BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU

# CTCP DAMSAN

## HOSE: ADS · DỆT MAY & BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

Từ nhà máy sợi đến nhà phát triển cụm công nghiệp:
**Định giá thấp, chu kỳ tăng trưởng mới**

| KHUYẾN NGHỊ | GIÁ HIỆN TẠI | GIÁ MỤC TIÊU | TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ |
|---|---|---|---|
| **MUA** | **7.780** | **11.700** | **+50,4%** |
| Thời hạn 12 tháng | VND · 04/10/2026 | VND/cổ phiếu | So với giá hiện tại |

| NGÀNH | VỐN HÓA | ĐỊNH GIÁ | KHỐI PHÁT HÀNH |
|---|---|---|---|
| Dệt sợi – khăn bông<br>BĐS cụm công nghiệp | 594 tỷ VND<br>~22,6 triệu USD | SoTP · P/E · P/B<br>P/E 2026F: 5,8x | Nghiên cứu & Phân tích<br>Vietnam Holdings Inc |

HOSE: ADS · BLOOMBERG: ADS VN · VỐN HÓA NHỎ (SMALL-CAP)

# CTCP Damsan (HOSE: ADS)

## Từ nhà máy sợi đến nhà phát triển cụm công nghiệp: Định giá thấp, chu kỳ tăng trưởng mới

| KHUYẾN NGHỊ | GIÁ HIỆN TẠI (04/10/2026) | GIÁ MỤC TIÊU 12 THÁNG | TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ |
|---|---|---|---|
| **MUA** | **7.780** | **11.700** | **+50,4%** |

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---|---|
| Mã / Sàn | ADS / HOSE |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 594 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 22,6 |
| SLCP lưu hành (triệu) | 76,39 |
| Vốn điều lệ (tỷ VND) | 763,95 |
| Cao/Thấp 52 tuần (VND) | 8.560 / 6.980 |
| KLGD BQ (T8/2026, cp) | 109.670 |
| Free float | 55% |
| Sở hữu NN / Room còn lại | 0,13% / 38,1 tr cp |
| Beta | 0,49 |
| BVPS / P/B hiện tại | 13.112 / 0,59x |
| EPS 4 quý / P/E trailing | 1.240 / 6,3x |

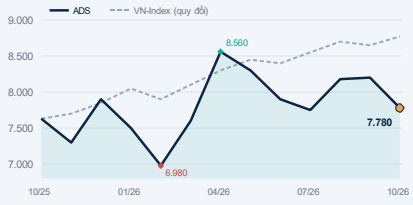
### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

| | |
|---|---|
| Vũ Huy Đông (Chủ tịch HĐQT) | 13,36% |
| CTCP Đức Tuấn | 5,33% |
| Đỗ Đức Khang | 5,31% |
| Đỗ Văn Khôi | 5,20% |
| Cổ đông khác | 70,80% |

### HIỆU SUẤT GIÁ

| | 1T | 3T | 12T |
|---|---|---|---|
| ADS | -5,0% | 0,0% | +2,0% |
| VN-Index | +1,4% | +2,6% | +14,9% |

### DIỄN BIẾN GIÁ 12 THÁNG (VND)




### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Định giá chiết khấu sâu.** ADS giao dịch ở P/E 2026F 5,8x và P/B 0,56x – thấp hơn ~55% so với trung vị P/B dệt may Việt Nam (1,3x) và ~70% so với nhóm BĐS KCN (2,0x), dù ROE đã phục hồi lên 9,8% (2025) từ 5,5% (2024).

**Chuyển dịch mô hình sang BĐS công nghiệp.** Tỷ trọng doanh thu BĐS (CCN + dân cư) dự kiến tăng từ ~17% (2025) lên ~29% (2028F), đóng góp >50% lợi nhuận gộp nhờ biên 40–45% của mảng CCN.

**Quỹ đất CCN 130,9 ha thương phẩm giá cạnh tranh.** Giá thuê 85–90 USD/m², rẻ hơn ~40% so với bình quân miền Bắc (143 USD/m²). CCN An Ninh GĐ1 (49,9 ha) lấp đầy 100%; Ninh An (52 ha thương phẩm) khai thác từ 2027.

**Nền tảng dệt sợi ổn định, dòng tiền xuất khẩu.** 3 nhà máy (12.000 tấn sợi + 2.000 tấn khăn/năm), 62% doanh thu xuất khẩu (Trung Quốc, Nhật Bản). Biên gộp hợp nhất 2025 đạt 13,5% – cao nhất lịch sử.

