	125,8	119,5
Trung vị	100,7	101,4	100,8	98,3	108,7	102,2	102,4
Số ngày phải trả							
Trung bình	34,7	41,3	37,2	34,5	39,2	43,8	38,8
Trung vị	29,9	39,0	36,2	27,3	32,3	33,2	33,0
Biên gộp (%)							
Trung bình	9,4%	9,0%	7,0%	3,6%	3,9%	7,2%	6,6%
Trung vị	8,0%	9,2%	13,4%	8,6%	4,2%	5,4%	7,8%
Biên EBITDA (%)							
Trung bình	11,6%	11,0%	1,4%	7,4%	4,5%	7,3%	7,1%
Trung vị	11,6%	11,0%	11,0%	9,6%	7,3%	9,0%	9,7%
Biên ròng (%)							
Trung bình	5,6%	4,6%	-4,0%	0,0%	-1,3%	3,2%	1,3%
Trung vị	5,2%	2,6%	5,8%	4,5%	1,0%	1,9%	3,3%
EV/EBITDA							
Trung bình	7,5x	7,2x	9,4x	9,x	9,5x	15,5x	8,4x
Trung vị	5,2x	5,3x	6,7x	5,3x	6,x	5,7x	7,7x
P/E							
Trung bình	8,9x	10,x	9,7x	9,4x	30,6x	38,9x	19,6x
Trung vị	8,x	8,2x	9,8x	6,8x	13,8x	13,9x	10,5x
P/B							
Trung bình	0,9x	0,7x	1,2x	0,9x	0,9x	1,0x	0,9x
Trung vị	1,0x	0,7x	1,0x	0,8x	1,0x	1,2x	0,9x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

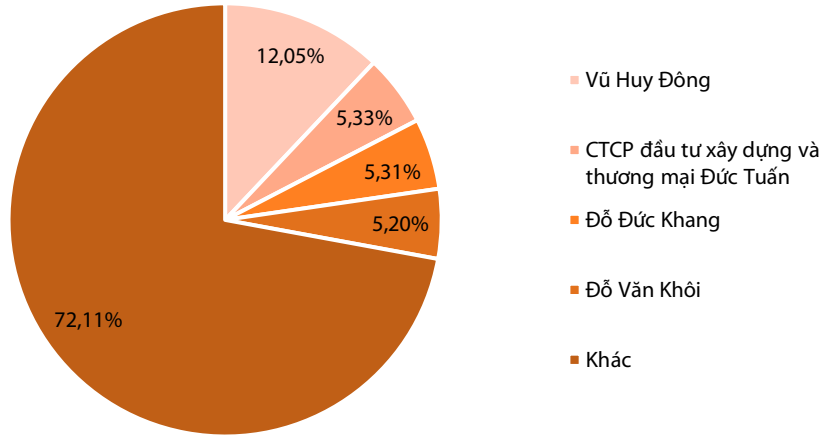
PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP (Quay lại Mục lục)

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Damsan (HSX: ADS) thành lập vào năm 2006, với hai cổ đông sáng lập là CTCP thương mại đầu tư Thái Bình và các thành viên trong Công ty XNK thủ công mỹ nghệ Hà Nội. ADS hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất sợi, khăn bông và bất động sản. Cổ phiếu ADS được chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh kể từ tháng 07/2016.

Cơ cấu sở hữu của ADS có bốn cổ đông lớn, chiếm 27,9% số lượng cổ phiếu đang lưu hành: Vũ Huy Đông (Chủ tịch HĐQT) (12,05%), Đỗ Văn Khôi (thành viên HĐQT) (5,2%), Đỗ Đức Khang – con trai ông Đỗ Văn Khôi (5,31%) và CTCP đầu tư xây dựng và thương mại Đức Tuấn (5,33%).

Hình 15: Cơ cấu cổ đông của ADS



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Mô hình hoạt động (Quay lại Mục lục)

Trải qua gần 20 năm phát triển, ADS sở hữu trực tiếp một công ty con và bốn công ty liên doanh, liên kết. Công ty cung cấp dịch vụ đa dạng, chuỗi giá trị khép kín từ nguyên liệu bông đến các sản phẩm bông. Ngoài ra, ADS đã mở rộng hệ sinh thái khi đầu tư vào các lĩnh vực mang lại tỷ suất sinh lời cao như bất động sản dân cư, bất động sản CCN và mở rộng ra lĩnh vực năng lượng xanh. Công ty con của ADS – CTCP Sợi Eiffel đang quản lý một nhà máy kéo sợi và đồng thời đảm nhận hoàn toàn mảng phát triển bất động sản của ADS.

Bảng 9: Hệ thống công ty con, công ty liên kết mà ADS sở hữu trực tiếp

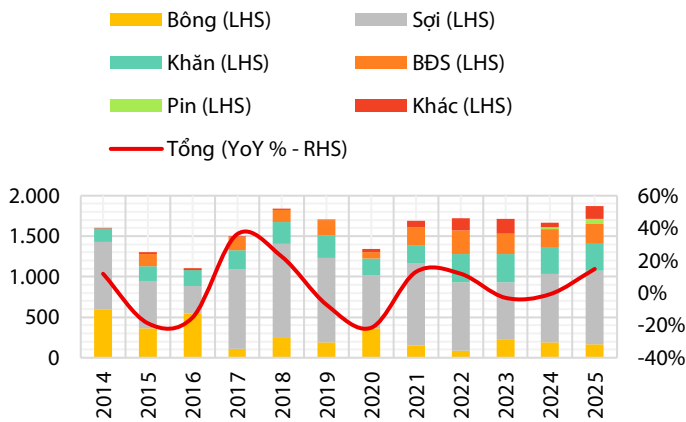
Hình thức sở hữu	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ quyền biểu quyết
Công ty con	CTCP sợi EIFFEL	Dệt sợi, phát triển bất động sản	85%	85%
Công ty liên kết	CTCP viện nghiên cứu dệt may	Nghiên cứu sản phẩm dệt may	30%	30%
	CTCP đầu tư An Ninh Thái Bình	Sản xuất sợi	47,27%	47,27%
	CTCP đầu tư Thái Bình Cầu Ngàn	Xây dựng cầu, đường bộ	45%	45%
	CTCP tập đoàn năng lượng xanh AD	Sản xuất pin và ác quy	43,12%	43,12%

Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh chính (Quay lại Mục lục)

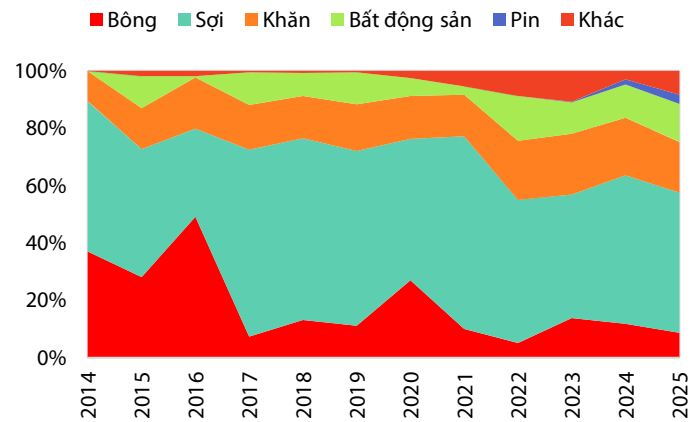
Giai đoạn 2014 – 2025, doanh thu của ADS biến động tương đối mạnh quanh mức trung bình khoảng 1.600 tỷ đồng/năm, chủ yếu do tác động từ mảng bất động sản. Cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp tập trung vào các sản phẩm bông, sợi và khăn, chiếm khoảng 85 – 90% tổng doanh thu hằng năm. Mảng bất động sản bắt đầu đóng góp từ năm 2015 nhưng ghi nhận không ổn định, do phụ thuộc vào tiến độ bán hàng và bàn giao sản phẩm, với tỷ trọng duy trì trong khoảng 3 – 14% tổng doanh thu. Bên cạnh đó, mảng pin năng lượng – được ADS triển khai từ năm 2023 nhằm cung cấp tấm pin mặt trời cho các dự án điện mặt trời quy mô lớn và hệ thống áp mái – chỉ đóng góp mức doanh thu nhỏ, khoảng 2% tổng doanh thu. Mảng kinh doanh khác có tính chất không thường xuyên, chiếm khoảng 10% tổng doanh thu trong giai đoạn 2022 – 2023. Doanh thu của mảng này phần lớn đến từ hoạt động thi công nhà xưởng tại CCN An Ninh cho các khách thuê đất có nhu cầu xây dựng, khi CCN này bắt đầu đưa vào khai thác, nhu cầu thi công tăng mạnh, qua đó tạo ra mức doanh thu đột biến.

Hình 16: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Hình 17: Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh (%)

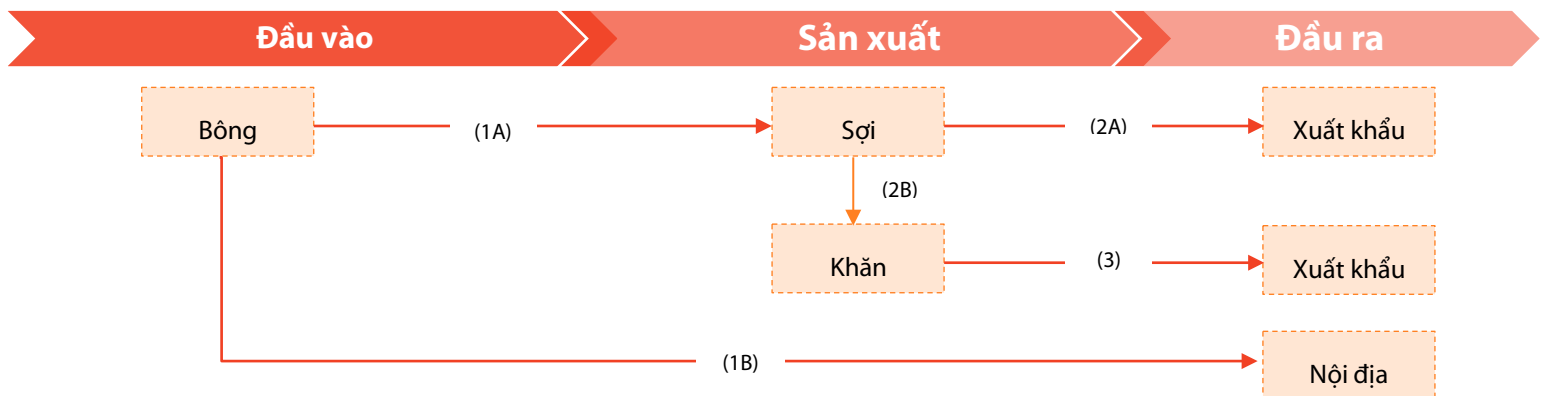


Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Lĩnh vực sản xuất các sản phẩm dệt sợi (Quay lại trang 4)

ADS hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm từ bông bao gồm: Sản xuất sợi từ bông, sản xuất khăn bông và kinh doanh bông nguyên liệu. Chuỗi giá trị lĩnh vực dệt may của ADS có tính cộng hưởng cao, khởi nguồn từ khâu thu nhập khẩu nguyên liệu bông đến khâu sản xuất thành phẩm khăn bông và phân phối ra các thị trường trong và ngoài nước. ADS đang sở hữu ba nhà máy sợi với tổng công suất 12.000 tấn sợi/năm và 2.000 tấn khăn/năm.

Hình 18: Quy trình sản xuất mảng bông, sợi, khăn của ADS



Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Quy trình sản xuất tại ADS

(1) Nhập khẩu nguyên liệu

Bông là nguyên liệu đầu vào chính, được nhập khẩu chủ yếu từ Ấn Độ và xử lý tại nhà máy trước khi đưa vào các công đoạn sản xuất. Từ nguồn bông thô, Công ty triển khai hai hướng sử dụng chính:

- (1A) Bông được đưa vào dây chuyền kéo sợi để sản xuất sợi bông. Tỷ trọng bông nhập khẩu được sử dụng để sản xuất sợi ước tính là 65%.
- (1B) Bông tiêu thụ trực tiếp tại thị trường nội địa dưới dạng bông thô, giúp gia tăng doanh thu cho Công ty, chiếm tỷ trọng khoảng 35% sản lượng nhập khẩu.

(2) Quy trình sản xuất sợi

Bông được kéo thành sợi thông qua chải thô – đây là khâu trung gian quan trọng, quyết định chất lượng của sản phẩm cuối cùng. Từ đây, chuỗi sản xuất tiếp tục chia thành hai hướng:

- (2A) Sợi bông được xuất khẩu chính sang Trung Quốc, nơi có hệ thống dệt nhuộm và hoàn tất vải quy mô lớn.
- (2B) Một phần sợi bông được chuyển tiếp vào khâu dệt khăn ngay trong nhà máy. Đây là giai đoạn chuyển đổi từ sản phẩm công nghiệp trung gian sang sản phẩm tiêu dùng hoàn chỉnh, có giá trị gia tăng cao.

(3) Quy trình sản xuất khăn

Các sản phẩm khăn của ADS bao gồm: khăn mặt, khăn thể thao, khăn tắm... được tạo nên từ chính các loại sợi 100% cotton do ADS sản xuất. Các loại khăn được xuất khẩu nhiều sang thị trường Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan.

