

初期分析レポート

Damsan株式会社

HOSE: ADS ・ 繊維・工業団地不動産

繊維工場から産業クラスター開発企業へ：
過小評価、新たな成長サイクルの到来。



推奨事項

買う

12か月の期間

現在の価格

7.780

VND・04/10/2026

目標価格

11.700

VND/シェア

価格上昇の可能性

+50,4%

現在の価格と比較

業種

繊維製品 - タオル
工業団地不動産

時価総額

5940億VND
~2,260万ドル

バリュエーション

SoTP・P/E・P/B 2026F P/B
P/E: 5.8x

発行体

調査・分析 ベトナム・ホール
ディングス株式会社

HOSE: 広告・BLOOMBERG: 広告 VN・スモールキャップ

Damsan株式会社 (HOSE:ADS)

繊維工場から産業クラスター開発企業へ:過小評価、新たな成長サイクルの到来。

推奨事項

買う

現行価格(2026年4月10日)

7.780

12か月目標株価

11.700

価格上昇の可能性

+50,4%

在庫情報

コード/フロア	広告/ホース
資本(10億VND)、資	594
本(百万米ドル)	22,6
発行済株式数(百万株)	76,39
チャーター資本(10億VND)	763,95
52週最高/安値(VND)	8.560 / 6.980
平均売買高 (8/2026、株)	109.670
フリーフロー	55%
残りのNNを保有 / ルーム	0.13% / 3,810万株

Beta	0,49
現在のBVPS / P/B	13.112 / 0.59x
直近4四半期EPS / 過去12か月PER	1.240 / 6.3x

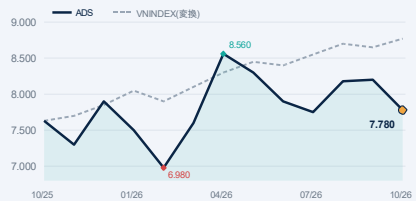
株主構成

グー・フィ・ドン (取締役会長)	13,36%
ドゥック・トゥアン株式会社その他の株主	5,33%
ドー・ドゥック・カン	5,31%
ドー・ヴァン・コイ	5,20%
その他の株主	70,80%

価格パフォーマンス

	1M	3M	12M
ADS	-5,0%	0,0%	+2,0%
VNINDEX	+1,4%	+2,6%	+14,9%

12か月価格変動(VND)



投資理論

大幅割引価格。ADSは2026年P/E5.8倍、P/B0.56倍で下回っています。ベトナムの繊維・衣料品の中央値P/B(1.3x)と比べて~55%、工業用不動産グループ(2.0x)と比べて~70%ですが、ROEは2024年の5.5%から2025年の9.8%に回復しています。

モデルを工業用不動産へとシフトします。 不動産収入(工業団地+住宅)の割合は、2025年~17%から2028年Fの~29%に増加し、工業産業セグメントの40~45%のマージンにより、粗利益の>50%を占める見込みです。

工業団地の土地基金は130.9ヘクタールで競争力のある価格で提供されています。 賃貸価格は85~90米ドル/平方メートルで、より安いです。北部の平均(143 USD/m²)と比べて~40%です。ニン工業団地第1期(49.9ヘクタール)は100%満員です。ニンアン工業団地(商業用52ヘクタール)は2027年から開発が開始されます。

安定した織物プラットフォーム、輸出キャッシュフロー。 3工場(年間12,000トンの糸+2,000トンのタオル)、輸出収入の62%(中国、日本)。2025年の統合粗利益率は13.5%に達し、過去最高の水準となる。

2025-2028年間のEPS CAGRは~21%です。 親会社のEBITはVND 102 / 137 / 1700億VND(2026F-2028F)と予測しています。主なリスク:短期レバレッジ(債務11億4500億VND、短期90%~) および用地取得・立ち退きの進捗状況。

財務予測の概要

10億VND	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
純収益	1.629	1.870	2.050	2.420	2.640
収益成長	-0,8%	14,8%	9,6%	18,0%	9,1%
粗利益	133,6	252,2	270	340	390
集約	8,2%	13,5%	13,2%	14,0%	14,8%
親会社の株主利益	51,0	96,7	102	137	170
利益と利益の成長	—	89,6%	5,5%	34,3%	24,1%
EPS(VND)	667	1.266	1.335	1.790	2.225
BVPS(VND)	12.250	13.112	13.900	15.100	16.700
P/E(x)	11,7	6,1	5,8	4,3	3,5
P/B(x)	0,64	0,59	0,56	0,52	0,47
EV/EBITDA(x)	8,7	5,6	5,3	4,4	3,9
ROE	5,5%	9,8%	10,0%	12,3%	14,0%
配当(面価の%)	N.A.	N.A.	15%*	10%	10%

*2026年株主総会の計画、支払い方法(現金/株式)はまだ決定されていません。P/E、P/Bは7,780VNDと計算されています。出典:ADS、分析チームによる推定。

目次と概要

一.

会社概要

4

二.

業界分析と各セクターの比較

6

二.一

糸織リーゴットンタオル

6

二.二

工業地帯/クラスターにおける不動産

7

二.三

社会・都市住宅不動産

7

二.四

再生可能エネルギー

7

二.五

ピアツーピア価格比較

7

三.

ビジネス分析

10

四.

ファイナンシャル分析

13

五.

仮定と予測

14

六.

価格設定と推奨事項

14

七.

投資リスク

17

八.

ESGとコーポレートガバナンス

17

付録:財務諸表の概要

18

推薦システムと免責事項

18

投資主張の概要と主要リスク

私たちはADSをBUY推奨と1株あたり11,700VND(+50.4%)の目標株価で追跡を開始します。市場はADSを純粋な薄マージン生産者(P/B=0.59x)として評価していますが、SoTP価値の約40%は不動産セグメントから来ており、同業他社はP/Bが1.5~2.3倍で取引されています。2026年上半期の業績は横ばいで(親会社の利益は387億、繊維の総利益率の圧力と、社会住宅開設時に販売コストが171%増加したため、前年比-0.6%の減少となりましたが、私たちはこれを「まず投資し、記録的な後で」と考えています。

表1:成長ダイナミクスとリスクマトリックス

動機(良い面)	ロイ・ロ(ダウンサイド)
第2期(25ヘクタール)およびニンアン(52ヘクタール):年間15~19ヘクタールを吸収し、毛利率40~45%を吸収します	短期レバレッジ:ローン債務1,1450億VND(2026年6月)、短期=90%、2025年の利息費用~620億VND(+21%)
フー・スアン社会住宅 582戸(社会住宅546戸+商業・サービス住宅36戸):2027~2028年度引き渡し、収益~6460億VND	薄糸繊維マージン:ICE綿価格、中国の需要に敏感;2026年第1四半期の粗利益率はわずか8.5%にとどまる
FDIがフンイエー - タイピンに移行した影響:高速道路、タイピン港、安い賃料	土地整地の進捗(セキュリティフェーズ2、ヴァーニンが37.5ヘクタール拡張)は1~2年の遅れる可能性があります
新しいADP高級タオル織工場のおかげで日本に輸出される綿タオルの境界線の復活	株式流動性が低い (~9億VND/セッション)、保有率はわずか0.13%です
成長オプション(オプション):法人格を通じたフォーヒエン都市圏の資本の36%	不動産収入の不均一記録これにより、四半期ごとに事業結果に大きな変動が生じます