**EPS CAGR 2025–2028F ~21%.** Chúng tôi dự phóng LNST cty mẹ 102 / 137 / 170 tỷ đồng (2026F–2028F). Rủi ro chính: đòn bẩy ngắn hạn (nợ vay 1.145 tỷ, ~90% ngắn hạn) và tiến độ GPMB.

### TÓM TẮT DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

| Tỷ VND | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 1.629 | 1.870 | 2.050 | 2.420 | 2.640 |
| Tăng trưởng DT | -0,8% | 14,8% | 9,6% | 18,0% | 9,1% |
| Lợi nhuận gộp | 133,6 | 252,2 | 270 | 340 | 390 |
| Biên gộp | 8,2% | 13,5% | 13,2% | 14,0% | 14,8% |
| LNST cổ đông cty mẹ | 51,0 | 96,7 | 102 | 137 | 170 |
| Tăng trưởng LNST | – | 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% |
| Cổ tức (% mệnh giá) | n.a. | n.a. | 15%* | 10% | 10% |

*Kế hoạch ĐHĐCĐ 2026, hình thức chi trả (tiền/cổ phiếu) chưa xác định. P/E, P/B tính tại giá 7.780 VND.

Nguồn: ADS, ước tính của nhóm phân tích.

# Mục lục & Tóm tắt

1. Tổng quan doanh nghiệp 3
2. Phân tích ngành & so sánh từng lĩnh vực 4
2.1 Dệt sợi – khăn bông 4
2.2 Bất động sản khu/cụm công nghiệp 5
2.3 BĐS nhà ở xã hội & đô thị · 2.4 Năng lượng tái tạo 5
2.5 So sánh định giá ngang hàng 7
3. Phân tích hoạt động kinh doanh 8
4. Phân tích tài chính 10
5. Giả định & dự phóng 11
6. Định giá & khuyến nghị 11
7. Rủi ro đầu tư 14
8. ESG & Quản trị doanh nghiệp 14
Phụ lục: Báo cáo tài chính tóm tắt 15
Hệ thống khuyến nghị & Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm 15

## Tóm tắt luận điểm đầu tư & rủi ro chính

Chúng tôi bắt đầu theo dõi ADS với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu **11.700 VND/cp** (+50,4%). Thị trường đang định giá ADS như một nhà sản xuất sợi biên mỏng thuần túy (P/B 0,59x), trong khi khoảng 40% giá trị SoTP của chúng tôi đến từ mảng BĐS – nơi các doanh nghiệp cùng ngành giao dịch ở P/B 1,5–2,3x. Kết quả H1/2026 đi ngang (LNST cty mẹ 38,7 tỷ, -0,6% YoY) do biên gộp dệt chịu áp lực và chi phí bán hàng tăng 171% khi mở bán NOXH, nhưng chúng tôi xem đây là giai đoạn "đầu tư trước – ghi nhận sau".

**Bảng 1: Ma trận động lực tăng trưởng và rủi ro**

| Động lực (Upside) | Rủi ro (Downside) |
|---|---|
| **CCN An Ninh GĐ2 (25 ha) & Ninh An (52 ha)**: hấp thụ 15–19 ha/năm, biên gộp 40–45% | **Đòn bẩy ngắn hạn**: nợ vay 1.145 tỷ (6/2026), ~90% ngắn hạn, chi phí lãi vay 2025 ~62 tỷ (+21%) |
| **NOXH Phú Xuân 582 căn** (546 NOXH + 36 TM-DV): bàn giao 2027–2028, doanh thu ~646 tỷ | **Biên dệt sợi mỏng**: nhạy với giá bông ICE, nhu cầu Trung Quốc; biên gộp Q1/26 chỉ 8,5% |
| **Hiệu ứng dịch chuyển FDI về Hưng Yên – Thái Bình**: cao tốc, cảng Thái Bình, giá thuê rẻ | **Tiến độ GPMB** (An Ninh GĐ2, Vũ Ninh mở rộng 37,5 ha) có thể chậm 1–2 năm |
| **Phục hồi biên khăn bông xuất khẩu Nhật Bản** nhờ xưởng dệt khăn cao cấp ADP mới | **Thanh khoản cổ phiếu thấp** (~0,9 tỷ VND/phiên), sở hữu NN chỉ 0,13% |
| **Lựa chọn tăng trưởng (option)**: KĐT Phố Hiến qua pháp nhân 36% vốn | **Ghi nhận doanh thu BĐS không đều**, gây biến động lớn KQKD theo quý |