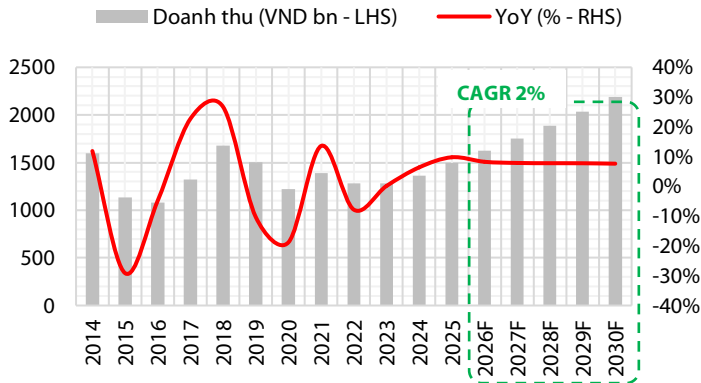
Tổng quan về chỉ tiêu doanh thu – biên lợi nhuận gộp của chuỗi sản phẩm dệt may

Trong 10 năm gần đây, doanh thu các sản phẩm dệt may của ADS trải qua nhiều biến động và đang dần đi vào quỹ đạo tăng trưởng ổn định. Giai đoạn 2015 – 2019 ghi nhận mức tăng trưởng khả quan nhờ mở rộng kinh doanh sang sợi OE (Open-End). Tuy nhiên, sau khi rút khỏi hoạt động này, doanh thu giảm 20% trong năm 2020. Từ 2021 – 2025, kết quả kinh doanh phục hồi và duy trì tăng trưởng kép với CAGR khoảng 3%. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi kỳ vọng mảng dệt may có thể cải thiện tốc độ tăng trưởng kép lên 5%, đạt 1.485 tỷ đồng vào năm 2026 và 1.821 tỷ đồng vào năm 2030.

Đối với nhóm sản phẩm sợi bông và khăn bông – là đầu ra trực tiếp của nguyên liệu bông – mặt bằng giá bán nhìn chung có biến động đồng pha. Trong trung và dài hạn, giá bông được dự báo đi ngang nếu tính theo USD/tấn, nhưng tăng khoảng 2%/năm khi quy đổi sang VND/tấn do tác động của yếu tố tỷ giá. Triển vọng tăng giá bị hạn chế bởi nhu cầu bông không có đột biến trước xu hướng chuyển dịch sang nguyên liệu thay thế và tình trạng dư cung dự kiến tiếp tục kéo dài.

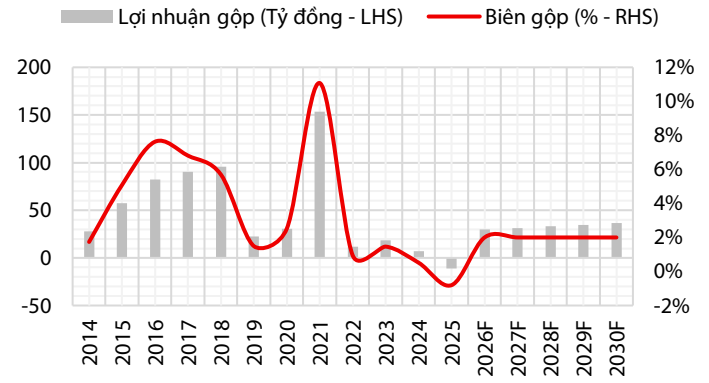
Kể từ đợt chiến tranh thương mại Mỹ – Trung lần thứ nhất, việc Mỹ áp thuế (trung bình 15%) đối với hàng dệt may từ Trung Quốc đã gây tác động tiêu cực lên mặt bằng đơn giá trong toàn bộ chuỗi giá trị ngành. Áp lực đơn hàng giảm đã thúc đẩy doanh nghiệp dịch chuyển sang sử dụng nguyên liệu thay thế giá rẻ (sợi tổng hợp, bán tổng hợp), đồng thời chấp nhận hạ giá bán để duy trì xuất khẩu, thậm chí bán tiệm cận giá thành. Trong bối cảnh nhu cầu sử dụng suy yếu và giá bông giảm, biên lợi nhuận gộp các mảng bông, sợi, khăn của ADS đã thu hẹp từ mức 6% năm 2018 xuống còn 1% năm 2019 và duy trì ở mức thấp trong 5 năm gần nhất. Ngoại trừ năm 2021, khi tác động của COVID-19 làm đứt gãy chuỗi cung ứng, Công ty tận dụng hàng tồn kho giá rẻ và bán ra khi giá bông tăng mạnh, qua đó ghi nhận biên lợi nhuận gộp cao đột biến, lên tới 11%.

Hình 19: Doanh thu lĩnh vực bông, sợi, khăn



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Biên lợi nhuận mảng bông, sợi, khăn



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

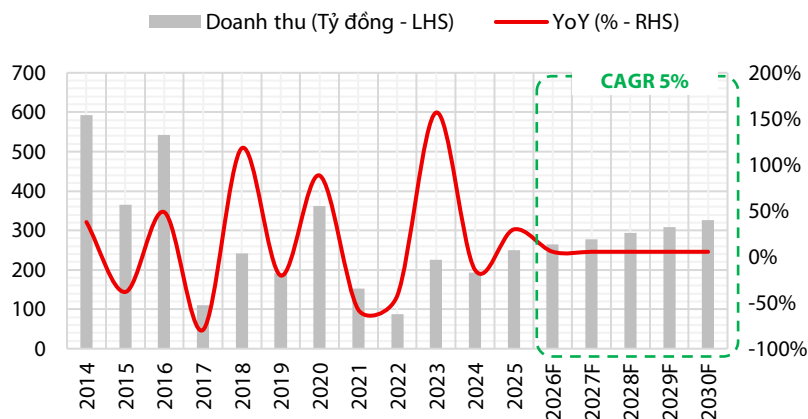
Lĩnh vực kinh doanh bông

Giai đoạn trước năm 2017, hoạt động kinh doanh bông của ADS mang lại nguồn doanh thu trung bình khoảng 400 tỷ đồng/năm, chiếm tỷ trọng khoảng 40% doanh thu thuần. Tuy nhiên, kể từ năm 2017, ADS chủ động thu hẹp lĩnh vực kinh doanh này, tập trung nguồn lực để sản xuất các sản phẩm từ bông như sợi bông, khăn bông. Giai đoạn 2018 – 2025, doanh thu từ bông đạt trung bình khoảng 200 tỷ đồng/năm, chiếm tỷ trọng khoảng 12% doanh thu thuần, và biến động mạnh thời kỳ kinh tế toàn cầu suy yếu vào năm 2022.

Sản lượng bông thương mại của ADS duy trì ở mức trung bình khoảng 5.000 tấn/năm trong giai đoạn 2018 – 2025, giảm đáng kể so với mức 14.000 tấn/năm của giai đoạn trước năm 2017. Doanh thu từ bông thương mại chủ yếu chịu tác động của sản lượng tiêu thụ, do giá bán bình quân của thị trường không có nhiều biến động lớn trong giai đoạn này.

Trong giai đoạn 2026 – 2030, chúng tôi dự phóng doanh thu lĩnh vực kinh doanh bông của ADS đạt tốc độ tăng trưởng kép 5%, tương ứng đạt 172 tỷ đồng vào năm 2026 và 212 tỷ đồng vào năm 2030 với động lực tăng trưởng chính nhờ nhu cầu tiêu thụ bông tại Việt Nam tăng cao.

Hình 21: Dự phóng doanh thu mảng thương mại bông

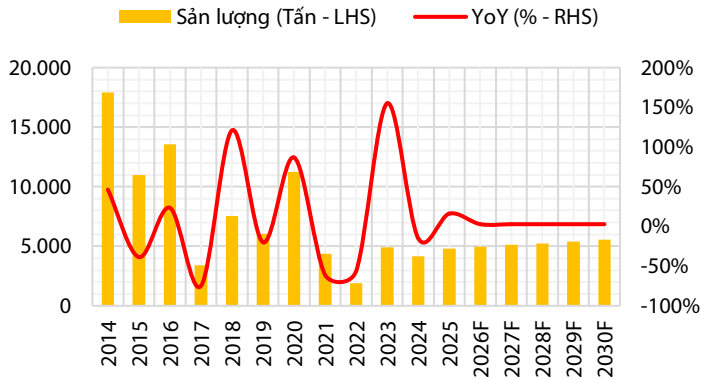


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

- Theo dự báo của OECD, nhu cầu nhập khẩu bông nguyên liệu của Việt Nam sẽ tăng trưởng kép khoảng 3% mỗi năm, đạt 1,6 triệu tấn vào năm 2026 và 1,8 triệu tấn vào năm 2030. Động lực tăng trưởng đến từ việc Việt Nam ngày càng trở thành điểm đến hấp dẫn của các thương hiệu thời trang toàn cầu trong lĩnh vực may mặc và kéo sợi, nhờ lợi thế chi phí lao động cạnh tranh, giảm rủi ro thuế quan từ làn sóng chiến tranh thương mại Mỹ – Trung 2.0, cùng với thực tế là nguồn nguyên liệu bông trong nước gần như phải phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu.

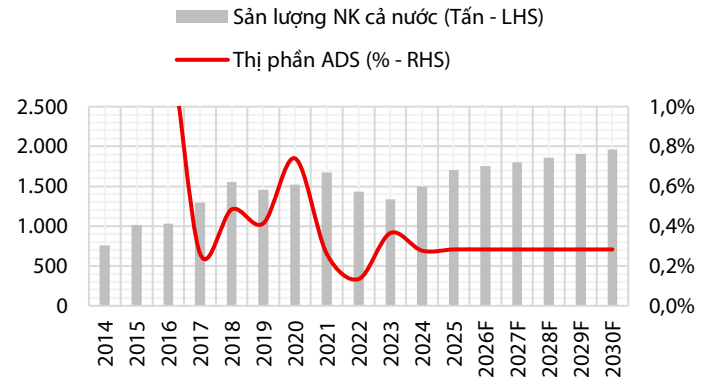
Trong 5 năm gần nhất, khả năng cung ứng bông của ADS cho thị trường nội địa chiếm trung bình 0,28% tổng lượng bông nhập khẩu của cả nước. Chúng tôi duy trì tỷ lệ này trong giai đoạn dự phóng bởi thị trường bông đã tương đối ổn định trong những năm gần đây. Theo đó, sản lượng bông của ADS được dự báo sẽ tăng trưởng kép khoảng 3%, đạt 4,9 nghìn tấn vào năm 2026 và 5,5 nghìn tấn vào năm 2030.

Hình 22: Sản lượng bông được ADS cung cấp ra thị trường



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

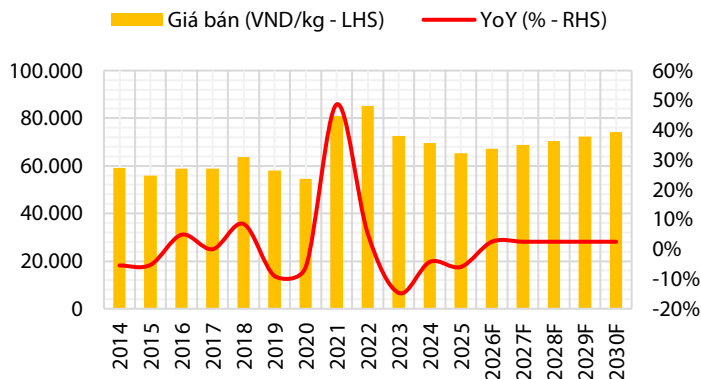
Hình 23: Thị phần của ADS so với nhu cầu nhập khẩu cả nước



Nguồn: ADS, Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

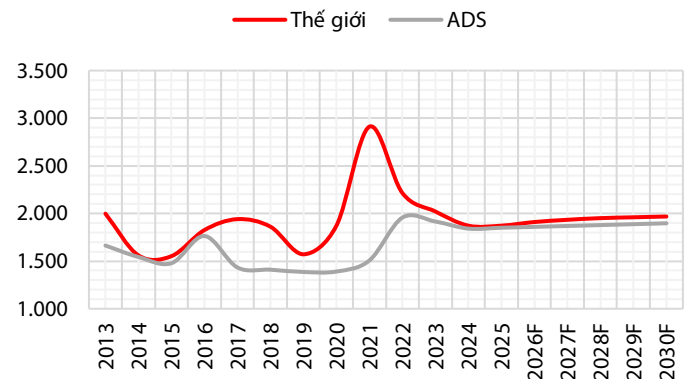
- Giá bán bông bình quân của ADS có mối tương quan chặt chẽ với xu hướng giá bông thế giới, nhưng thường phản ánh với một độ trễ nhất định. Dựa trên dự báo giá bông toàn cầu, chúng tôi giả định giá bán của ADS tính theo USD sẽ tăng nhẹ khoảng 0,5% mỗi năm, tương ứng mức tăng khoảng 2,5%/năm khi quy đổi sang VND, với giả định VND mất giá trung bình 2% mỗi năm so với USD. Mặc dù ADS cung cấp bông cho thị trường nội địa, doanh nghiệp vẫn cần duy trì một biên lợi nhuận gộp nhất định. Do đó, giá bán trong nước dự kiến sẽ tiếp tục bám sát diễn biến của giá bông nhập khẩu.

Hình 24: Giá bán bông trung bình của ADS



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Tương quan về giá bán bông của ADS và giá bông thế giới (USD/tấn)



Nguồn: ADS, OECD, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực sản xuất và kinh doanh sợi bông

Các sản phẩm sợi của ADS gồm hai dạng là sợi CD và sợi OE, được sử dụng tương đối phổ biến trong ngành dệt sợi. Hai loại sợi có sự khác biệt trong quá trình sản xuất nên có đặc tính sản phẩm, ứng dụng khác nhau.

- Sợi CD (Carded Cotton):** được sản xuất theo quy trình kéo sợi truyền thống có đặc tính độ bền và sợi có độ mịn cao. Bông nguyên liệu làm sạch và phối trộn bông, chải thô để loại bỏ tạp chất và song song hóa xơ, ghép sợi để tạo sợi thô và cuối cùng kéo sợi trên máy nổi cọc – nơi sợi được kéo dài, xoắn chặt và cuốn vào ống suốt. Nhờ quá trình xoắn cơ học mạnh, sợi CD có cấu trúc chặt, độ bền cao, bề mặt mịn, ít xù lông và cảm giác tay mềm mại. Loại sợi này có khả năng thấm hút và bám màu tốt, thích hợp cho các sản phẩm yêu cầu chất lượng cao như vải dệt kim, áo thun cao cấp, khăn bông, vải voan hoặc các loại vải cotton mịn.