表2:触媒の12～24か月カレンダー

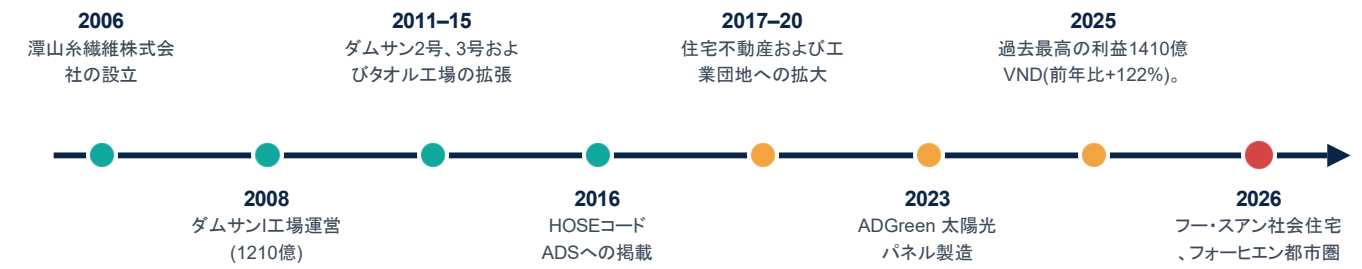
時間	イベント	予想される影響
2026年第4四半期	ドゥック・ドワン、ホンロン工場の引き渡し;フー・シュアン/クアンチュンに隣接するアパートの引き渡し	第4四半期 不動産収入 ~200～2500億VND
026年第4四半期～2027年 安寧工業団地15ヘクタールのリース契約(推定800億～80億)		+0.8～1.00 VNDの累積EPS
2027	ニンアン工業団地は集中排水を完成させ、公式には52ヘクタールの商業製品を活用しています	リース用土地基金の拡大
2026～2027	フェーズ2(25ヘクタール)およびヴァーニン拡張(37.5ヘクタール)の完成	産業用クラスターアレイのRNAV検証
2027～2028	ブー・シュアン社会住宅の頂点の引き渡し(2棟、15階建て)	住宅収入は年間2600億～2900億ドル
2026～2027	フン・イエン都市圏(フンイエン)の入札結果(フン・イエン)は、フン・イエン不動産投資株式会社を通じて行われました	オプションは目標価格に含まれてい

一. 会社概要

ダムサン株式会社(旧ダムサン繊維株式会社)は、2006年5月にタイビン投資取引株式会社と手工芸品輸出入会社の会員によって設立されました。ダムサン工場は2006年6月に建設を開始し、投資額1,210億VND、年間2,880トンの純正糸と2,220トンのカードヤーン(CD)の生産能力を有しています。約20年後、ADSは年間 **12,000トンの糸と年間2,850トンのタオル**生産能力を持つ3つの毛糸工場を所有し、産業クラスターインフラ、住宅・社会住宅不動産、太陽光パネル生産(ADGreen)の3つの新規セグメントへと拡大しています。本社はフンイエン省チャンフンダオ区グエンドウクカン工業団地ブイビエン通りロットA4に所在しています(旧タイビン、2025年に合併)。

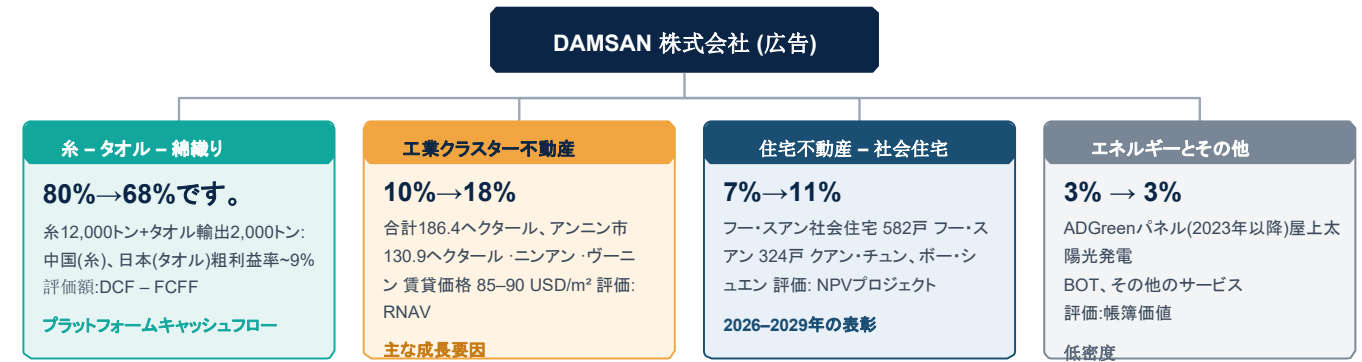
ADSの戦略的な差別化は「**統合産業・インフラ**」モデルであり、企業は工業団地の製造者であると同時に投資家であり、しばしば自社工業団地の「アンカー」テナント(例:安寧工業団地のADP高級タオル織工場)の「アンカー」テナントとなります。このアプローチは初期入居リスクを低減し、地方自治体との関係を活用するのに役立ちます。これは、Vinatex/TCM(工場用地基金の搾取)やクアンニンのTexhong(ハイハ工業団地)のモデルに似ています。

図1:ADSの主要な開発マイルストーン(2006年から2026年)



出典:ADS、VDSC、分析チームのまとめ。いくつかのタイムラインは相対的なものです。

図2:4柱ビジネスモデル – 2025年A→2028Fの収益シェア



出典:ADS、分析チームによる推計。比率=セグメント収益/統合純収益。

図3:株主構成(%)

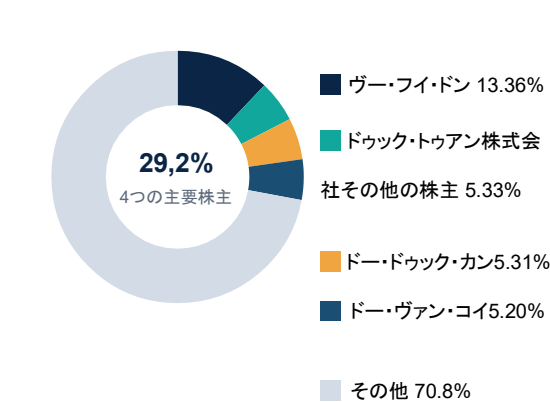


表3:リーダーシップと経営特性

カテゴリー	内容
取締役会会長	ヴァー・フィ・ドン氏 – 13.36%保有、資本代表 法人名はフォー・ヒエン;会長の妻が株式購入登録(2026年1月)
中央集権的所有	4人の主要株主 29.2%;フリーフロート 55% – 小型株グループの平均値
情報の透明性	月次IRニュースレター(収益、生産量、予測進捗) — 同じ規模の企業では稀です
監査	UHY(2024年); 2025年度の監査済み財務報告書では、税引前利益が1226億ドルから1410億ドルに修正された。

プラン2026

売上高2兆1576億ベトナムドン、税引前利益1450億ベトナムドン
、配当率15%は、2026年4月18日の株主総会で承認されました。

ガバナンスの面では、リーダーシップによる月次データの積極的な提供を肯定的に評価しますが、2025年の独立財務諸表と監査済み財務諸表の大きな差(税引前利益は184億ベトナムドン増加)は、不動産収益の記録に遅延があり、引き継ぎ時期に依存していることを示しており、評価において監視すべき要素であることに注目しています。

二. 業界分析と各セクターの比較

2.1 織り糸 – 綿タオル:下のサイクルは過ぎ、マージンはゆっくりと回復します

世界的な文脈。ベトナムは世界第3位の糸輸出国(中国とインドに次ぐ)であり、繊維および衣料品の年間売上高は約440億~460億米ドル、そのうち糸は40億~45億米ドルを占めています。糸輸出の約55~60%が中国に向けられており、中国は綿花の備蓄政策や織工の在庫により輸入需要が大きく変動する市場です。ICE綿価格は2025年から2026年にかけて約65~70米セント/ポンドと横ばいで、2022年のピーク(>150セント/ポンド)を大きく下回り、原材料コストの安定化(糸価格の約70~75%)を支えています。糸の販売価格を下落させています。糸価格スプレッド – 綿花の価格スプレッドは利益率を決定する変数であり、10年平均より低いままです。

日本のタオル市場 は、ADSのタオルの消費率の約90%がこの市場にあり、吸収性、色牢度、JIS基準などの厳格な技術的要件があり、参入障壁を生み出し、ADSのような長年続くサプライヤーが安定した注文を維持するのを助けています。米国の関税政策は間接的な影響を与えており、ADSは米国に直接販売していませんが、中国・ベトナムの顧客が米国に衣服を輸出することで糸の注文を減らすことができます。