**Bảng 2: Lịch sự kiện kích hoạt giá (catalysts) 12–24 tháng**

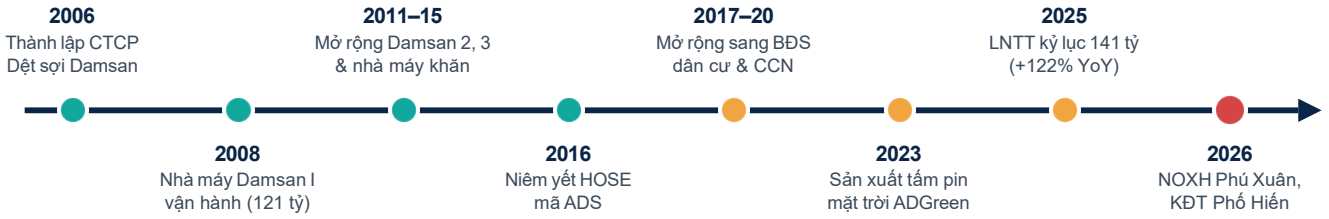
| Thời gian | Sự kiện | Tác động kỳ vọng |
|---|---|---|
| **Q4/2026** | Bàn giao nhà xưởng Đức Dũng, Hung Lung; bàn giao các căn liền kề Phú Xuân/Quang Trung | Doanh thu BĐS Q4 ~200–250 tỷ |
| **Q4/2026–2027** | Ghi nhận hợp đồng cho thuê 15 ha CCN An Ninh (LN ước ~80 tỷ) | +0,8–1,0 nghìn đồng EPS lũy kế |
| **2027** | CCN Ninh An hoàn thành XLNT tập trung, chính thức khai thác 52 ha thương phẩm | Mở rộng quỹ đất cho thuê |
| **2026–2027** | Hoàn tất GPMB An Ninh GĐ2 (25 ha) và Vũ Ninh mở rộng (37,5 ha) | Xác nhận RNAV mảng CCN |
| **2027–2028** | Cất nóc & bàn giao NOXH Phú Xuân (2 tòa 15 tầng) | Doanh thu dân cư 260–290 tỷ/năm |
| **2026–2027** | Kết quả đấu thầu KĐT Phố Hiến (Hưng Yên) qua CTCP Đầu tư Địa ốc Hưng Yên | Option chưa tính vào giá mục tiêu |

# 1. Tổng quan doanh nghiệp

**CTCP Damsan** (tiền thân CTCP Dệt sợi Damsan) được thành lập tháng 05/2006 bởi CTCP Thương mại Đầu tư Thái Bình cùng các thành viên Công ty XNK Thủ công Mỹ nghệ. Nhà máy Damsan I khởi công 06/2006 với vốn đầu tư 121 tỷ đồng, công suất 2.880 tấn sợi OE và 2.220 tấn sợi chải thô (CD)/năm. Sau gần 20 năm, ADS sở hữu 3 nhà máy sợi với tổng công suất **12.000 tấn sợi/năm** và **2.850 tấn khăn/năm**, đồng thời mở rộng sang ba mảng mới: hạ tầng cụm công nghiệp, BĐS dân cư/nhà ở xã hội và sản xuất tấm pin năng lượng mặt trời (ADGreen). Trụ sở tại Lô A4, đường Bùi Viện, KCN Nguyễn Đức Cảnh, phường Trần Hưng Đạo, tỉnh Hưng Yên (Thái Bình cũ, sáp nhập 2025).