- **Sợi OE (Open End):** được sản xuất bằng công nghệ kéo sợi roto hiện đại, trong đó xơ bông sau khi được làm sạch, chải thô và ghép sẽ được đưa trực tiếp vào buồng roto quay tốc độ cao để hình thành sợi nhờ lực ly tâm và dòng khí hút. Về đặc tính, sợi OE có cấu trúc xoắn, bề mặt thô, độ xoắn không đồng đều nên độ bền kéo thấp hơn và dễ xù lông hơn so với sợi CD. Sợi OE thường được sử dụng trong các loại vải dày, bền như denim, kaki, khăn lau, vải công nghiệp và hàng dệt phổ thông.
- Nhìn chung, sợi CD được ưa chuộng ở phân khúc cao cấp nhờ độ mịn, độ bền và cảm giác mềm mại, trong khi sợi OE chiếm ưu thế lớn trong sản xuất hàng phổ thông và công nghiệp nhờ chi phí thấp và tốc độ sản xuất cao. Nhu cầu CD ổn định và cao hơn so với sợi OE do các thị trường yêu cầu chất lượng cao và thời trang xuất khẩu.

Hình 26: Quy trình sản xuất sợi CD



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 27: Quy trình sản xuất sợi OE



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nhà máy sợi OE hoạt động không hiệu quả trong năm 2019 khi hiệu suất sử dụng dây chuyền chỉ đạt 70% và đến năm 2020 phải tạm ngừng sản xuất do dịch COVID-19. Đến cuối năm 2020, ADS dừng sản xuất sợi OE, tiến hành thanh lý tài sản và thực hiện cho thuê nhà xưởng. Do đó, Công ty hiện tại chỉ sản xuất sợi CD và phân phối phần lớn sang thị trường Trung Quốc.

Bảng 10: Danh sách nhà máy sản xuất của ADS

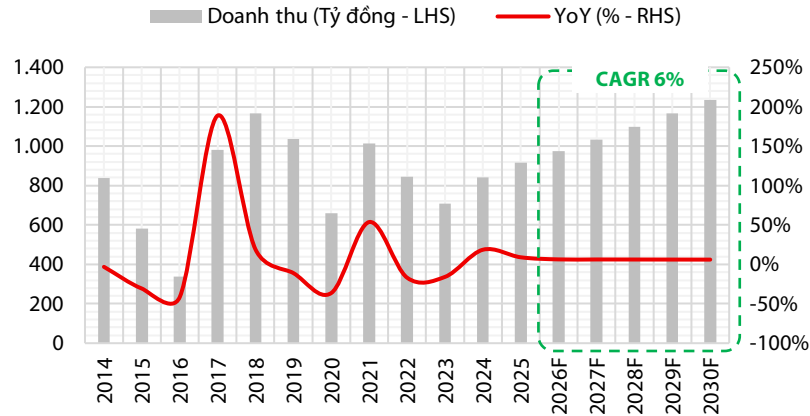
Tên nhà máy	Năm thành lập	Tổng mức đầu tư	Công suất thiết kế
Damsan 1	2006	121 tỷ đồng	<ul style="list-style-type: none"> • 3.000 tấn sợi OE/năm • 2.300 tấn sợi CD/năm
Damsan 2	2010	210 tỷ đồng	<ul style="list-style-type: none"> • 3.600 tấn sợi OE/năm • 720 tấn khăn/năm

Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

ADS chỉ sản xuất sợi OE trong giai đoạn 2017 – 2019 với sản lượng bình quân khoảng 18 nghìn tấn mỗi năm, tương ứng doanh thu trung bình xấp xỉ 1.000 tỷ đồng/năm. Sau khi dừng sản xuất sợi OE, giai đoạn 2021 – 2025 sản lượng sợi giảm xuống mức bình quân 12 nghìn tấn/năm, doanh thu sợi đạt mức trung bình khoảng 865 tỷ đồng/năm, và tốc độ tăng trưởng kép là 7%. Doanh thu của ADS tăng trưởng mạnh trong 2024 – 2025 nhờ mở rộng thêm khách hàng mới tại thị trường Trung Quốc như Xiamen ITG Group, Weihai Textile Group và Sumisho.

Trong giai đoạn 2026 – 2030, chúng tôi dự phóng doanh thu lĩnh vực sợi bông của ADS đạt tốc độ tăng trưởng kép 5%, tương ứng đạt 971 tỷ đồng vào năm 2026 và 1.232 tỷ đồng vào năm 2030. Dựa trên xu hướng ADS đang mở rộng thị phần tại Trung Quốc và giá sợi bông có xu hướng tăng nhẹ khi giá nguyên liệu đầu vào tăng.

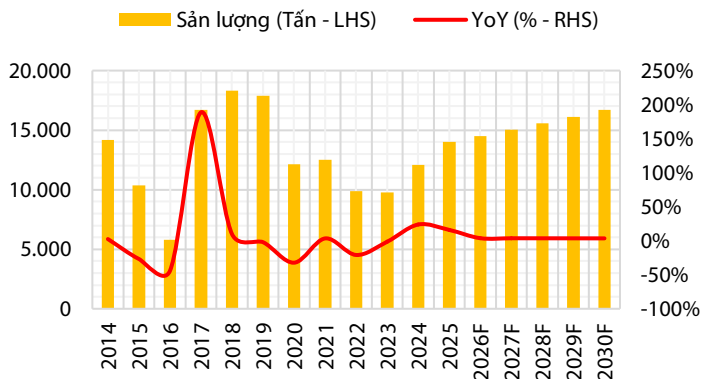
Hình 26: Dự phóng doanh thu mảng sản xuất sợi bông



Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

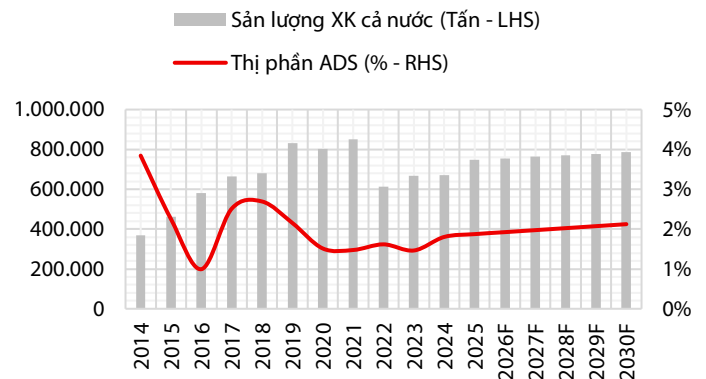
- Sản lượng xuất khẩu của ADS trong giai đoạn 2021 – 2025 chiếm khoảng 1,65% tổng sản lượng sợi bông chải thô của Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc. Thị phần được mở rộng từ 1,5% vào năm 2021 lên 1,9% trong năm 2025, tương ứng mở rộng 10 bps/năm. Chúng tôi kỳ vọng ADS có thể mở rộng thị phần tại Trung Quốc nhưng tốc độ có phần chậm lại ở mức 5 bps/năm do đã ổn định tập khách hàng và bắt đầu giảm tốc trong năm 2025. Trên cơ sở sản lượng xuất khẩu sợi bông chải thô của cả nước sang Trung Quốc ([xem thêm tại trang 30](#)) và tỷ trọng đóng góp của ADS, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu sợi bông của doanh nghiệp sẽ tăng nhẹ với tốc độ tăng trưởng kép khoảng 4%/năm, đạt 14,5 nghìn tấn vào năm 2026 và 16,7 nghìn tấn vào năm 2030.

Hình 27: Sản lượng sợi của ADS



Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

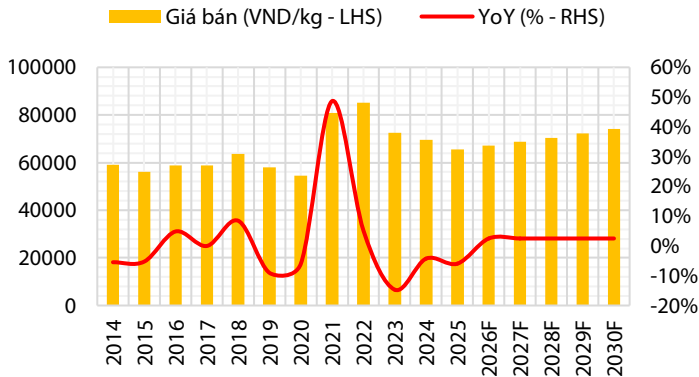
Hình 28: Tỷ trọng sợi thô của ADS trong sản lượng sợi xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc



Nguồn: ADS, UN Comtrade, CTCK Rông Việt

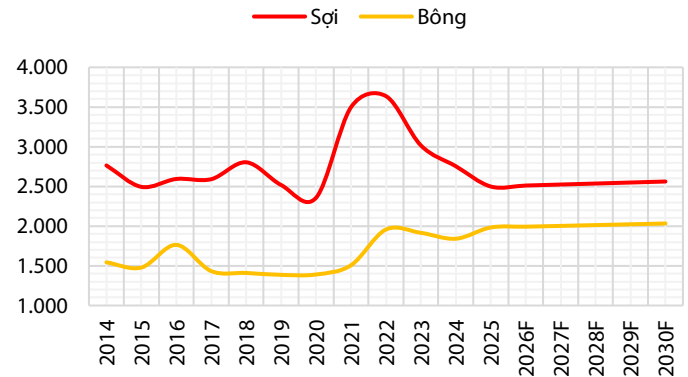
- Giá sợi bông chải thô có mức tương quan chặt chẽ với giá bông do bông là nguyên liệu đầu vào chủ yếu trong quá trình sản xuất sợi. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi ước tính giá sợi bình quân sẽ tăng trưởng khoảng 2,5%/năm, diễn biến đồng pha với xu hướng giá bông theo dự báo phía trên.

Hình 29: Giá bán sợi trung bình của ADS



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Diễn biến giá sợi và giá bông của ADS (USD/tấn)



Nguồn: ADS, USDA, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực sản xuất khăn

Một phần sợi bông chải thô do ADS sản xuất được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho dòng sản phẩm khăn bông. Nhà máy Khăn của ADS đảm nhận thực hiện công đoạn dệt, để biến nguyên liệu sợi thành vải khăn thô. Các công đoạn gia công tiếp theo bao gồm giặt tẩy, nhuộm màu, hoàn thiện và đóng gói thành phẩm được ADS chủ trương thuê ngoài. Sản phẩm khăn của ADS là các loại khăn cotton dùng cho khách sạn, với 90% sản lượng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản.

Hình 31: Quy trình sản xuất khăn của ADS

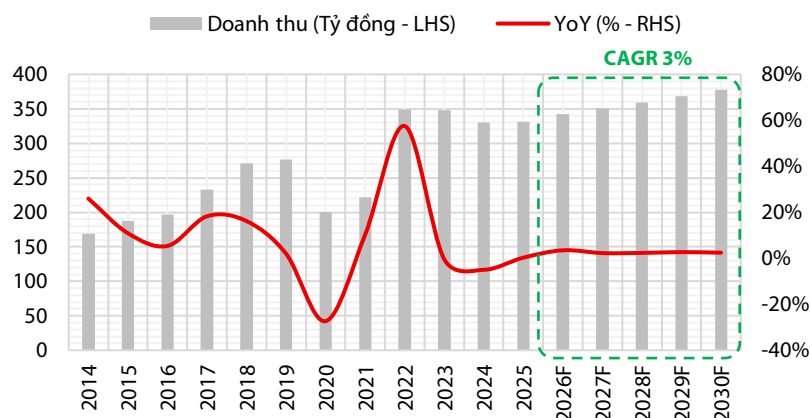


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Doanh thu mảng kinh doanh khăn của ADS từng duy trì mức tăng trưởng ấn tượng trước khi dịch COVID-19 bùng phát, với tốc độ tăng trưởng kép khoảng 10%/năm. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, đà tăng đã chậm lại và dần bước vào trạng thái ổn định, chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu khăn từ thị trường Nhật Bản không ghi nhận nhiều biến động.

Trong giai đoạn 2026 – 2030, chúng tôi dự phóng doanh thu lĩnh vực khăn bông của ADS đạt tốc độ tăng trưởng kép 3%, tương ứng đạt 343 tỷ đồng vào năm 2026 và 377 tỷ đồng vào năm 2030 với giá khăn bông có xu hướng tăng nhẹ khi nguyên liệu đầu vào tăng.

Hình 32: Dự phóng doanh thu mảng sản xuất khăn bông

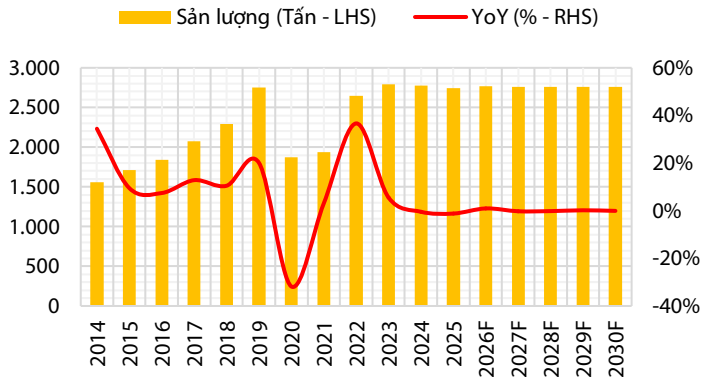


Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

- Sản lượng khăn bông xuất khẩu trong 5 năm gần nhất tương đương khoảng 8,5 – 9% tổng sản lượng sợi khăn bông của Việt Nam xuất khẩu sang Nhật Bản. Chúng tôi kỳ vọng ADS sẽ giữ được

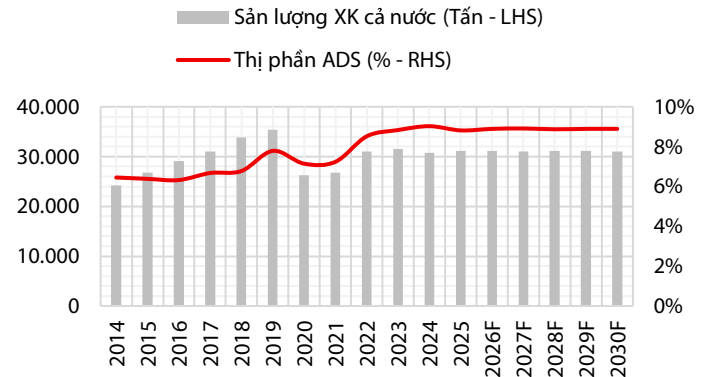
thị phần xuất khẩu trong giai đoạn dự phóng. Trên cơ sở sản lượng xuất khẩu khăn bông của cả nước sang Nhật Bản ([xem thêm tại trang 31](#)) và tỷ trọng đóng góp của ADS, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu khăn bông của doanh nghiệp sẽ đi ngang trong giai đoạn dự phóng, đạt trung bình 2.750 tấn/năm.