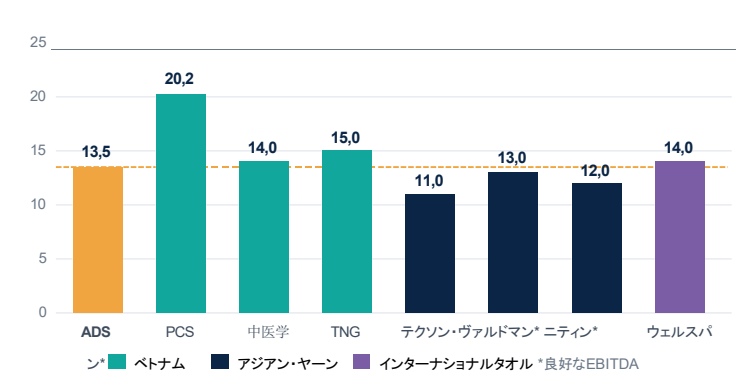
ADSのポジション。年間12,000トンの規模を持つADSは、小規模から中規模の糸製造業者(STK~65,000トン、Texhong >世界70万トン)。利点は、混合糸・タオル・綿事業の製品ポートフォリオと、ハイフォン港近くの紅礁にあることにあります。制約:STKのようなリサイクル糸/技術糸のマージンは高くありません(リサイクル糸の合計マージン~32.9%)。

表4:活動比較 – 国内、アジア、国際の繊維・タオル企業

会社	国	主な製品	2025年の 収益(百万 米ドル)	粗利益率 / EBITDA*	競技特性
ADS	ベトナム	OE/CDの糸、タオル、綿	54	13,5%	産業クラスター統合、中国および日本への輸出
STK – センチュリー ヤーン	ベトナム	ポリエステル糸、リ サイクル糸	52	20,2%	リサイクル糸 ~50% 収益; 2Q26のマージン は11.3%に減少
TCM – 成功	ベトナム	糸 – 織り – 染色 – 縫製	~150	~14%	クローズドチェーン、韓国系・アメリカ人の顧客
VGT – Vinatex	ベトナム	ヤーン – ガーメントグループ	~740	~11%	ベトナム最大の規模; 利益 2025 ~1355億
テクソン・テキスタイル	香港/中 国	スパンデックスの芯糸、布地	~3,200		クアンニン、ニョンチャックの大型工場の~11%
ヴァルドマン・テキスタイルズ・インディア		綿糸、布	~1,150	~13%*	国内綿花自治、PLI補助金
ニティン・スピナーズ	インド	綿糸/混織糸	~390	~12%*	輸出 >50か国
ウェルspan・リビングインド		タオル、織物	~1,170	~14%*	世界最大のタオルメーカー
トライデント	インド	タオル、毛糸、紙	~820	~13%*	毛糸 – タオル統合、プライベートブランド
内野(私立)	日本	今張プレミアムタオル	N.A		該当番号日本市場の基準品質基準

*EBITDAマージン。参照推定(更新された~9-10/2026)は、各事業の公式財務諸表と異なる場合があります。

図4:2025年の粗利益率/EBITDA – ADSと同業他社(%)



出典:ADS、企業の財務諸表、分析チームの見積もり。

広告ポジションの評価 – 糸織り

強み

- ・多種多様な糸、タオル、綿製品を取り揃えております。
- ・長年日本のタオルを愛用している顧客は、高品質という壁に直面する。
- ・2025年の連結粗利益率は、ヴァルドマン社と同額で、テックスホン社よりも高い。
- ・フンイエンの労働コストと土地コストが低い

弱点

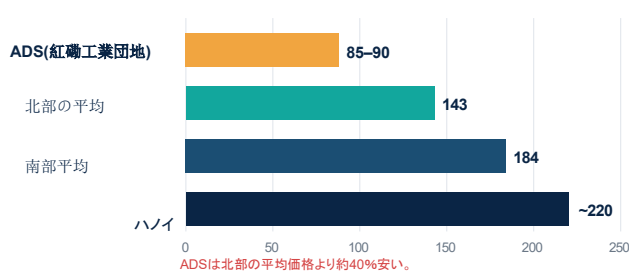
- ・規模が小さいため、綿花価格の交渉が難しい。
- ・繊維産業における中国への依存。
- ・再生繊維やハイテク技術は利用できません。
- ・繊維部門単体の粗利益率はわずか約9%です。

2.2 工業団地/クラスターの不動産:「中国+1」の恩恵と価格優位性

ベトナムに登録されたFDIは年間350億～400億ドルのままです。生産資本の流れは中国から離れ、南シナのサプライチェーンに近い北部に優先的に移っています。2026年上半年の総合データによると、北部の工業団地の平均土地賃料価格は **1サイクルあたり143 USD/m²(前年同期比+2.9%)に達し**、南部は184 USD/m²(+1.7%)、ハノイは~220 USD/m²となります。ティア1工業団地(バックニン、ハイフォン)がほぼ満員となり、賃料が150～200米ドル/m²を超えると、中規模の二次投資家(繊維、玩具、アルミニウム、部品)は、タイビン-ハナム高速道路、沿岸道路、タイビン港湾計画の支援を受けて、フンイエン-タイビン-タイビンなどのティア2省へ移ります。

ADSは工業**クラスターセグメント**に位置しており、面積は75ヘクタール未満で、省レベルで承認された手続きは工業団地よりも速く、賃料は85～90米ドル/m²で、北部の平均より約40%低くなっています。テナントとしては、ADPの高級タオル織工場、ドウック・ドン工場、ホンロン玩具工場、ベトナム騰隆アルミニウム(2026年7月開業)が含まれます。ニン工業団地は地域の80%をセカンダリー投資家に接近しています。15ヘクタールのリース契約は、同社の推定で約800億VNDの利益をもたらす見込みです。

図5:工業用地賃料価格(USD/m²/サイクル、2026年上半年)



出典:CBRE/Savills、VnEconomy(10/2026)、VDSC、ADS。

表5:活動比較 – 国内およびアジアの工業用不動産

ビジネス	地域	土地基金	賃貸価格 (USD/m ²)
ADS	フン・イエン(旧タイ・ビン)	130.9ヘクタール TP	85-90
KBC	バックニン、ハイフォン、ロンアン	非常に大きい (>1,000ヘクタ)	130-250
IDC	バリア・ブンタウ、ロンアン、タイビン	大きい	120-190
SZC	バリア・ブンタウ	大きい	~120-140
VGC	バックニン、タイビン、クアンニン		110-180
WHAコー	タイ(EEC)、ゲアン	とても	~140-170*
匿名	タイ、ドンナイ、大きなクアンニン	非常に	~120-160*
プラデルタ (DMAS)	インドネシア(ベカン)	大き	~180-220*

*等価換算。参考推定~2026年9月10日、変動あり。

ADSの地位評価 – 工業クラスター不動産

強み

- ・グループ内で最も低い賃料で、中小企業向けのFDIに適しています
- ・フェーズ1のセキュリティは100%埋まっています – 営業能力の証明
- ・柔軟な州工業団地の合法性;「アンカー」テナントとしての地位

弱点

- ・小規模(130.9ヘクタール)と同年代の1,000ヘクタール>比較
- ・物流インフラはバックニン/ハイフォンより劣っている
- ・土地の整地の進捗に依存する;資本金が小さいため動員が制限される

2.3 社会・都市住宅不動産・

2.4 再生可能エネルギー – パネル

社会住宅は、2030年までに100万戸の社会住宅を計画するプロジェクト、決議201/2025/QH15(特定メカニズムおよび優遇信用パッケージに関する決議201/2025/QH15)によって推進されています。10～13%の標準的な利益率はマージンを制限しますが、その見返りとして工業省での実質需要は非常に大きく、在庫リスクも低いです。ADSは、工業団地の労働力に関連したフォー・スアン社会住宅(582戸、投資資本~5,000億~)を展開しており、これはキンバック(KBC)やヴィグラセラ(VGC)に類似した「労働者のための住宅」モデルです。 **再生可能エネルギー**:世界のパネル産業は深刻な供給過剰状態にあります。中国の大手企業(LONGi、JA Solar、Trina)は2024-2026年の赤字または粗利益率がほぼ0%であり、First Solar(米国)はIRAに対して約40%の利益率で恩恵を受けています。ADSのADGreenは小規模メーカーで、家庭用屋上太陽光発電(収益の約2～3%)を供給しており、帳簿価値で評価しています。