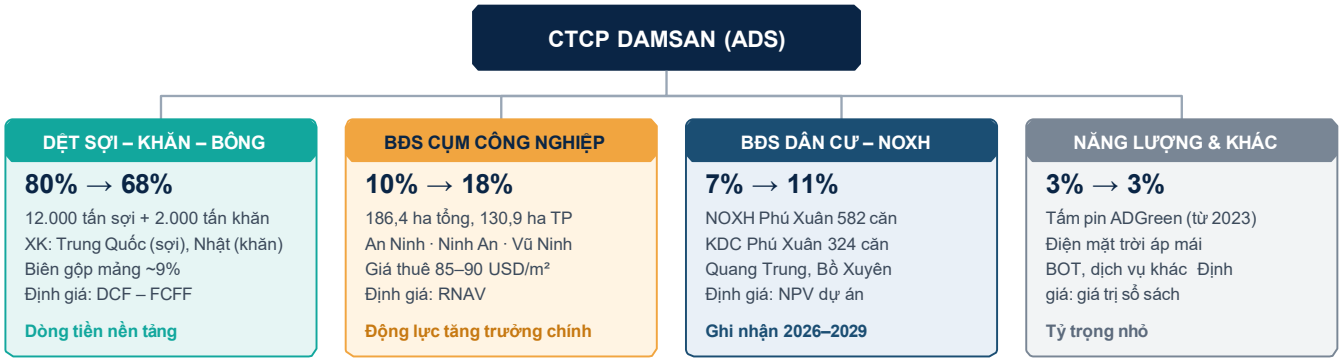
Điểm khác biệt chiến lược của ADS là mô hình **"công nghiệp – hạ tầng tích hợp"**: doanh nghiệp vừa là nhà sản xuất, vừa là chủ đầu tư CCN và thường là khách thuê "mỏ neo" trong chính CCN của mình (ví dụ xưởng dệt khăn cao cấp ADP tại CCN An Ninh). Cách tiếp cận này giúp giảm rủi ro lấp đầy ban đầu và tận dụng quan hệ chính quyền địa phương, tương tự mô hình của Vinatex/TCM (khai thác quỹ đất nhà máy) hay của Texhong tại Quảng Ninh (KCN Hải Hà).

**Hình 1: Các cột mốc phát triển chính của ADS (2006 – 2026)**



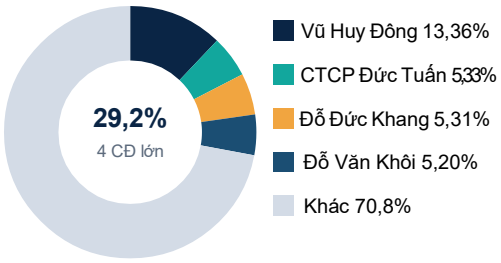

*Nguồn: ADS, VDSC, tổng hợp của nhóm phân tích. Một số mốc thời gian là tương đối.*

**Hình 2: Mô hình kinh doanh 4 trụ cột – tỷ trọng doanh thu 2025A → 2028F**




*Nguồn: ADS, ước tính của nhóm phân tích. Tỷ trọng = doanh thu mảng / doanh thu thuần hợp nhất.*

**Hình 3: Cơ cấu cổ đông (%)**




*Nguồn: ADS, VDSC (06/2026).*

**Bảng 3: Lãnh đạo & đặc điểm quản trị**

| Hạng mục | Nội dung |
|---|---|
| Chủ tịch HĐQT | Ông Vũ Huy Đông – nắm 13,36%, đại diện vốn tại pháp nhân Phố Hiến; vợ Chủ tịch đăng ký mua thêm cổ phiếu (01/2026) |
| Sở hữu tập trung | 4 cổ đông lớn 29,2%; free float 55% – mức trung bình nhóm small-cap |
| Minh bạch thông tin | Bản tin IR hàng tháng (doanh thu, sản lượng, tiến độ dự án) – hiếm có ở doanh nghiệp cùng quy mô |
| Kiểm toán | UHY (2024); BCTC 2025 kiểm toán điều chỉnh LNTT từ 122,6 lên 141 tỷ |
| Kế hoạch 2026 | DT 2.157,6 tỷ, LNTT 145 tỷ, cổ tức 15% – thông qua ĐHĐCĐ 18/04/2026 |

Về quản trị, chúng tôi đánh giá tích cực việc lãnh đạo chủ động cung cấp số liệu hàng tháng, nhưng lưu ý chênh lệch lớn giữa BCTC tự lập và kiểm toán năm 2025 (+18,4 tỷ LNTT) cho thấy ghi nhận doanh thu BĐS có độ trễ và phụ thuộc thời điểm bàn giao – yếu tố cần theo dõi trong định giá.

# 2. Phân tích ngành & so sánh từng lĩnh vực

## 2.1 Dệt sợi – khăn bông: chu kỳ đáy đã qua, biên phục hồi chậm

**Bối cảnh toàn cầu.** Việt Nam là nước xuất khẩu sợi lớn thứ ba thế giới (sau Trung Quốc và Ấn Độ), với kim ngạch dệt may khoảng 44–46 tỷ USD/năm, trong đó sợi chiếm ~4,0–4,5 tỷ USD. Khoảng 55–60% sản lượng sợi xuất khẩu đi Trung Quốc – thị trường mà nhu cầu nhập khẩu biến động mạnh theo chính sách dự trữ bông và tồn kho của các nhà dệt. Giá bông ICE đi ngang quanh 65–70 US cent/lb trong 2025–2026, thấp hơn đáng kể đỉnh 2022 (>150 cent/lb), giúp chi phí nguyên liệu (chiếm ~70–75% giá vốn sợi) ổn định nhưng cũng kéo giá bán sợi xuống. Chênh lệch giá sợi – giá bông (spread) là biến số quyết định biên lợi nhuận và vẫn thấp hơn trung bình 10 năm.