Hình 33: Sản lượng khăn của ADS



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

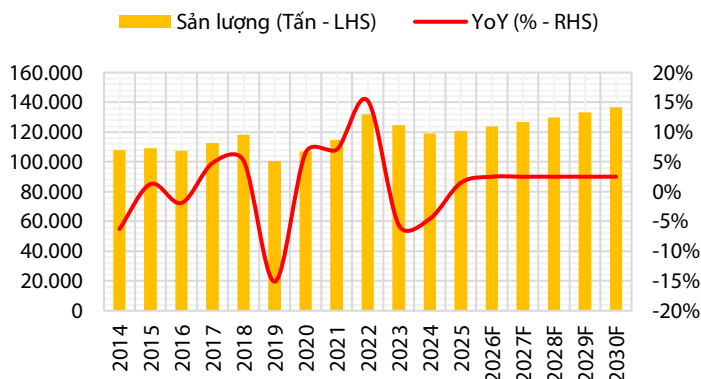
Hình 34: Tỷ trọng khăn bông của ADS trong sản lượng khăn xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Nhật Bản



Nguồn: ADS, UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

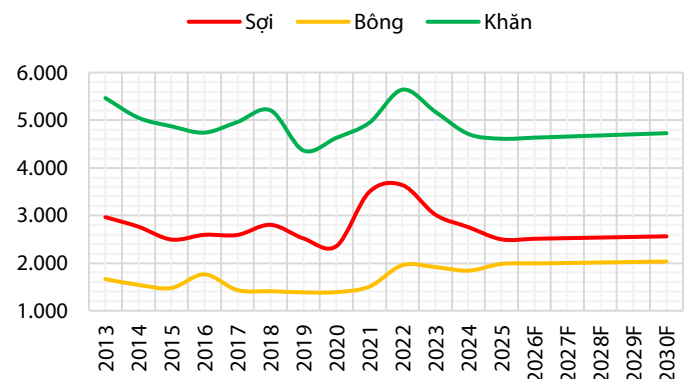
Giá khăn bông có mức tương quan chặt chẽ với giá sợi bông do bông là nguyên liệu đầu vào chủ yếu trong quá trình sản xuất khăn. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi ước tính giá khăn bình quân sẽ tăng trưởng khoảng 2,5%/năm, diễn biến đồng pha với xu hướng giá bông và giá sợi theo dự báo phía trên.

Hình 35: Giá bán khăn của ADS



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Hình 36: Diễn biến giá bông, sợi, khăn của ADS (USD/tấn)



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực Bất động sản ([Quay lại trang 5](#))

Trong bối cảnh cạnh tranh cao của ngành dệt may, thị trường nguyên liệu từ bông, sợi tăng trưởng khiêm tốn, ADS đã chính thức bước vào giai đoạn chuyển mình quan trọng khi mở rộng hoạt động sang lĩnh vực đầu tư bất động sản kể từ năm 2014 – một hướng đi chiến lược nhằm đa dạng hóa nguồn thu và gia tăng giá trị dài hạn.

Trên nền tảng kinh nghiệm tích lũy từ nhiều dự án bất động sản dân cư, ADS đã mở rộng đầu tư sang phân khúc bất động sản cụm công nghiệp (CCN), tập trung tại tỉnh Thái Bình. Hiện nay, dự án CCN An Ninh do Công ty đầu tư đã được khai thác hiệu quả với tỷ lệ lấp đầy đạt 100% sau bốn năm khai thác. Tiếp nối dự án này, ADS đặt trọng tâm phát triển ba dự án mới gồm CCN Ninh An, CCN An Ninh mở rộng và CCN Vũ Ninh mở rộng, dự kiến hoàn thành và đưa vào khai thác trong giai đoạn 2025 – 2027. Tổng quy mô ba dự án đạt 136,6 ha với tổng mức đầu tư khoảng 1.200 tỷ đồng.

Bảng 11: Danh sách các dự án BĐS của ADS

Dự án	Năm triển khai	Quy mô dự án	Trạng thái
Nhà ở liền kề, thương mại			
Quang Trung	2015	37 căn hộ	Đã hoàn thành
Phú Xuân	2016	324 căn hộ	Đã hoàn thành
Bồ Xuyên	2020	41 căn hộ	Đã hoàn thành
Nhà ở xã hội			
Quang Trung	2015	289 căn hộ	Đã hoàn thành
Lê Hồng Phong	2018	256 căn hộ	Đã hoàn thành
Phú Xuân	2025	582 căn hộ	Đang xây dựng
Cụm công nghiệp			
An Ninh (giai đoạn 1)	2021	49,9 ha	Tỷ lệ lấp đầy 100%
Ninh An	2025	74,0 ha	San lấp mặt bằng
An Ninh (giai đoạn 2)	2026F	25,0 ha	Đang GPMB
Vũ Ninh (mở rộng)	2026F	37,6 ha	Đang GPMB

Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Lĩnh vực phát triển CCN

ADS hạch toán doanh thu từ cho thuê đất CCN theo phương pháp ghi nhận 01 lần (toàn bộ giá trị hợp đồng thuê sẽ được ghi nhận trong năm), nên doanh thu thường biến động lớn hàng năm, phụ thuộc vào khả năng bàn giao đất cho khách hàng trong từng giai đoạn. Ngoài ra, Công ty cho thuê nhà xưởng xây sẵn trên đất CCN kể từ năm 2023, doanh thu ổn định khoảng 30 tỷ đồng/năm từ dự án CCN An Ninh. Trong giai đoạn dự phóng, ADS sẽ bổ sung thêm 16 ha NXXS từ ba dự án CCN mới, với mức cho thuê khoảng 3 USD/m2/năm. Ngoài nhà xưởng xây sẵn tại các CCN, ADS dự kiến cho thuê một phần nhà máy sản xuất pin kể từ Q2-FY26, với doanh thu bình quân 48 tỷ đồng mỗi năm. Lĩnh vực cho thuê nhà xưởng xây sẵn mang lại doanh thu đều đặn và ổn định trong dài hạn cho ADS, dự phóng đạt trung bình 100 – 120 tỷ đồng/năm, tăng khoảng 80 tỷ đồng/năm so với thời điểm cuối năm 2025.

Quỹ đất CCN của ADS khá dồi dào với tổng diện tích lên tới 137 ha, trong đó CCN An Ninh mở rộng và Vũ Ninh mở rộng đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và CCN Ninh An đang trong giai đoạn san lấp mặt bằng nên các dự án này dự kiến sẽ được đưa vào khai thác lần lượt từ năm 2027 – 2029.

Hình 37: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một Khu công nghiệp



Nguồn: CTCK Rông Việt

Các CCN của ADS nằm ở vị trí cửa ngõ thành phố, thuận lợi kết nối tới các trung tâm logistics tại Hải Phòng (cảng biển, sân bay quốc tế Cát Bi) và Hà Nội (sân bay quốc tế Nội Bài), tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa. Thêm vào đó, chi phí thuê đất tại đây cũng thấp hơn so với mặt bằng chung của Hưng Yên và nhiều tỉnh phía Bắc, trở thành một yếu tố quan trọng giúp thu hút dòng vốn FDI. [\(xem thêm tại trang 33\)](#)

Bảng 12: Thông tin và giả định về các dự án CCN mới của ADS trong giai đoạn 2026 – 2030

Chỉ tiêu	Đơn vị	An Ninh giai đoạn 2	Ninh An	Vũ Ninh mở rộng
Tổng diện tích	Ha	25,0	74,0	37,6
Diện tích thương phẩm	Ha	16,3	52,2	25,0
Chi phí GPMB	Tỷ đồng	60	169	75
Chi phí XDHT	Tỷ đồng	122	626	200
Chi phí khác	Tỷ đồng	32	93	30
Tổng mức đầu tư	Tỷ đồng	214	888	305
% Tăng giá cho thuê hàng năm		1%	1%	1%
Thời gian lấp đầy kỳ vọng		2027 – 2032	2026 – 2031	2028 – 2033

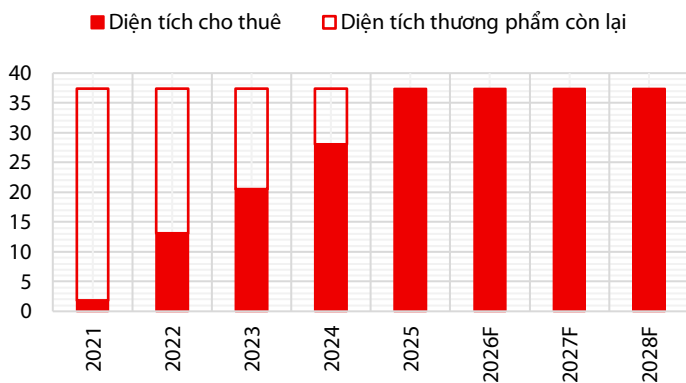
Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Hiện nay, giá cho thuê tại các CCN tại xã Vũ Ninh và An Ninh có giá thuê khoảng 85 – 90 USD/m². Chúng tôi cho rằng giá thuê CCN có thể tiếp tục được duy trì ở mức này bởi:

- Hệ thống hạ tầng giao thông Hưng Yên được kết nối với các trung tâm Logistics lớn của miền Bắc bằng đường bộ. Các tuyến QL10, QL58 và DT456 tạo trục kết nối trực tiếp với Hải Phòng ở khoảng cách khoảng 100 km. Đối với vận chuyển hàng không, hàng hóa giá trị cao có thể được đưa qua sân bay Cát Bi (Hải Phòng) hoặc sân bay Nội Bài, với khoảng cách lần lượt khoảng 100 km và 140 km. Tuyến kết nối tới sân bay Nội Bài có đường cao tốc Bắc – Nam hỗ trợ rút ngắn thời gian di chuyển so với các tuyến quốc lộ thông thường.
- Mặc dù, không nằm ở các vị trí tối ưu, gần các trung tâm Logistics phía Bắc như Hải Phòng, Bắc Ninh nhưng giá thuê tại xã Vũ Ninh và An Ninh đang thấp hơn đáng kể so với mặt bằng chung tại phía Bắc. Điều này giúp giảm chi phí đầu tư ban đầu, qua đó có thể tạo lợi thế cạnh tranh trong thu hút các doanh nghiệp FDI. Giá thuê đất khu công nghiệp (KCN) tại phía Bắc trung bình khoảng 142 USD/m². Tại Bắc Ninh và Hải Phòng ghi nhận mức giá cao hơn ở mức 150 USD/m², trong khi Hưng Yên có mức giá phổ biến khoảng 100 – 120 USD/m².

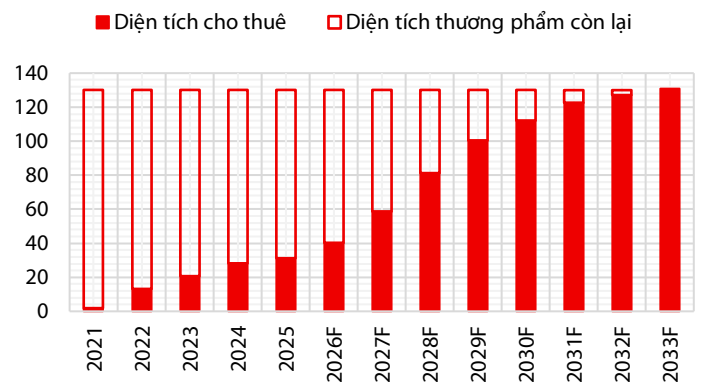
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy cho mỗi khu công nghiệp có thể đạt 100% trong vòng 6 – 8 năm, tương đương với tốc độ bán hàng tại dự án CCN An Ninh giai đoạn 1 và phù hợp với xu hướng dịch chuyển sản xuất công nghiệp ra khỏi trung tâm phường Thái Bình.

Hình 38: Tiến độ bán hàng tại CCN An Ninh 1 (ha)



Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

Hình 39: Tiến độ bán hàng kỳ vọng tại các CCN của ADS (ha)



Nguồn: ADS, CTCK Rông Việt

CCN An Ninh

CCN An Ninh (giai đoạn 1) được UBND tỉnh Thái Bình thành lập tại quyết định số 960/QĐ-UBND ngày 19/04/2017 với tổng diện tích 49,9 ha, tổng mức đầu tư của dự án là 320 tỷ đồng. Đây là dự án BĐS công nghiệp đầu tiên và duy nhất đang được ADS khai thác. Hiện nay, tỷ lệ lấp đầy của dự án đạt 100% % giá đất thuê CCN trung bình 85 USD, giá thuê NXXS ở mức 3 USD/m²/tháng.