表6:社会・都市住宅および太陽エネルギーにおけるADSの位置づけ

ビジネス	フィールド	戦略/規模	特徴的な利益率	ADSと比較して
ADS	社会住宅+州に隣接する	フー・スアン 582戸の社会住宅;住宅地 324戸;広中 37戸	10-25%	-
VHM (ヴァインホームズ)	大規模な都市圏、ハッピーホーム社会住宅	数万戸の社会住宅を標的にする	35-45% (CM)	卓越したスケール
NLG(オス) 長文)	手頃な価格の住宅	EHome、フローラー サウス	~35%	類似セグメント
HDC(ホデコ)	社会住宅 - 地方都市圏	バリア・ブントウ、社会住宅労働者	~30%	最近州モデル
太陽エネルギー - パネル				
ロンギ/ジャ /トリナ	パネル(中国)	企業あたり年間>70GW/年	~0-3%(純損失)	世界的な物価圧力
最初のソーラー	薄膜パネル(アメリカ)	IRAの給付や関税	~40%	直接的な競争はありません

参照推定(更新された~9-10/2026)は異なる場合があります。

広告ポジション評価 - 住宅・エネルギー不動産	
強み ・労働者向け住宅の需要は、ADSが所在する産業集積地から生じている。 ・県の中心部にあるクリーンランドファンド、適度な投資資本 ・グリーンエネルギーは、産業集積地のテナントにとってESG（環境・社会・ガバナンス）を支援する。	弱点 ・社会住宅のマージンは10~13%で管理されています ・引き渡して記録された収益(四半期ごとに変動) ・小規模パネル、中国に対するコスト優位性

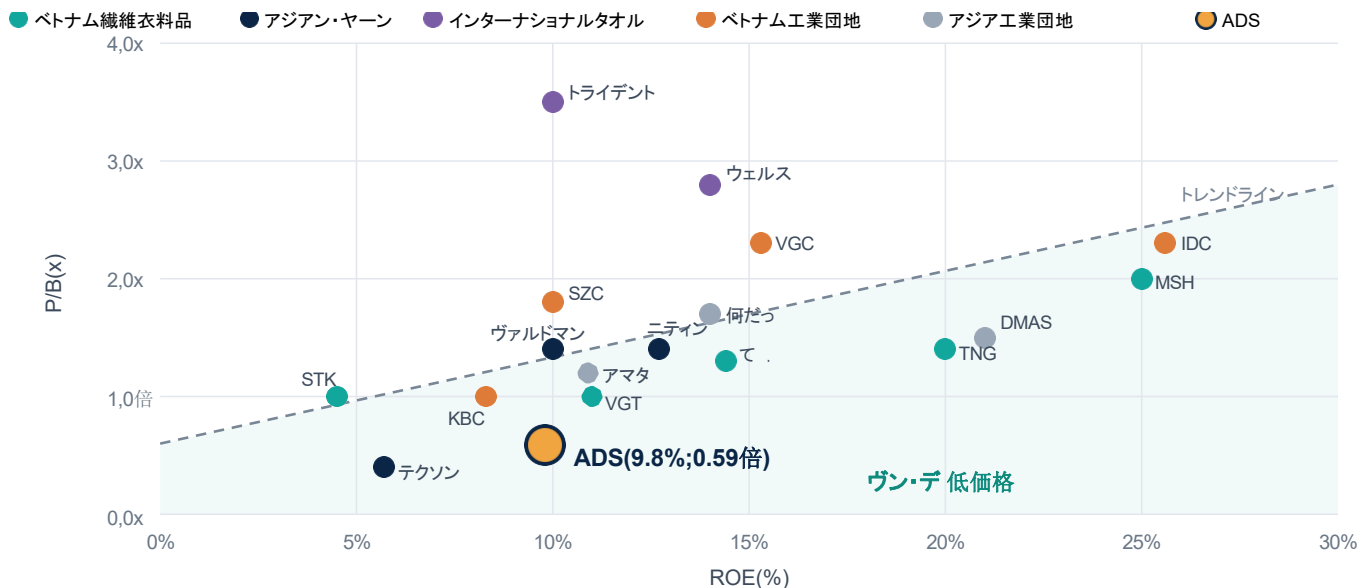
2.5 ピアツーピア価格比較:グループのあらゆる指標で最も安いADS

表7:ピアツーピア評価比較表(後続、~9-10/2026)

マ	コン・ティ	クック・ジャ	資本金(百万米ドル)	P/E(x)	P/B(x)	ROE(%)	粗利益率/EBITDA(%)
ADS	CTCPダムサン	ベトナム	23	6,3	0,59	9,8	13,5
繊維 - ベトナム							
STK	センチュリーヤーン	ベトナム	~70	22,0	1,00	4,5	20,2
TCM	タンコン繊維	ベトナム	~60	9,0	1,30	14,4	14,0
VGT	ビナテックス	ベトナム	~265	9,0	1,00	11,1	11,0
TNG	TNG投資&貿易	ベトナム	~90	7,0	1,40	20,0	15,0
MSH	レッドリバー・ガーメント	ベトナム	~130	8,0	2,00	25,0	19,0
トウルン・ヴァー				9,0	1,30	14,4	15,0
ヤーン&タオル - アジア/国際							
2678 HK	テクソン・テキスタイル	香港	~600	7,0	0,40	5,7	11,0
VTL イン	ヴァルドマン・テキスタイルズ	アン・ドゥ	~1.400	14,0	1,40	10,0	13,0*
NITINSPI	ニティン・スピナーズ	アン・ドゥ	~230	11,0	1,40	12,7	12,0*
ヴェルスブシリ	ウェルスパン・リビング	アン・ドゥ	~1.600	20,0	2,80	14,0	14,0*
トライドイン	トライデント	アン・ドゥ	~1.700	35,0	3,50	10,0	13,0*
トウルン・ヴァー				14,0	1,40	10,0	13,0
インダストリアルパーク不動産 - ベトナム・アジア							
KBC	キンバック自治体	ベトナム	~1.030	12,0	1,00	8,3	~45
IDC	IDICO	ベトナム	~570	9,0	2,30	25,6	~40
SZC	ソナデジ	ベトナム	~240	18,0	1,80	10,0	~50
VGC	ビグラセラ	ベトナム	~770	15,0	2,30	15,3	~30
WHA TB	WHAコーポレーション	タイラン	~1.800	12,0	1,70	14,0	~45
AMATA TB	アマタ株式会社	タイラン	~750	11,0	1,20	10,9	~40
DMAS IJ	ブラデルタ・レスタリ	インドネシア	~430	7,0	1,50	21,0	~60
トウルン・ヴァー				12,0	1,70	14,0	~45
太陽エネルギー - 国際							
601012 CH	ロン基・グリーンエネルギー	中国	~20,000	ニューメキシコ州。	1,80	—	~1
002459 CH	JAソーラー	中国	~6.000	ニューメキシコ州。	1,30	—	~0
FSLRアメリカ	最初のソーラー	ムー	~20,000	14,0	2,30	17,0	~40

*EBITDAマージン。N.M.:影響なし(損失あり)。参照推定、更新された~9-10/2026、変動する場合があります。出典:Bloomberg、Investing、企業財務諸表、アナリストチームの推定。

図6:P/B対ROE – ADSは低評価圏に深く入っています



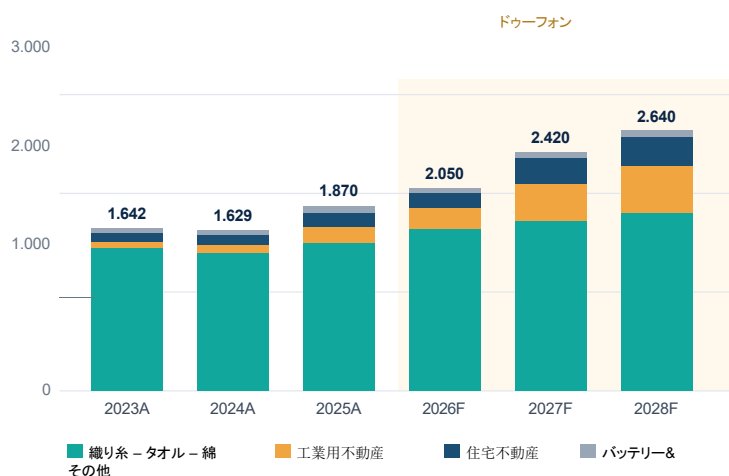
出典:ブルームバーグ、Investing、ADS、アナリストチームの推計。参考データ~9-10/2026。