Ngày 30/08/2022, UBND tỉnh Thái Bình quyết định mở rộng CCN An Ninh (giai đoạn 2) từ 49,9 ha lên 74,9 ha theo Quyết định số 1931/QĐ-UBND, tổng mức đầu tư của giai đoạn 2 ước tính khoảng 210 tỷ đồng. Công ty kỳ vọng có thể hoàn thành GPMB vào Q2-FY26. Sau khi mở rộng, CCN An Ninh là cụm công nghiệp tổng hợp đa ngành, chủ yếu thu hút các dự án công nghiệp chế biến, chế tạo, ít gây ô nhiễm môi trường.

CCN Ninh An

Theo Nghị quyết số 07/NQ-HĐND tỉnh Thái Bình ban hành ngày 29/04/2022 đã thông qua đề án di chuyển các cơ sở sản xuất kinh doanh khu vực ven sông Trà Lý để phát triển đô thị thành phố Thái Bình. Theo đó, có gần 80 doanh nghiệp sản xuất kinh doanh sẽ di chuyển về khu vực CCN Ninh An.

Ngày 21/06/2023, CCN Ninh An được thành lập theo Quyết định số 1257/QĐ-UBND với diện tích quy hoạch 74 ha. Diện tích đất thương phẩm là 52 ha, trong đó sử dụng 5 ha để xây dựng NXXS. Tổng mức đầu tư của dự án ước tính khoảng 900 tỷ đồng. Trong Q4-FY25, ADS đang trong quá trình san lấp mặt bằng, dự kiến có thể đưa vào khai thác kể từ đầu năm 2027.

Hưởng lợi trực tiếp từ đề án phát triển đô thị thành phố Thái Bình, CCN Ninh An được kỳ vọng sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 60% chỉ trong hai năm đầu khai thác, tương ứng với 30 ha đất đã được các doanh nghiệp đăng ký di dời. Nhờ nguồn cầu hiện hữu, tiến độ lấp đầy toàn bộ dự án được dự báo diễn ra nhanh chóng (dự phóng sẽ lấp đầy trong khoảng 6 năm), giảm mức độ phụ thuộc vào khả năng bán hàng so với các dự án khu công nghiệp thông thường.

CCN Vũ Ninh mở rộng

CCN Vũ Ninh mở rộng được UBND tỉnh Thái Bình chấp thuận chủ trương đầu tư theo Quyết định số 02/QĐ-UBND ngày 15/01/2024 với tổng diện tích là 37,5 ha. Diện tích đất thương phẩm là 25 ha, trong đó sử dụng 5 ha cho NXXS. Tổng mức đầu tư dự kiến là 310 tỷ đồng.

Theo quyết định của UBND, tiến độ xây CCN Vũ Ninh mở rộng được chia làm hai giai đoạn:

- **Giai đoạn 1:** Được khởi công xây dựng từ Q2-FY25 đến hết Q2-FY26 và đưa vào hoạt động từ Q3-FY26.
- **Giai đoạn 2:** Được khởi công xây dựng từ Q1-FY27 đến hết Q4-FY27 và đưa vào hoạt động từ Q1-FY28.

Tuy nhiên, ADS hiện tại vẫn chưa hoàn thành GPMB (đây là nguyên nhân chính làm chậm tiến độ đầu tư của các CCN) và Công ty kỳ vọng có thể hoàn thành vào Q2-FY26. Do đó, chúng tôi dự phóng ADS sẽ giành 2 năm để phát triển toàn bộ dự án Vũ Ninh mở rộng và có thể sẽ ghi nhận doanh thu từ CCN Vũ Ninh bắt đầu từ năm 2029.

Lĩnh vực bất động sản dân cư

ADS đã tích lũy được nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực BĐS dân cư khi thực hiện nhiều dự án trên địa bàn tỉnh Thái Bình (Bảng 11). Trong giai đoạn 2025 – 2027, Công ty sẽ thực hiện dự án NOXH Phú Xuân với quy mô 582 căn hộ (546 căn NOXH và 36 căn hộ thương mại), tổng mức đầu tư dự kiến 650 tỷ đồng.

Dự án NOXH Phú Xuân sở hữu lợi thế:

- Thuộc một phần của dự án nhà ở thương mại biệt thự, liền kề Phú Xuân, là khu vực đông dân cư đã hoàn thiện cảnh quan.
- Hạ tầng giao thông đồng bộ. Trong tháng 11/2025, ADS đã khởi công xây dựng dự án này, dự kiến được chia làm hai giai đoạn đầu tư cho hai phân khu.

Chúng tôi kỳ vọng Công ty có thể tiến hành bán hàng và bàn giao sản phẩm trong giai đoạn 2027 – 2032, với giá bán dự kiến là 19 triệu VNĐ/m² đối với NOXH và 30 triệu VNĐ/m² đối với nhà ở thương mại.

Hình 40: Lễ khởi công dự án NOXH Phú Xuân



Nguồn: ADS, CTCK Rồng Việt

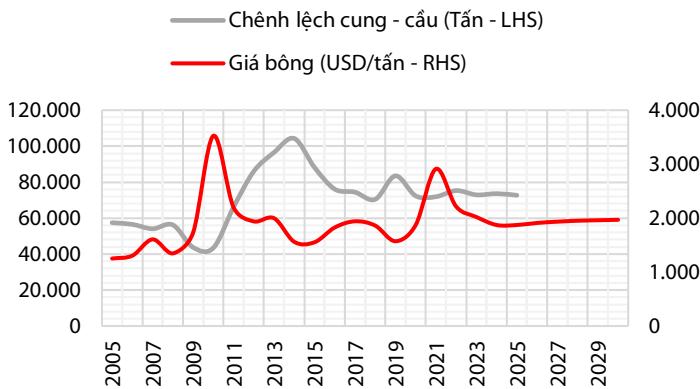
PHỤ LỤC 4 – TRIỂN VỌNG NGÀNH DỆT SỢI (Quay lại Mục lục)

Thị trường bông tự nhiên tiếp tục trạng thái dư cung và giá có xu hướng đi ngang

Thị trường bông toàn cầu đang thiếu vắng động lực tăng trưởng trong bối cảnh tình trạng dư cung đã kéo dài hơn 40 năm. Do các nhà sản xuất có thể điều chỉnh sản lượng sản xuất theo mức tiêu thụ nên biến động giá bông chủ yếu chịu tác động từ phía cầu. Ngoại trừ giai đoạn 2021 – 2022, giá bông biến động không phụ thuộc vào cung – cầu do bùng phát dịch COVID ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng toàn cầu đã làm giá cả hàng hóa tăng cao.

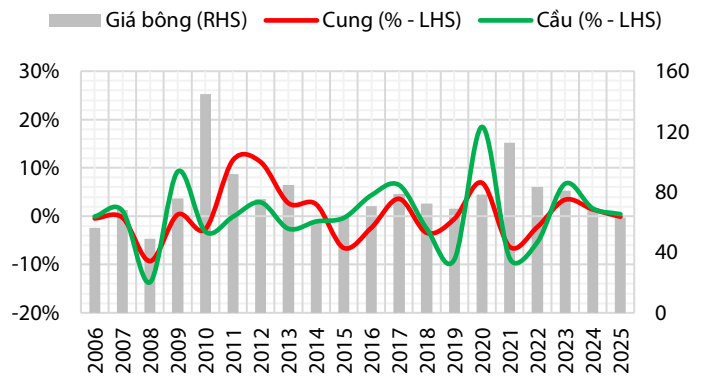
Theo dự báo của OECD, xu hướng dịch chuyển mạnh sang các nguyên liệu thay thế như sợi tổng hợp tiếp tục làm suy yếu nhu cầu đối với bông tự nhiên, khiến giá khó có dịp phục hồi, duy trì ở mức thấp và bám theo xu hướng đi ngang trong trung dài hạn.

Hình 41: Dự báo cung – cầu và giá của thị trường bông



Nguồn: OECD, CTCK Rồng Việt

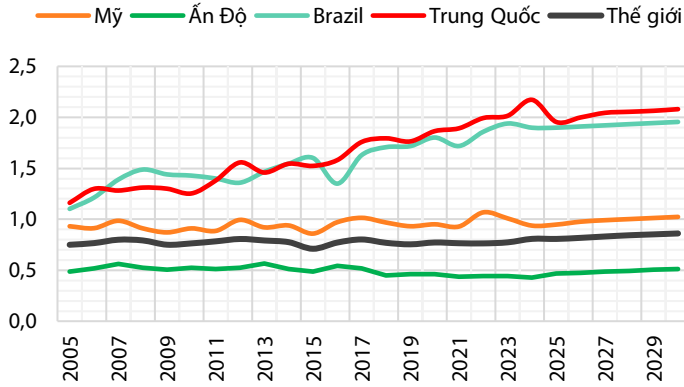
Hình 42: Tương quan giữa tăng trưởng cung – cầu và giá bông



Nguồn: OECD, CTCK Rồng Việt

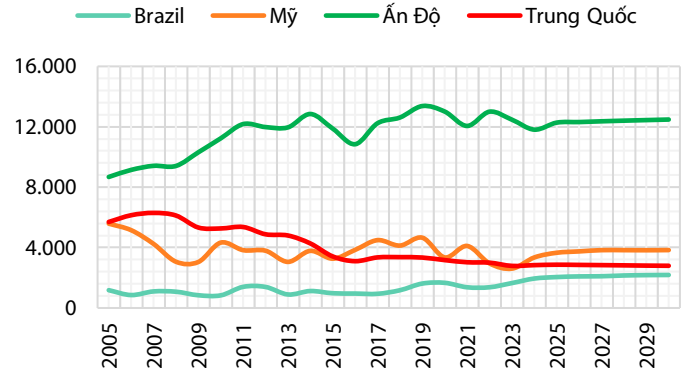
- **Nguồn cung:** Ấn Độ, Trung Quốc, Mỹ và Brazil là các quốc gia có sản lượng bông lớn nhất thế giới, chiếm tỷ trọng 75% sản lượng toàn cầu niên vụ 2025/2026. Theo OECD, nguồn cung toàn cầu dự kiến tăng trưởng kép 1,5% trong giai đoạn 2026 – 2030, tương ứng đạt 28,2 triệu tấn vào năm 2030. Cải thiện hiệu suất trồng bông khi áp dụng công nghệ về giống và mở rộng diện tích trồng là hai yếu tố chính để đẩy thúc đẩy nguồn cung.
 - **Cải thiện về hiệu suất trồng bông:** Năng suất khai thác toàn cầu dự báo tăng trưởng kép 1,3% đạt khoảng 0,8 tấn/ha vào năm 2026 lên 0,9 tấn/ha vào năm 2030. Trung Quốc vẫn là quốc gia đi đầu về hiệu suất khai thác khi đạt khoảng 2,1 tấn/ha (cao gấp 3 lần bình quân thế giới) (hình 43) nhờ (1) áp dụng ứng dụng công nghệ tưới tiêu thông minh bằng cảm biến, sử dụng máy bay không người lái,... và (2) trồng bông đột biến gen có khả năng chịu hạn, kháng sâu đục quả.
 - **Mở rộng diện tích trồng:** Diện tích trồng bông toàn cầu dự kiến tăng 4% so với giai đoạn cơ sở, với mức tăng mạnh nhất tại Brazil (CAGR +1,1%), nhờ kỳ vọng tăng xuất khẩu và quỹ đất nông nghiệp rộng lớn nên khuyến khích nông dân mở rộng diện tích gieo trồng. Trong khi đó, Trung Quốc dần thu hẹp diện tích trồng (CAGR -0,5%) do thay đổi chính sách của Chính phủ.

Hình 43: Năng suất khai thác bông của các quốc gia sản xuất chính trên thế giới (tấn/ha)



Nguồn: OECD, CTCK Rông Việt

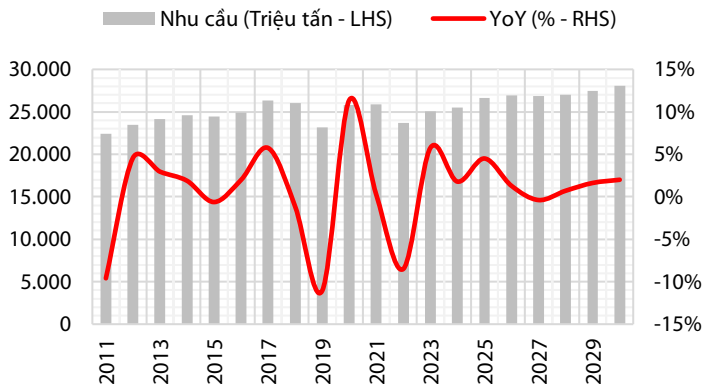
Hình 44: Diện tích trồng bông của các quốc gia sản xuất chính trên thế giới (ha)



Nguồn: OECD, CTCK Rông Việt

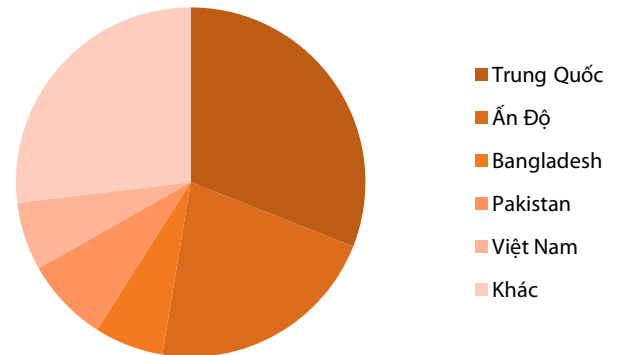
- Nhu cầu:** Các quốc gia tiêu thụ bông lớn nhất thế giới gồm Trung Quốc, Ấn Độ, Việt Nam, Bangladesh và Thổ Nhĩ Kỳ, chiếm tỷ trọng 70% lượng bông sử dụng toàn cầu trong niên vụ 2025/2026. Việt Nam và Bangladesh phải nhập khẩu hoàn toàn do không có vùng trồng bông tự nhiên, trong khi Trung Quốc dù là nhà sản xuất lớn vẫn tiếp tục nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu của ngành dệt may nội địa đang mở rộng. Nhu cầu sử dụng bông toàn cầu được dự báo tăng trưởng chậm, đạt khoảng 27 triệu tấn vào năm 2026 và lên mức 28,3 triệu tấn vào năm 2030, tương đương tốc độ tăng trưởng kép khoảng 1,2%. Động lực chính đến từ khu vực châu Á – nơi tập trung phần lớn công suất dệt may toàn cầu, nhờ lợi thế chi phí lao động cạnh tranh và bông nguyên liệu trong các nhà máy kéo sợi vẫn được sử dụng rộng rãi.

Hình 45: Dự báo nhu cầu tiêu thụ bông toàn cầu



Nguồn: OECD, CTCK Rông Việt

Hình 46: Tỷ trọng tiêu thụ bông của các quốc gia lớn vào năm 2030



Nguồn: OECD, CTCK Rông Việt

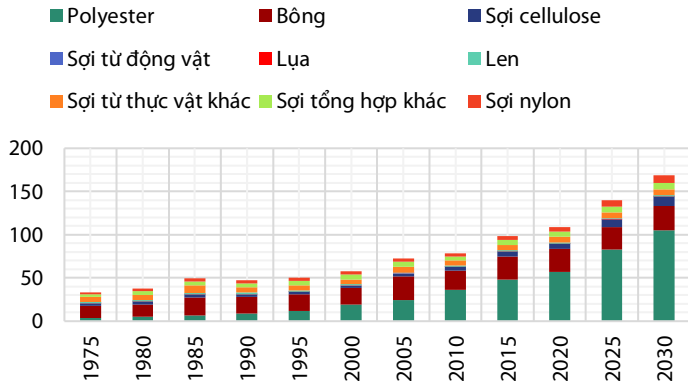
Thị trường sợi bông tăng trưởng chậm do thay đổi xu hướng tiêu dùng hàng may mặc

Sản lượng sản xuất sợi bông đã giảm đang kể trong khoảng 20 thập kỷ gần đây. Tỷ trọng nguyên liệu dệt may từ sợi bông đã giảm từ mức 37,6% vào năm 2005 về mức 18,6% vào năm 2025 và dự kiến sẽ giảm về mức 16,5% vào năm 2030 (hình 47) bởi sợi nhân tạo đang trở thành nguyên liệu được ưa chuộng.

Xu hướng dịch chuyển từ sợi tự nhiên sang sợi nhân tạo được thúc đẩy bởi nhà sản xuất lựa chọn có giá thành cạnh tranh (hình 48), nguồn cung ổn định (không phụ thuộc vào điều kiện thời tiết) và phù hợp với sở thích của người tiêu dùng (trang phục thể thao nhẹ, nhanh khô và co giãn).

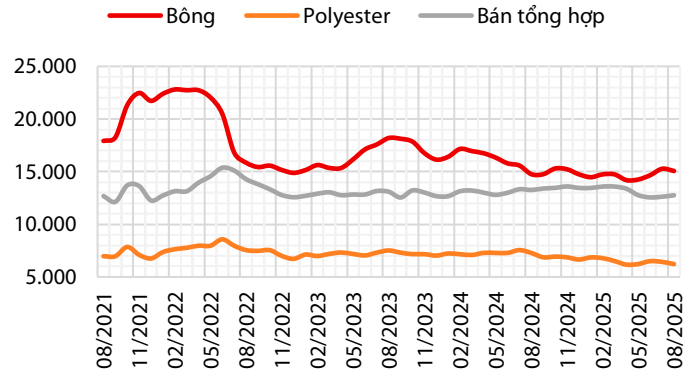
Theo Textile Exchange, sản lượng sản xuất bông toàn cầu dự báo tăng trưởng chậm ở mức 1,2% trong giai đoạn 2025 – 2030, điều này phù hợp với nhu cầu sử dụng nguyên liệu bông như nêu phía trên.

Hình 47: Sản lượng sản xuất sợi theo nguyên liệu



Nguồn: Textile Exchange, CTCK Rông Việt

Hình 48: Sợi nhân tạo có giá thành rẻ hơn sợi bông (Nhân dân tệ/triệu tấn)



Nguồn: Cotton China, CTCK Rông Việt

Sản lượng xuất khẩu sợi bông chải thô của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc tăng trưởng chậm (Quay lại trang 21)

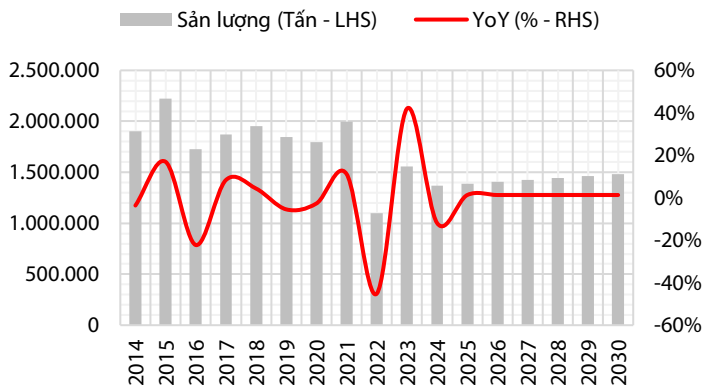
Dự phóng sản lượng xuất khẩu bông chải thô của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc đạt tốc độ tăng trưởng kép 2% trong giai đoạn 2026 – 2030, tương ứng đạt 692 nghìn tấn vào năm 2026 và 729 nghìn tấn vào năm 2030. Dựa trên đánh giá về nhu cầu nhập khẩu sợi bông của Trung Quốc sẽ tăng nhẹ và khả năng duy trì thị phần của Việt Nam tại thị trường này.

- Nhu cầu nhập khẩu sợi bông chải thô (HS Code 5205) của Trung Quốc có xu hướng giảm dần qua từng năm, tăng trưởng kép -3% trong giai đoạn 2014 – 2024. Xu hướng này phù hợp với bối cảnh chung của ngành bông thế giới khi người tiêu dùng ưa chuộng sản phẩm thời trang từ các nguyên liệu sợi tổng hợp. Đồng thời, lệnh cấm vận bông Tân Cương (UFLPA) của các thị trường lớn (Mỹ và EU) đã gián tiếp làm tăng nguồn cung bông nội địa, gián tiếp giảm nhu cầu nhập khẩu sợi bông của Trung Quốc. Tuy nhiên, Trung Quốc vẫn cần duy trì nhập khẩu sợi bông từ nước ngoài để có được nguồn nguyên liệu tiêu chuẩn (không có xuất xứ từ Tân Cương) để đáp ứng cho hàng dệt may xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng nhập khẩu sợi bông của Trung Quốc sẽ không còn suy giảm mạnh và tăng trưởng đồng pha với nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu bông, đạt CAGR 1,2% trong giai đoạn 2026 – 2030, tương ứng đạt 1,4 triệu tấn vào năm 2026 và 1,5 triệu vào năm 2030.

UFLPA (Uyghur Forced Labor Prevention Act) là một đạo luật của Hoa Kỳ, có hiệu lực từ tháng 6/2022, nhằm ngăn chặn các hàng hóa được sản xuất bằng lao động trẻ em từ Khu tự trị Tân Cương (XUAR) của Trung Quốc xâm nhập vào thị trường Mỹ.

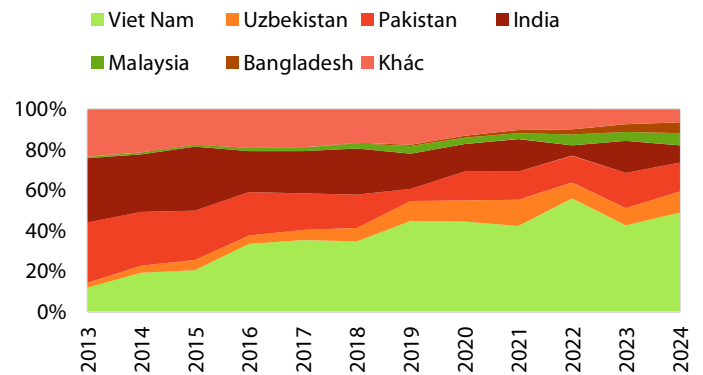
- Trong 10 năm gần đây, Việt Nam vươn lên trở thành quốc gia xuất khẩu sợi bông chải thô lớn nhất sang thị trường Trung Quốc. Trong năm 2025, sản lượng sợi bông xuất khẩu đạt 748 nghìn tấn (+11% YoY), chiếm tỷ trọng 56% (+7 pps YoY) sản lượng sợi bông nhập khẩu của Trung Quốc. Việt Nam sở hữu những lợi thế cạnh tranh cao hơn so với các quốc gia khác nhờ: (1) vị trí địa lý lý tưởng để cung ứng hàng hóa sang Trung Quốc khi hai quốc gia có chung đường biên giới, giúp giảm thiểu chi phí và thời gian vận chuyển và (2) Các doanh nghiệp Trung Quốc sử dụng sợi bông sản xuất tại Việt Nam, với nguyên liệu không có nguồn gốc từ Tân Cương, nhằm tránh các rào cản thương mại. Với những lợi thế đó, chúng tôi kỳ vọng thị phần của Việt Nam sẽ tục được duy trì ổn định ở mức 56% trong giai đoạn dự phóng, tương đương mức trung bình 2022 – 2024 (sau thời điểm áp dụng UFLPA).

Hình 49: Sản lượng nhập khẩu sợi bông của Trung Quốc (HS Code 5205)



Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

Hình 50: Việt Nam là nước cung cấp sợi bông chủ yếu nhất cho Trung Quốc (HS Code 5205)



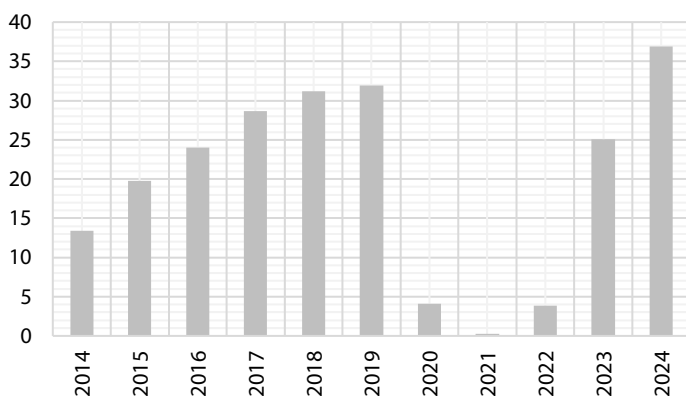
Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

Việt Nam đang chiếm lĩnh thị trường khăn bông Nhật Bản (Quay lại trang 22)

Dự phóng sản lượng khăn bông của Việt Nam sang thị trường Nhật Bản đi ngang trong giai đoạn 2026 – 2030, đạt trung bình 66 nghìn tấn/năm. Dựa trên đánh giá về nhu cầu nhập khẩu sợi bông của Nhật Bản sẽ đi ngang và khả năng duy trì thị phần của Việt Nam tại thị trường này.

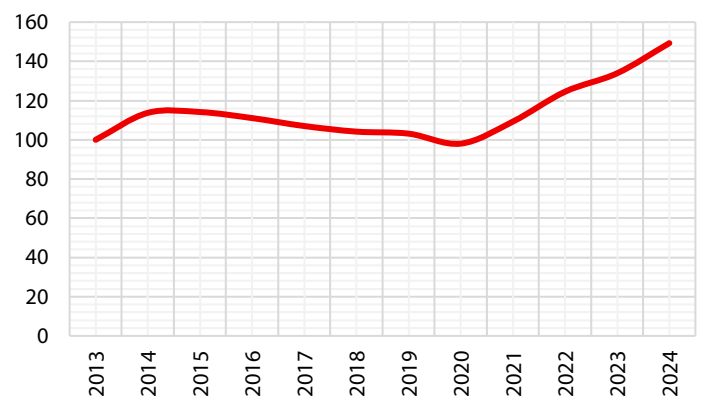
- Trong giai đoạn 2014 – 2019, nhu cầu nhập khẩu khăn bông (HS Code 6302) của Nhật Bản tương đối ổn định, đạt trung bình khoảng 76 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên, giai đoạn 2020–2021 ghi nhận mức sụt giảm mạnh do tác động của đại dịch COVID-19 và suy thoái kinh tế toàn cầu, làm suy giảm lượng khách du lịch, làm giảm nhu cầu nhập khẩu khăn của khách sạn và cơ sở lưu trú (những đơn vị nhập khẩu số lượng lớn). Từ năm 2022 đến nay, cùng với sự phục hồi của du lịch quốc tế, nhu cầu nhập khẩu đã cải thiện trở lại. Dù vậy, việc đồng JPY liên tục mất giá so với USD khiến chi phí nhập khẩu tăng cao, qua đó kìm hãm đà phục hồi, với sản lượng chỉ đạt trung bình khoảng 66 nghìn tấn/năm.