ADSのROEはアジアのファイバー中央値(10%)に相当しますが、P/Bは中央値の~42%(1.4倍)にとどまります。ROEが9.8%であるトレンドラインは、合理的なP/Bが~1.3倍であることを示唆しています。スケール割引、流動性、レバレッジを反映するために目標P/Bは0.85倍のみ適用し、それでも十分な安全余裕を残しています。

三. ビジネス分析

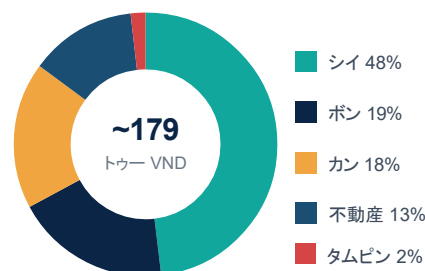
ADSの収益構造は大きく変化しており、糸・タオル・綿のセグメントは2023年~88%から~80%(2025年)に減少し、2028年は~68%に減少すると予測され、工業および住宅用不動産に移行しています。特に2025年第4四半期には、不動産収益が2,420億VND(前年同期の2.5倍)に達し、四半期収益の39%を占めました。一方、製品・完成品の収益は3%減の3,740億VNDとなりました。

図7:セグメント別収益構造 2023A – 2028F(10億VND)



出典:ADS、分析チームによる推定値。

図8:2026年8月の収益構造



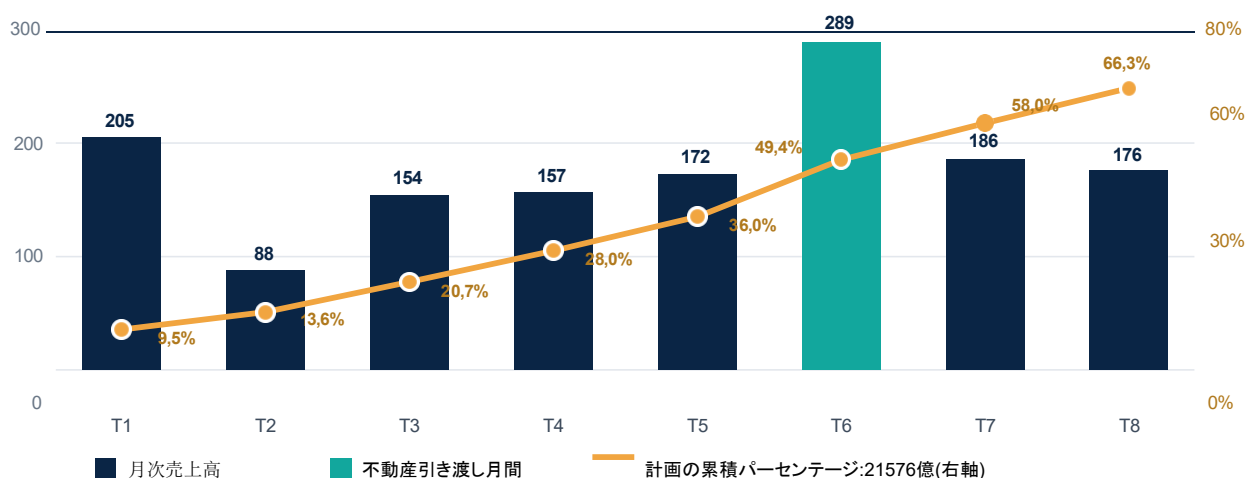
市場構造(8/2026)



オーガスト・プロダクション:~1,071トンの糸・~817トンの綿・~265トンのタオル

出典:ADSインベスターニュースレター 2026年8月号。

図9:2026年月ごとの連結収益(10億VND)および年度計画完了の進捗(%)



出典:2026年8月のADSインベスターニュースレター;月間収入は累積数から算出されます。2026年の最初の8ヶ月間の累計数値:14267億(予算の66.3%)、スケジュールの66.7%に相当します

表8:不動産プロジェクトの一覧 – 規模、進捗、価値貢献

ドウアン	種類	総収益(はは)	残存する商業製品(ha)	ティエン・ドウ(2026年8月)	ギ・ニャン	正味現在価値(トゥー)
工業用不動産 – 工業クラスター						
アンニン	工業団地 – 土地および作業場の賃貸	75,0	~18	フェーズ1の49.9ヘクタールは100%埋まり、80%の面積に対して投資家の募集が行われています。フェーズ2の25ヘクタールはクリアランス中です	2026–2028	130
ニンアン	産業クラスター – ランドリース	74,0 (+25 伸ばす)	52	集中型廃水処理場の建設、交差点 クリアランス、排水	2027–2031	290
ヴァーニン工業団地(拡張)	産業クラスター – ランドリース	37,5	25	ヴァー・クイ村における土地の取得、目録作成、および補償、支援、移住計画の揭示。	2028–2032	140
住宅不動産および社会住宅						
フー社会住宅	546戸の社会住宅 +	–	58,000 m ² サン	建物2は8階、建物1は5階にあります。開館中	2027年第4四半期–2028	60
シュアン	商業サービスユニット36室			売却;投資資本~6500億		
フー・スアン住宅地	324戸のタウンハウス、ヴィラ	10,5		– 残りのユニットの完成、粗い土地の建設残り	2025–2028	95
クアン・チュン / ス	37 + 41 タウンハウス	0,51 / 0,37		– ボー・シュエンは引き渡されました。クアン・チュンが残りの区画を大まかに建設しました	2025–2027	25
フォー・ヒエン都市圏(36%)	都市 – ホン・イエン不動産株式会社経由	N.A.		– 法人設立 04/2026、入札準備	あるいは2028年も	40*
不動産セグメントの総価値(産業クラスター 560 + 住宅 180 + リンク 40)						780

*拠出資本額360億+小額補償に基づいて記録;プロジェクトの可能性はまだ評価されていません。出典:ADS、VDSC、分析チームの推定。

表9:繊維生産能力

カテゴリー	主要市場の収容能力
糸(OE、CD、CM)– 3工場	年間12,000トン、中国、国内
綿のタオル	年間2,000トン(日本~90%)、 韓国、ラジオ
綿花事業	~800~ 国内用(繊維) 1,000トン/ 月
ADP/ハイエンドタオル 織工房	日本の完成
太陽光パネル (ADGreen)	小規模な家庭用屋根裏部屋
2026年最初の8ヶ月間の光ファイバ	~105%* 平均 ~1,050トン/月

*設計容量は月1,000トンで計算;低ネジのため実際の出力が増加。

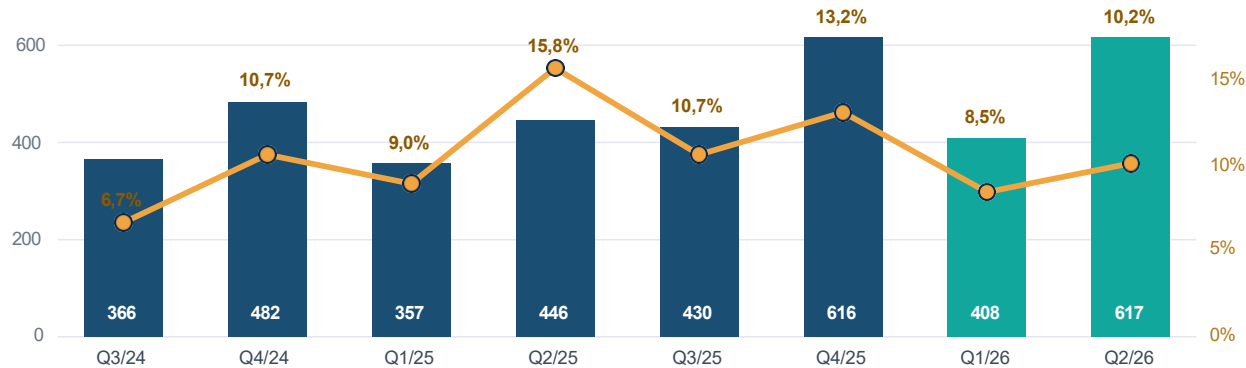
事業声明

- (一) 繊維部門は綿花を含めて月間18万トンから2300トンの安定した生産を維持しましたが、糸と綿のスプレッド縮小と中国注文の価格競争により、2026年第1~2四半期の粗利益率は8.5~10.2%に減少しました。
- (二) 不動産は利益を決定する変数であり、2026年8月の収益の13%に過ぎませんが、推定45%の粗利益に貢献しています。2026年6月(2890億)は大規模な引き渡しを反映しています。
- (三) 「アンカーファクトリー+工業団地+労働者住宅」というモデルは閉鎖的な円を形成し、安寧工業団地のフェーズ1を省の工業団地の平均よりも早く埋め尽くすのに役立っています(通常は5~7年)。

四. ファイナンシャル分析

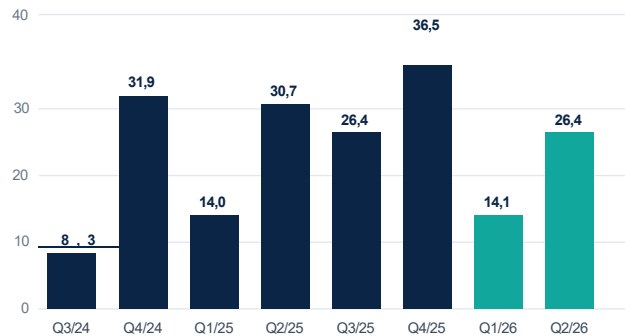
2025年 - ヒンジイヤー。 監査済み財務諸表によると、純利益は1870億VND(+14.8%)に達し、粗利益はほぼ倍増し2522億VND(マージン13.5%、史上最高)、税引前利益1,410億ベトナムドン(+122%)、親会社株主に帰属する当期純利益967億ベトナムドン(EPS: 1,266ベトナムドン)。プロジェクト投資のための未払い融資により、利息費用は21%増加し~VND 620億に達しました。**2026年上半期:** 売上高は10億280億VND(前年比+28%)でしたが、親会社の税引後利益は横ばい(387億VND、-0.6%)。2026年第2四半期の商品コストは売上高(+39.2%)を上回る48.8%増加、販売費用(手数料、フォー・スアン社会住宅開設のマーケティング)は171%増加、経営陣は27%増加しました。したがって、利益の質は不動産記録の時期に大きく依存します。

図10:四半期別純利益(10億VND)および粗利益率(%)



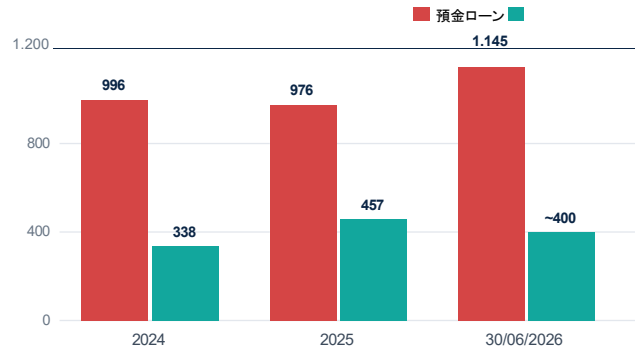
出典:ADS四半期財務諸表(24HMoney、Vietstock)。2026年第1四半期から第2四半期のティールカラー。

図11:四半期利益(10億VND)



出典:ADS四半期財務諸表(自己確立済み、事前監査データ)。

図12:銀行預金に対する貸付額(10億VND)との比較



出典:ADS財務諸表;現金残高は2026年6月と推定されています。

表10:デュポン分析

チュ・ティエウ	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
親会社純利益率	3,1%	5,2%	5,0%	5,7%	6,4%
資産売上高(x)	0,70	0,77	0,78	0,85	0,86
総資産／自己資本比率	2,51	2,48	2,55	2,57	2,52
ROE	5,5%	9,8%	10,0%	12,3%	14,0%
ROA	2,2%	4,0%	3,9%	4,8%	5,6%

ROEは主に利益率(不動産)と資産回転率によって改善され、レバレッジの増加に頼ることはありませんでした。

表11:流動性と資本構成

チュ・ティエウ	2024A	2025A	6/2026
有利子負債 / 自己資本(x)	1,01	0,92	1,10
ネット有利子負債 / 自己資本(x)	0,67	0,49	0,71
短期ローンの割合	~88%	~90%	~90%
流電比	1,08	1,12	1,05
EBIT/利息(x)	1,5	2,9	2,6*
在庫日数	~110	~98	~105

*過去12か月間の推定値。出典:ADS財務諸表、分析チームの推定。

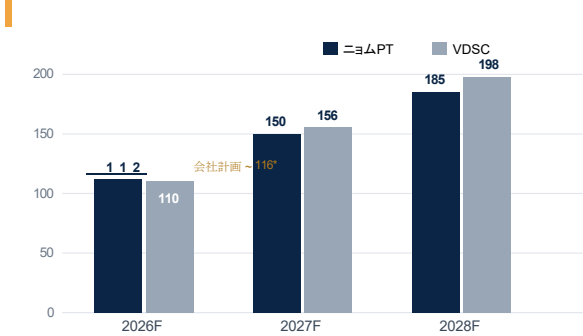
評価: 「短期ローン・長期投資」の資本構造は最大の弱点です。未払いローンの約90%は短期ローン(アグリバンク・タイ・ドー3,000億、BIDVタイビン2,835億、VietinBank タイビン1,750億)であり、在庫は主に未完成のプロジェクト費用(76%)です。しかし、流動性リスクは、大口預金(総資産の~18%)や国有銀行との長期信用関係によって最小限に抑えられています。STK(貸付債務19,700億、負債率~1.0倍)やTCM(~0.8倍)と比べると、ADSのレバレッジは業界と同じ水準にあります。上場工業団地(IDC、SZCが前払い家賃を使用)と比べると、ADSは柔軟性が低いです。

五. 仮定と予測

表12:主な予測仮定

ギェット・ディン	2025A	2026F	2027F	2028F
糸の生産量(トン)	~12,100	12,600	12,800	13,000
平均糸販売価格(USD/kg)	2,45	2,40	2,48	2,52
ICE綿の価格(米セント/ポンド)	~67	66	70	72
繊維セグメントのマージン	~9.5%	8,8%	9,5%	10,0%
USD/VND平均為替レート	25,900	26,300	26,700	27,000
工業団地の賃貸価格(USD/m²)	~85	88	90	93
譲渡された土地面積(ha)	~8	9	16	20
工業クラスター売上総利益率	~45%	42%	43%	43%
社会住宅の引き渡し	0	0	200	300
平均借入金利	6,8%	7,2%	7,3%	7,0%

図13:予測EBIT – アナリストグループとVDSC(10億)



*税引前利益の計画:1,450億ベトナムドン×(1~20%)です。
出典:ADS、VDSC(6/2026)。

計画と合意の違い

2026年予想売上高は2兆500億ベトナムドンで、計画(2兆1,576億ベトナムドン)の95%に相当し、VDSC予想(1兆9,590億ベトナムドン)を上回る。8か月累計売上高が1兆4,270億ベトナムドンに達したことが背景。2026年予想税引前利益は1,400億ベトナムドンで、計画の97%に相当する。上半期のマージンは予想より低く、しかし第4四半期は通常不動産引き継ぎシーズンです。ヴァーニン／アン・ニン第2期の用地取得・立ち退きが6~12か月遅れると想定し、2027~2028年の予測はVDSCより慎重に見積もっています。

表13:セグメント別予測事業成果(10億VND)

チュ・ティエウ	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	年平均25-28F
糸・タオル・綿製品売上高	1,400	1,495	1,640	1,720	1,800	6,4%
産業用不動産売上高	80	160	210	380	480	44,2%
住宅用不動産売上高	105	150	150	260	290	24,6%
太陽光パネル・その他売上高	44	65	50	60	70	2,5%
純収益	1,629	1,870	2,050	2,420	2,640	12,2%
粗利益	133,6	252,2	270	340	390	15,6%
その対象:不動産(粗利益の割合)	~35%	~42%	45%	55%	58%	-
税引前利益	63,5	141,0	140	188	232	18,1%
親会社株主に帰属する当期純利益	51,0	96,7	102	137	170	20,7%