Hình 51: Số lượng khách quốc tế đến Nhật Bản (triệu khách)



Nguồn: Thống kê du lịch Nhật Bản, CTCK Rồng Việt

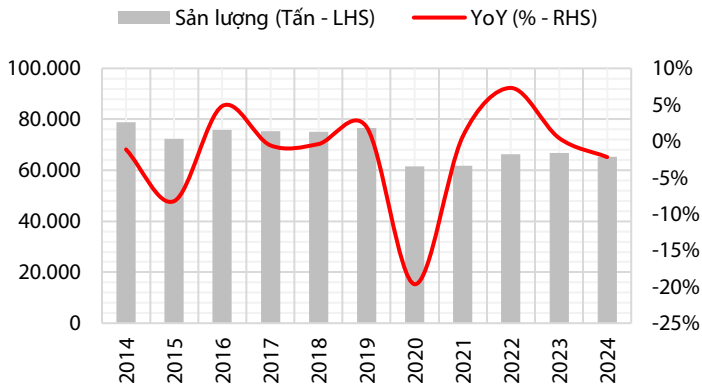
Hình 52: Độ biến động của USD/JPY thể hiện đồng JPY mất giá so với USD qua nhiều năm (2013 = 100)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

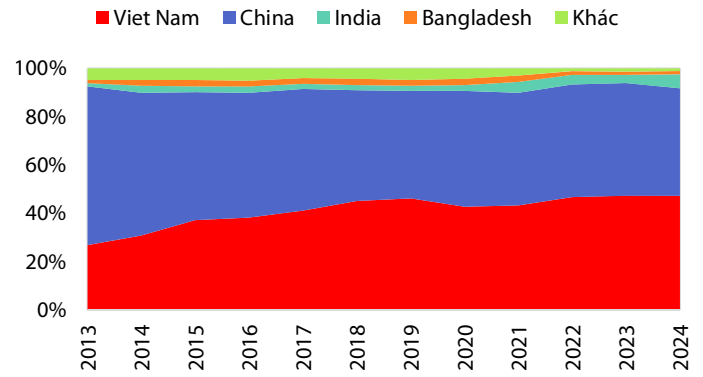
- Việt Nam hiện là một trong những quốc gia xuất khẩu khăn bông lớn nhất vào Nhật Bản và đã chính thức vượt Trung Quốc từ năm 2019 để dẫn đầu thị phần tại thị trường này. Động lực chủ yếu đến từ việc Việt Nam tham gia Hiệp định CPTPP (kỳ kết năm 2018), qua đó được xóa bỏ hoàn toàn thuế nhập khẩu đối với hàng dệt may vào Nhật Bản. Ngược lại, Trung Quốc và Nhật Bản chưa có hiệp định thương mại song phương, chỉ cùng tham gia RCEP (ký kết năm 2022), theo đó khăn bông Trung Quốc chỉ được giảm thuế theo lộ trình từ mức trung bình 6 – 7% xuống 0% trong vòng 15 năm, thay vì được miễn thuế ngay. Nhờ lợi thế về chính sách, Việt Nam đang có năng lực cạnh tranh cao hơn so với hàng Trung Quốc. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì thị phần ở mức khoảng 47% trong giai đoạn dự phóng.

Hình 53: Sản lượng nhập khẩu khăn bông của Nhật Bản (HS Code 6302)



Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

Hình 54: Việt Nam vượt qua Trung Quốc để trở thành quốc gia chiếm lĩnh thị phần thị trường khăn bông



Nguồn: UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 5 – TRIỂN VỌNG LĨNH VỰC BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP TẠI TỈNH HƯNG YÊN (Quay lại Mục lục) (Quay lại trang 24)

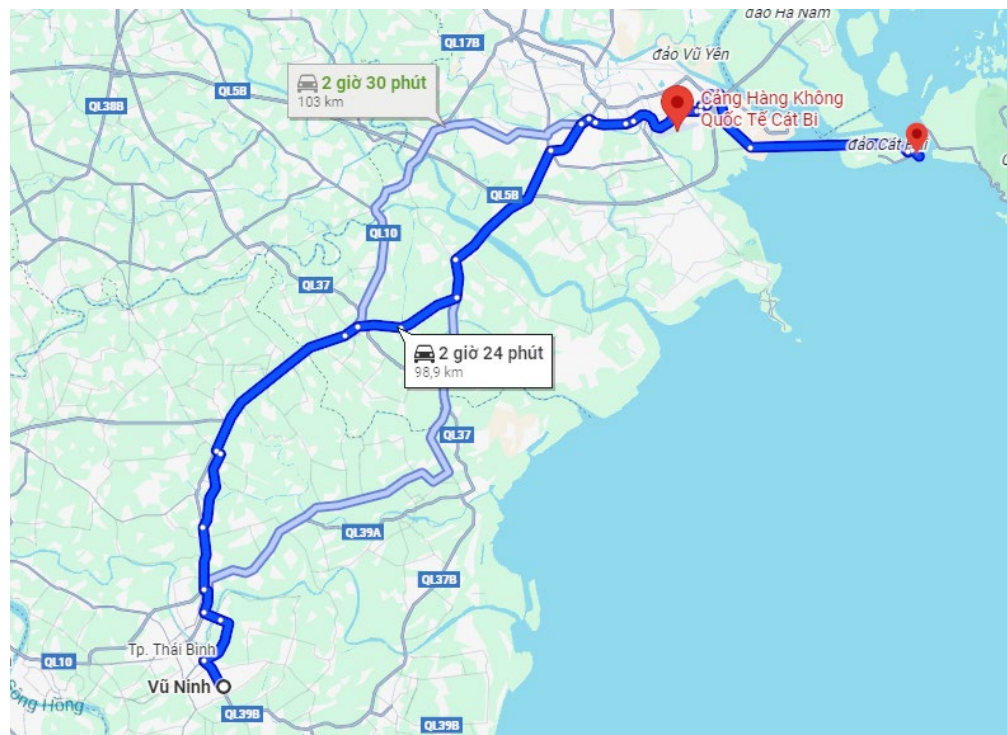
Các tỉnh thuộc Đồng bằng Sông Hồng (ĐBSH) là cực tăng trưởng phía Bắc và luôn là điểm nóng thu hút FDI của Việt Nam. Hưng Yên đang là điểm sáng thu hút công nghiệp và FDI có xu hướng dịch chuyển từ các tỉnh "lỗi" (Bắc Ninh, Vĩnh Phúc) sang các tỉnh khác như Hưng Yên, Hải Phòng nhờ hạ tầng giao thông được đầu tư mạnh mẽ, quỹ đất công nghiệp còn dồi dào và chi phí cạnh tranh. Tỉnh đang chuyển mình từ một địa bàn nông nghiệp sang trung tâm công nghiệp - logistics quan trọng của Vùng Đồng bằng sông Hồng (ĐBSH).

Hạ tầng giao thông kết nối với các trung tâm Logistics miền Bắc

Khu vực xã Vũ Ninh và An Ninh (Hưng Yên) được kết nối chủ yếu bằng đường bộ với các trung tâm logistics lớn của miền Bắc. Các tuyến QL10, QL58 và DT456 tạo trục kết nối trực tiếp với Hải Phòng ở khoảng cách khoảng 100 km, giúp tiếp cận hệ thống cảng biển nước sâu của khu vực này.

Đối với vận chuyển hàng không, hàng hóa giá trị cao có thể được đưa qua sân bay Cát Bi (Hải Phòng) hoặc sân bay Nội Bài, với khoảng cách lần lượt khoảng 100 km và 140 km. Mặc dù xa hơn, tuyến kết nối tới sân bay Nội Bài có đường cao tốc Bắc – Nam hỗ trợ rút ngắn thời gian di chuyển so với các tuyến quốc lộ thông thường.

Hình 55: Có nhiều tuyến đường giao thông kết nối giữa xã Vũ Ninh, tỉnh Hưng Yên với thành phố Hải Phòng

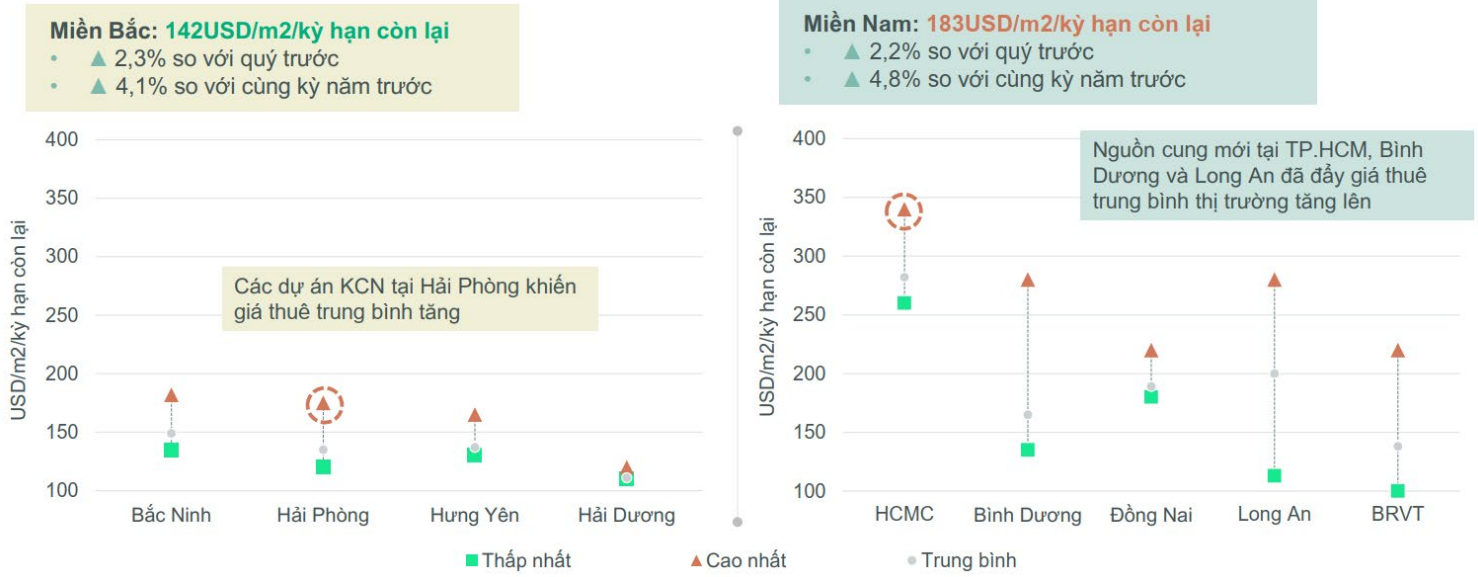


Nguồn: Maps, CTCK Rồng Việt

Giá thuê đất thấp hơn đáng kể so với mặt bằng chung tại các tỉnh phía Bắc

Giá thuê đất khu công nghiệp (KCN) tại phía Bắc trung bình khoảng 142 USD/m², thấp hơn khoảng 23% so với khu vực phía Nam. Trong vùng, Bắc Ninh và Hải Phòng ghi nhận mức giá cao hơn do nằm gần các trung tâm logistics và cảng biển lớn, trong khi Hưng Yên có mức giá phổ biến khoảng 100 – 120 USD/m². Riêng các CCN tại xã Vũ Ninh và An Ninh có giá thuê ước tính 85 – 90 USD/m², thấp hơn đáng kể so với mặt bằng chung của khu vực phía Bắc. Mức giá này giúp giảm chi phí đầu tư ban đầu, qua đó có thể tạo lợi thế cạnh tranh trong thu hút các doanh nghiệp FDI.

Hình 56: Mặt bằng giá thuê đất KCN theo khu vực



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

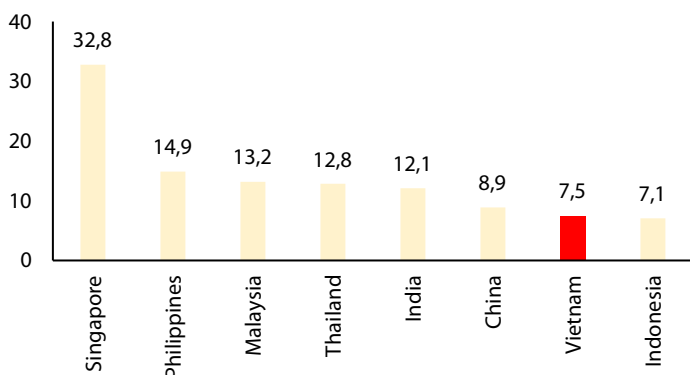
PHỤ LỤC 6 – TRIỂN VỌNG LĨNH VỰC BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP TOÀN QUỐC (Quay lại Mục lục)

Kỳ vọng duy trì xu hướng “Trung Quốc+1”

Căng thẳng thương mại Mỹ – Trung giai đoạn 2017–2024, bắt đầu từ các cuộc điều tra thương mại của Mỹ đối với Trung Quốc, đã khiến nhiều tập đoàn đa quốc gia đánh giá lại rủi ro khi tập trung chuỗi sản xuất vào một thị trường duy nhất. Điều này thúc đẩy xu hướng “Trung Quốc+1”, trong đó Việt Nam là một trong những điểm đến được lựa chọn nhờ chi phí sản xuất cạnh tranh, chính sách ưu đãi dành cho FDI, vị trí địa lý gần chuỗi cung ứng Đông Á và hệ thống cảng biển nước sâu, cùng với mạng lưới 19 hiệp định thương mại tự do đã có hiệu lực. Trong giai đoạn này, giá trị FDI đăng ký vào Việt Nam tăng khoảng 30% so với giai đoạn 2013–2016.

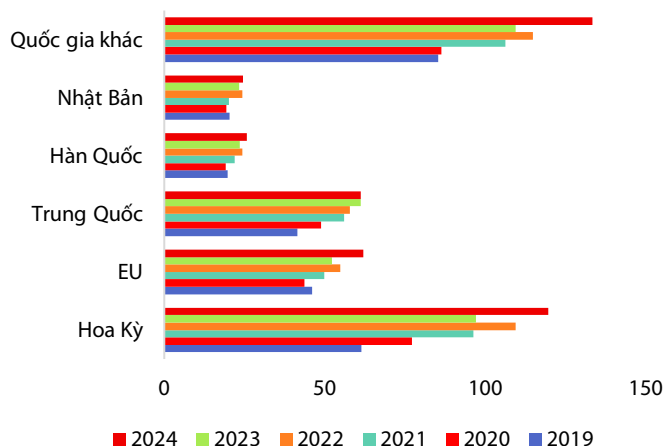
Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ vẫn là đối tác lớn nhất của Việt Nam nhờ dòng vốn FDI dịch chuyển trong những năm trước. Tuy nhiên, từ tháng 8/2025, Mỹ áp dụng mức thuế quan 20% đối với một số mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam, làm giảm phần nào động lực dịch chuyển sản xuất. Việt Nam hiện đang đàm phán để làm rõ mức thuế đối ứng và quy định liên quan đến hàng chuyển tải. Trong giai đoạn chờ đợi kết quả đàm phán, tốc độ mở rộng đầu tư của khối FDI có xu hướng chậm lại do cần thêm thông tin về chính sách thuế. Dù vậy, đây được xem là yếu tố ngắn hạn. Về dài hạn, FDI trong lĩnh vực sản xuất có khả năng phục hồi với mức tăng trưởng khoảng 5%/năm khi chính sách thương mại ổn định hơn, các lợi thế cạnh tranh của Việt Nam được duy trì, và nhu cầu nội địa tăng nhờ cơ cấu dân số trẻ.