出典:ADS、分析チームによる推定値。

六. 価格設定と推奨事項

12か月の目標株価を1株あたり11,700VND(+50.4%)と設定し、**買いを推奨しています**。主な手法は**トータルコンポーネント(SoTP – 60%)**です:繊維はDCF-FCFF、工業・住宅用不動産はRNAV、エネルギーおよびリンクは帳簿価値です。市場見通しを反映するために、目標**P/Eを8.5倍(20%)**、**目標P/Bを0.85倍(20%)**と組み合わせています。用地取得・立ち退きの遅延および短期的なレバレッジリスクを考慮してディスカウントしているため、目標株価はVDSC(14,800ドン)を下回っています。

表14:総構成要素評価(SoTP)

構成要素	方法	金額(十億ベトナムドン)	ベトナムドン/株	%
織り糸 – タオル – 綿 WACC	DCF-FCFF、 11.4%、g 2%	820	10.734	48,5%
アンニン工業団地、ニンアン、ヴァーニン	RNAV、95ヘクタール、88ヘクタール USD/m ² 、R 13%	560	7.330	33,1%
住宅不動産(フー・シュアン、クアン・チュン)	プロジェクトキャッシュフロー – NPV	180	2.356	10,7%
再生可能エネルギーおよびその他の	帳簿価値	90	1.178	5,3%
リンク – ハン不動産イエン(36%)	帳簿価値	40	524	2,4%
総企業価値(EV)		1.690	22.122	100%
(-)純負債(ローン1,145件 – マネー420件、2026年6月30日)		-725	-9.490	
(-)非支配株主の持分		-60	-785	
エクイティ・バリュー		905	11.846	

発行済株式数: 7,639万株。出典: 分析チームの推計。

表15:資本コスト(WACC)

トン・ソー	ジャー
リスクフリー金利(10年物債券)	4,2%
市場リスク補償(ERP)	8,5%
修正ベータ(Blume、産業)	0,90
規模と流動性補償	2,0%
株主資本コスト(Ke)	13,9%
税引前・税引後の借金費用	8,0% / 6,4%
目標債務比率 D/(D+E)	34%
WACC	11,4%

表16:手法のまとめ

方法	ジャー・トロ	チョン・ス
SoTP	11.846	60%
株価収益率8.5倍 × EPS 26 F 1.335	11.348	20%
P/B 0.85倍 × BVPS 26F 13.900	11.815	20%
加重平均	11.743	100%
目標価格(四捨五入)	11.700	+50,4%

表17:DCF-FCFF糸・タオル・綿セグメント(10億VND)

チュ・ティエウ	2026年F	2027F	2028F	2029F	2030F	最終価値
EBITテキスタイルセグメント	95,0	105,0	112,0	118,0	122,0	
(-)法人税 20%	-19,0	-21,0	-22,4	-23,6	-24,4	
(+)クーハオ	40,0	42,0	44,0	45,0	46,0	
(-)資本支出	-55,0	-50,0	-48,0	-46,0	-46,0	
(-)運転資本の変化	-15,0	-10,0	-10,0	-8,0	-8,0	
FCFF	46,0	66,0	75,6	85,4	89,6	972人(g = 2%)
割引係数(11.4%)	0,898	0,806	0,723	0,649	0,583	0,583
PV	41,3	53,2	54,7	55,4	52,2	566,7
EV繊維セグメント = PV FCFF 256.8 + 期間末のPV値566.7(TVが69%を占める)。						≈ 820

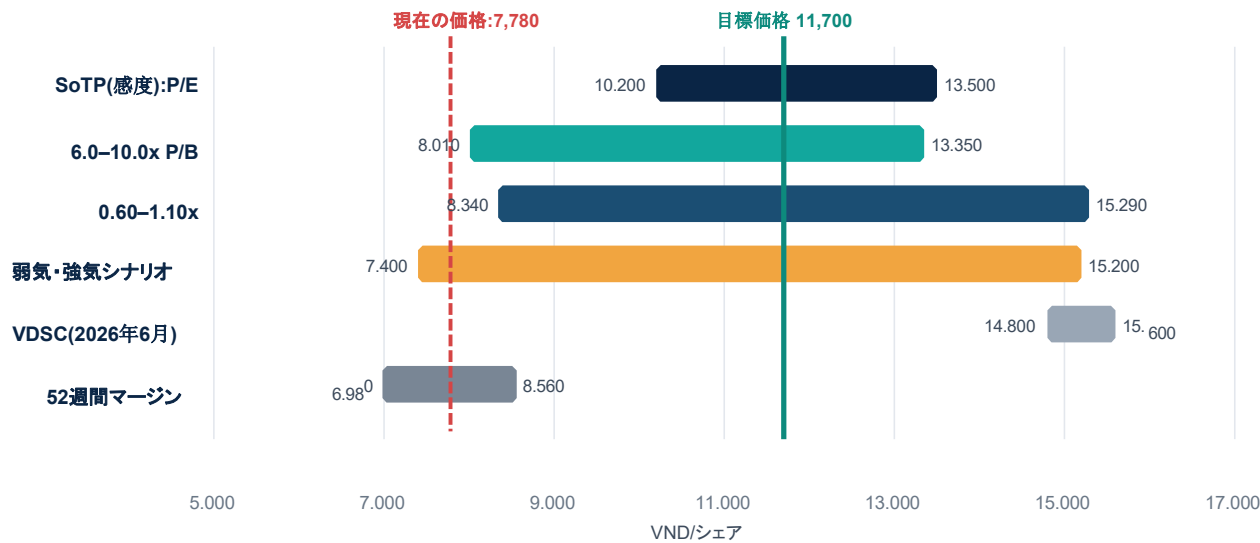
表18:SoTP/株価感度 – WACC × g

WACC \ g	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
10,4%	12.300	12.790	13.290	13.840	14.420
10,9%	11.620	12.080	12.570	13.070	13.590
11,4%	10.990	11.410	11.850	12.300	12.760
11,9%	10.400	10.780	11.130	11.560	11.980
12,4%	9.840	10.180	10.410	10.880	11.250

表19:感度 – 工業クラスター賃貸価格×吸収率

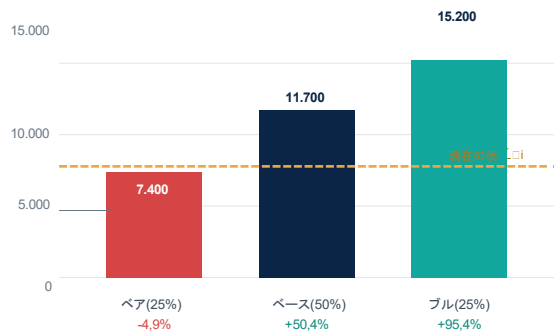
USD/m ² \ ha/年	10	15	20	25
75	8.120	8.760	9.100	9.310
80	9.150	9.950	10.420	10.710
88	10.750	11.850	12.440	12.800
95	12.230	13.510	14.200	14.620
105	14.360	15.890	16.760	17.300

図14:「フットボールフィールド」チャート – 方法別価値範囲(VND/シェア)



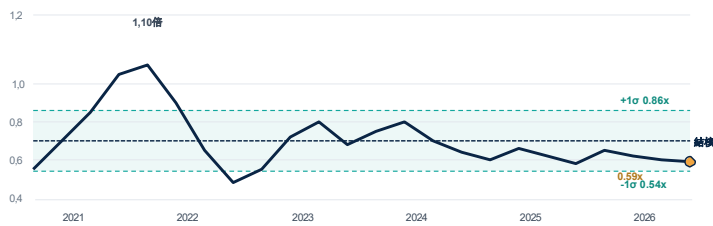
出典:VDSC、HOSE分析チームの推定値。

図15:価格シナリオ(VND/シェア)



確率に基づく期待値:~11,500VND/シェア。

図16:ADS P/Bの歴史 2021年から2026年(x)



出典:HOSE、ADS財務諸表、分析チームの計算(四半期データ、見積もり)。

表20:価格設定シナリオの仮定

シナリオ	マンドゥット	工業用不動産	住宅および金融不動産	価値 (VND/株式)
ブル	粗利益率13%、中国の需要回復	賃料 100 USD/m²、土地のクリアランスは期限通り、年間20〜25ヘクタール	2027年に社会住宅が完売し、フォーヒエンが入札を落としました	15.200
基地	総マージン 8.8-10%	88〜93 USD/m²、年間9〜20ヘクタール	社会住宅引き継ぎ 2027-2028	11.700
クマ	粗利益率7%、中国受注減少	ニンアン&ヴニンは2年遅れており、価格は80米ドル/平方メートルです。	金利は200ベースポイント上昇し、公営住宅は供給過剰の状態にある。	7.400

七. 投資リスク

表21:リスクマトリックス

#	リスク	確率	影響	説明と緩和措置
1	薄い糸の-marginと綿の価格	ハイ	結核	糸と綿のspreadsは縮小しました(2026年第1四半期のmargin8.5%)。ADSと綿・タオル事業の合併は上昇しました。
2	短期ローンと金利	結核	ハイ	~90%の短期債務;金利が100ベースポイント上昇すると、税引前利益は約9%減少する。預金は総資産の18%を占め、流動性バッファとなっている。
3	工業クラスターの用地取得・立ち退きの進捗状況	ハイ	ハイ	ニンのフェーズ2、ヴーニンはカウント中です。1年遅れ、株価が~600VND下落しました。
4	中国/日本相属	結核	結核	糸は中国に依存します。タオルは~90%日本(円安が価格に影響を与える)。
5	為替レート	低め	結核	輸出収入の62%は自然ヘッジであり、債務は主にVNDです。
6	不動産の合法性、記録の不均一さ	結核	結核	不動産の引き渡しによる収入は四半期ごとの変動を引き起こします。社会住宅の利益上限は10~13%です。
7	株式流動性	曹操	タップ	取引量~1日あたり0.1百万株、外国人持株比率:0.13%を保有しており、機関投資家の資本流動を制限しています。
8	運転資本管理	結核	結核	独立財務諸表の違い – 2025年の監査;未処理の在庫が大量に存在します。

図17:リスクヒートマップ

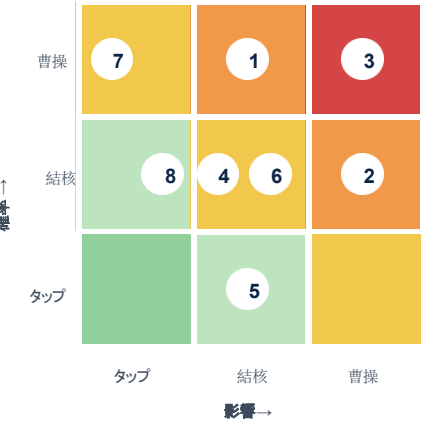


表21の対応セル#の番号。

八. ESGとコーポレートガバナンス

表22:ESGスコアリング(スケール1-5)と比較

柱	ADSレビュー	ADS	STK	中医学	ウェルスパン
環境(E)	パネルの生産、グリーンエネルギープログラム、工業団地では廃水が濃縮されています。リサイクルファイバーは存在せず、排出も宣言されていません。	3,0	4,0	3,5	4,5
西海(S)	数千人の地元労働者、労働者のための社会住宅、生産安全について毎月報告されています。	3,5	3,5	3,5	4,0
行政(G)	さらに:月刊IRニュースレター、明確な計画。デメリット:監査前後のデータ差、社内株主の集中所有。	3,0	4,0	3,5	4,0
トウン・ホップ	中程度 – GRIサステナビリティレポートを通じて改善の余地があります	3,2	3,8	3,5	4,2

分析チームの質的評価は公開された情報に基づいており、公式のESG評価ではありません。

付録:財務諸表の概要

業績(10億VND)

チュ・ティエウ	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
純収益	1.629	1.870	2.050	2.420	2.640
ギア・ヴォン	-1.495	-1.618	-1.780	-2.080	-2.250
粗利益	133,6	252,2	270	340	390
売却コスト	-12	-14	-25	-32	-35
ビジネス管理コスト	-45	-61	-55	-63	-70
EBIT	76,6	177,2	190	245	285
純損益	-15,0	-36,2	-55	-60	-55
その他の利益	1,9	0,0	5	3	2
税引前利益	63,5	141,0	140	188	232
法人税	-8,4	-34,7	-28	-38	-47
税引後利益	55,1	106,3	112	150	185
少数株主の利益	4,1	9,6	10	13	15
親会社株主に帰属する 当期純利益	51,0	96,7	102	137	170
EBITDA	158	245	260	315	355

キャッシュフローの概要(10億VND)

チュ・ティエウ	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
CFオペレーティングKD	85	210	60	260	300
CF投資(資本支出、プロジェクト)	-90	-110	-160	-150	-120
CFファイナンス	20	-10	50	-80	-110
純マネーチェンジ	15	90	-50	30	70
FCF(CFO – 資本支出)	-5	100	-100	110	180

要約貸借対照表(10億VND)

チュ・ティエウ	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
マネー&デポジット	380	470	420	450	520
フェイ・トゥ	300	330	380	420	450
在庫	457	398	520	480	450
純固定資産	520	500	560	580	590
工業クラスターのインフラ、 建設仮勘定等	693	802	870	1.020	1.140
総資産	2.350	2.500	2.750	2.950	3.150
短期および長期ローン	996	976	1.150	1.150	1.100
その他の負債	368	462	468	564	676
親会社株主に帰属する持分	936	1.002	1.062	1.153	1.276
少数株主の利益	50	60	70	83	98
総資本	2.350	2.500	2.750	2.950	3.150

主要な財務指標

チョー・スー	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
売上高成長率	-0,8%	14,8%	9,6%	18,0%	9,1%
EPSの成長率	–	89,6%	5,5%	34,3%	24,1%
ビエン・ゴップ	8,2%	13,5%	13,2%	14,0%	14,8%
良好なEBITDA	9,7%	13,1%	12,7%	13,0%	13,4%
親会社株主に帰属する純利益率	3,1%	5,2%	5,0%	5,7%	6,4%
ROE / ROA	5,5% / 2,2%	9,8% / 4,0%	10,0% / 3,9%	12,3% / 4,8%	14,0% / 5,6%
有利子負債 / 自己資本比率(x)	1,01	0,92	1,02	0,93	0,80
EPS(VND)	667	1.266	1.335	1.790	2.225
BVPS(VND)	12.250	13.112	13.900	15.100	16.700
P/E(x)	11,7	6,1	5,8	4,3	3,5
P/B(x)	0,64	0,59	0,56	0,52	0,47
EV/EBITDA (x)	8,7	5,6	5,3	4,4	3,9

評価額は7,780VNDです。数値 2024A–2025A 監査済みの財務諸表によると、分析チームによって一部の項目が再分類・四捨五入されています。

推薦システムと免責事項

投資判断	12か月間の期待総リターン
買い	> +15%
アウトパフォーム	+5% デン +15%
中立	-5% デン +5%
アンダーパフォーム	-15% デン -5%
売り	< -15%

データソース: ダムサン株式会社の監査済み連載財務諸表2025年および2026年第2四半期財務諸表;2026年8月の投資家ニュースレター;2026年4月18日の年次株主総会決議;VDSCのADS初期分析報告書(2026年6月);24HMoney、Vietstock、CafeF、CBRE/Savills;国際企業データのブルームバーグ/Investing。

免責事項: 本レポートは参考情報の提供のみを目的として作成されたものであり、いかなる有価証券の売買の勧誘、申込み、または取引の推奨を構成するものではありません。情報およびデータは信頼できると考えられる情報源から収集していますが、分析チームはその正確性を保証するものではありません。計算データは2026年9月～10月頃時点の情報に基づいており、公式データと異なる場合があります。

Vietnam Holdings Inc

信託の付与 - 価値の創造

調査・分析部門。

株式リサーチ ・マクロ&ストラテジー ・セクターリサーチ

調査対象範囲

- ・ビジネス分析レポート
- ・事業成果更新レポート
- ・業界レポートと投資戦略
- ・マクロ経済学と市場
- ・評価および投資助言
- ・地域データと比較

重要情報

本報告書はベトナム・ホールディングス社の調査分析部門によって発行され、情報提供のみを目的としており、いかなる証券の購入、オファー、または勧告を強制するものではありません。情報は信頼できると考えられる情報源から取得されていますが、正確または完全であることが絶対に保証されるわけではありません。見解、予測および目標価格は予告なく変更される場合があります。ベトナム・ホールディングス社の書面による承認なしに報告書の一部または全部の転載または再配布は厳しく禁止されています。