Hình 57: Giá bán điện bình quân tại các quốc gia (US cent/kWh)



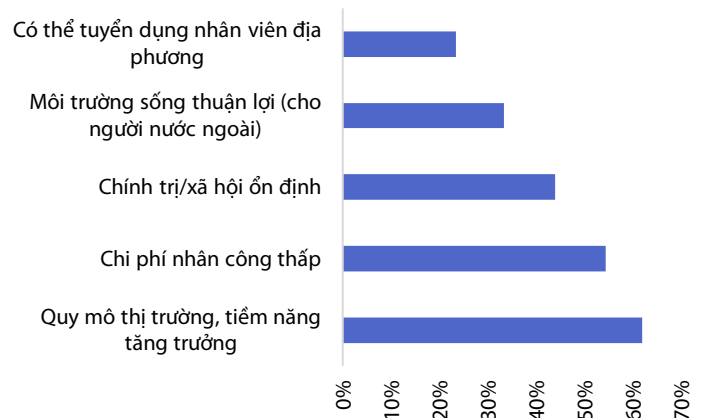
Nguồn: Statista, Globalpetroprices

Hình 59: Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam, giai đoạn 2019-2024 (tỷ USD)



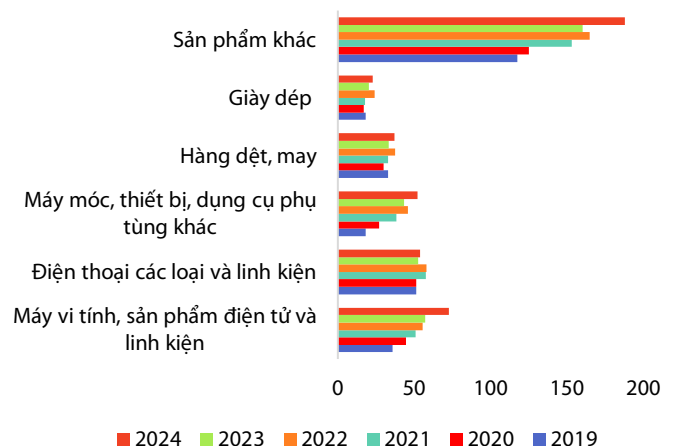
Nguồn: Hải Quan, CTCK Rồng Việt

Hình 58: Lợi thế về môi trường kinh doanh tại Việt Nam - khảo sát các doanh nghiệp Nhật Bản trong năm 2024 (%)



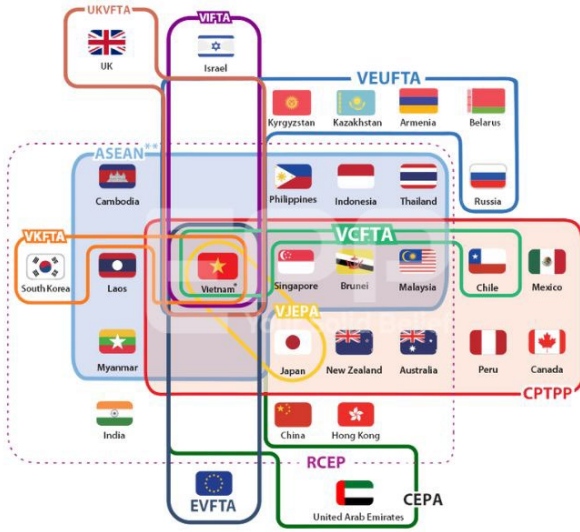
Nguồn: Jetro, CTCK Rồng Việt

Hình 60: Nhóm ngành có giá trị xuất khẩu lớn, giai đoạn 2019-2024 (tỷ USD)



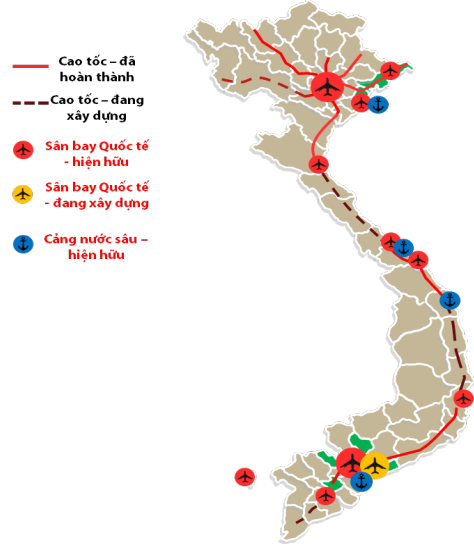
Nguồn: Hải Quan, CTCK Rồng Việt

Hình 61: Các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đang tham gia, tính đến 2024



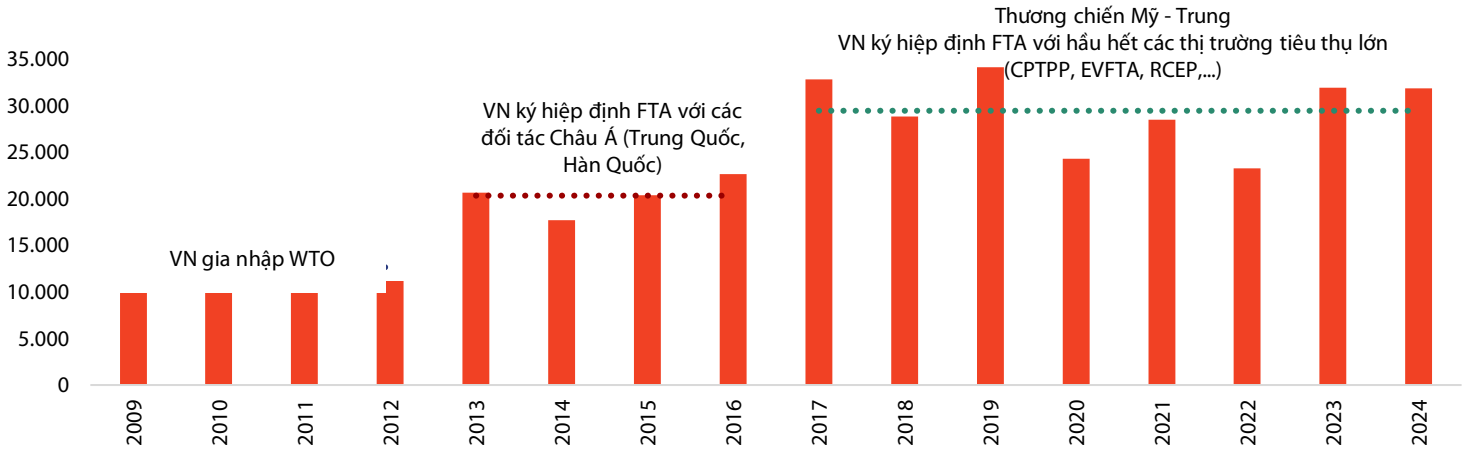
Nguồn: MOIT, CTCK Rồng Việt

Hình 62: Lợi thế từ hệ thống cảng biển của Việt Nam



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 63: Giá trị FDI đăng ký giai đoạn 2008-2024 (triệu USD, loại trừ BĐS) và giá trị trung bình qua các giai đoạn



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Xu hướng phát triển dài hạn của các KCN và CCN

Để thu hút các khách hàng quy mô lớn, các KCN cần bám sát những xu hướng phát triển dài hạn của nền kinh tế và ngành công nghiệp, từ đó xây dựng chiến lược đầu tư hạ tầng, chính sách ưu đãi và kế hoạch bán hàng phù hợp.

Hình thành các Khu Thương mại Tự do (Free Trade Zones – FTZ)

FTZ là các khu vực kinh tế đặc biệt được thiết lập nhằm thúc đẩy hoạt động xuất nhập khẩu, logistics, sản xuất công nghệ cao, và thu hút đầu tư trong và ngoài nước. Đặc điểm chính của các FTZ có thể kể đến gồm:

- Các ưu đãi, cơ chế chính sách riêng biệt cho các nhà đầu tư.
- Thử nghiệm các cơ chế mới nhằm định hướng phát triển công nghệ số, trí tuệ nhân tạo.
- Mức độ phân quyền lớn hơn cho chính quyền địa phương trong việc triển khai chính sách theo các nghị quyết chuyên biệt được Quốc hội thông qua.

Trong năm 2025, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết riêng biệt để phát triển FTZ tại các tỉnh trọng điểm về KCN/Logistic (Hải Phòng, Đà Nẵng, và dự kiến thời gian tới là Đồng Nai). Về dài hạn, đây là các khu vực sẽ thu hút được sự chú ý tương đối lớn của các doanh nghiệp FDI.

Sự phát triển của các KCN phục vụ cho lĩnh vực công nghệ cao

Sau giai đoạn tập trung thu hút FDI vào các ngành gia công truyền thống như dệt may, da giày hay cơ khí, định hướng thu hút FDI của Việt Nam đang dịch chuyển theo hướng nâng cao “chất lượng” dòng vốn, với trọng tâm là công nghệ cao và phát triển bền vững, đồng thời giảm thiểu rủi ro môi trường.

Một số chính sách đáng chú ý gồm:

- Nghị định 182/2024/NĐ-CP về Quỹ Hỗ trợ đầu tư (ISF), nhằm hỗ trợ doanh nghiệp công nghệ cao.
- Luật Công nghiệp Công nghệ số được Quốc hội thông qua tháng 6/2025, tạo khung pháp lý cho định hướng phát triển và chính sách hỗ trợ ngành công nghiệp số.

Trong bối cảnh này, các KCN tại trung tâm phát triển công nghiệp số hoặc nằm trong khu vực FTZ (Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Hải Phòng) có khả năng thu hút nhóm khách hàng công nghệ số và hệ sinh thái liên quan (phần cứng, phần mềm, nội dung số). Nhóm doanh nghiệp này thường ưu tiên vị trí gần đô thị lớn để tận dụng nguồn nhân lực chất lượng cao, đồng thời yêu cầu hạ tầng kỹ thuật ổn định và cơ chế ưu đãi rõ ràng.

Xu hướng chuyển dịch các nhà máy ra khỏi các khu đô thị lớn

Các KCN đầu tiên tại Việt Nam được xây dựng gần trung tâm các thành phố lớn, có thể kể đến KCN Biên Hòa 01 (340ha, KCN đầu tiên của Việt Nam, thành lập năm 1961), KCN Tân Thuận (Tp. HCM, thành lập 1991),... Sau thời gian thuê đất 50 năm, một số KCN (đặc biệt là các KCN nằm gần trung tâm đô thị) sẽ cần phải di dời do:

- Không còn phù hợp với quy hoạch của thành phố.
- Định hướng phát triển lĩnh vực công nghệ cao (không ô nhiễm) tại các thành phố lớn, trong khi các nhà máy hiện hữu (với rủi ro ô nhiễm môi trường) sẽ được hỗ trợ di dời sang KCN lân cận. Đáng chú ý trong thời gian tới chính là việc di dời các doanh nghiệp tại KCN Biên Hòa 01 (gồm 76 doanh nghiệp) với thời hạn đến cuối 2025.

Giảm phát thải Carbon tại các KCN

Các thị trường xuất khẩu quy mô lớn, như EU (chiếm ~12% giá trị xuất khẩu của Việt Nam) sẽ bắt đầu đưa cơ chế CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) từ 2026. Với việc các nhà nhập khẩu mua tín chỉ carbon (dựa trên lượng phát thải, chủ yếu theo phạm vi 01 và 02) sẽ là một yếu tố thu hẹp lợi thế về giá thành của các nhà sản xuất đặt nhà máy tại các quốc gia Châu Á. Các doanh nghiệp FDI qua đó cũng đang trong quá trình giảm phát thải carbon tại khu vực sản xuất của họ, và các nhà phát triển KCN có thể cung cấp các dịch vụ cho khách hàng và tăng tính cạnh tranh trong dài hạn, nổi bật có thể kể đến gồm: Xử lý và tuần hoàn hệ thống nước thải và Cung cấp nguồn năng lượng tái tạo (dưới dạng các tấm pin mặt trời mái nhà) cho các khách hàng thuê đất.

Bảng 12: Phạm vi phát thải của một nhà máy sản xuất

Phạm vi	Mô tả	Nguồn phát thải chính
1 - Phát thải trực tiếp	Khí thải trực tiếp từ các hoạt động do công ty sở hữu hoặc kiểm soát	<ul style="list-style-type: none"> • Quá trình đốt cháy trong thiết bị sản xuất • Xử lý nước thải
2 – Phát thải gián tiếp từ năng lượng nhập khẩu	Khí thải từ việc sản xuất điện, hơi nước, sưởi ấm hoặc làm mát được mua hoặc mua bởi công ty	<ul style="list-style-type: none"> • Điện từ lưới điện • Hơi nóng từ nhà cung cấp
3 – Phát thải gián tiếp khác	Tất cả các phát thải gián tiếp khác (không bao gồm trong Phạm vi 2) xảy ra trong chuỗi giá trị của công ty	<ul style="list-style-type: none"> • Nguyên liệu cho hoạt động sản xuất • Phương tiện vận tải

Nguồn: CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CÁN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tần, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**