**Thị trường khăn Nhật Bản** – nơi tiêu thụ ~90% khăn của ADS – có yêu cầu kỹ thuật khắt khe (độ thấm hút, độ bền màu, tiêu chuẩn JIS), tạo rào cản gia nhập và giúp nhà cung cấp lâu năm như ADS duy trì đơn hàng ổn định, dù chịu áp lực từ đồng JPY yếu. Chính sách thuế đối ứng của Mỹ tác động gián tiếp: ADS không bán trực tiếp vào Mỹ, nhưng khách hàng Trung Quốc/Việt Nam xuất hàng may mặc sang Mỹ có thể giảm đơn sợi.

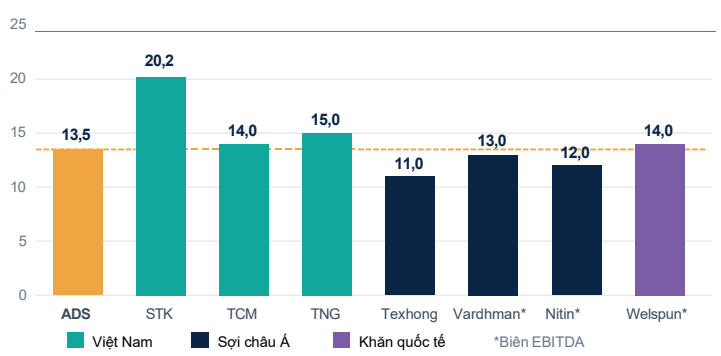
**Vị thế ADS.** Với quy mô 12.000 tấn/năm, ADS là nhà sản xuất sợi cỡ nhỏ – trung bình (STK ~65.000 tấn, Texhong >700.000 tấn toàn cầu). Lợi thế nằm ở danh mục sản phẩm hỗn hợp sợi – khăn – kinh doanh bông giúp tối ưu công suất, và vị trí tại Hưng Yên gần cảng Hải Phòng. Hạn chế: chưa có dòng sợi tái chế/sợi kỹ thuật biên cao như STK (biên gộp sợi tái chế ~32,9%).

**Bảng 4: So sánh hoạt động – doanh nghiệp dệt sợi, khăn trong nước, châu Á và quốc tế**

| Công ty | Quốc gia | Sản phẩm chính | DT 2025 (tr USD) | Biên gộp / EBITDA* | Đặc điểm cạnh tranh |
|---|---|---|---|---|---|
| **ADS** | **Việt Nam** | **Sợi OE/CD, khăn, bông** | **54** | **13,5%** | **Tích hợp CCN; XK Trung Quốc, Nhật** |
| STK – Sợi Thế Kỷ | Việt Nam | Sợi polyester, sợi tái chế | 52 | 20,2% | Sợi tái chế ~50% DT; biên Q2/26 giảm còn 11,3% |
| TCM – Thành Công | Việt Nam | Sợi – dệt – nhuộm – may | ~150 | ~14% | Chuỗi khép kín, khách hàng Hàn Quốc/Mỹ |
| VGT – Vinatex | Việt Nam | Tập đoàn sợi – may | ~740 | ~11% | Quy mô lớn nhất VN; LN 2025 ~1.355 tỷ |
| Texhong Textile | Hồng Kông/TQ | Sợi lõi spandex, vải | ~3.200 | ~11% | Nhà máy lớn tại Quảng Ninh, Nhơn Trạch |
| Vardhman Textiles | Ấn Độ | Sợi bông, vải | ~1.150 | ~13%* | Tự chủ bông nội địa, trợ cấp PLI |
| Nitin Spinners | Ấn Độ | Sợi bông/hỗn hợp | ~390 | ~12%* | Xuất khẩu >50 quốc gia |
| Welspun Living | Ấn Độ | Khăn, đồ gia dụng dệt | ~1.170 | ~14%* | Nhà sản xuất khăn lớn nhất thế giới |
| Trident | Ấn Độ | Khăn, sợi, giấy | ~820 | ~13%* | Tích hợp sợi – khăn, thương hiệu riêng |
| Uchino (tư nhân) | Nhật Bản | Khăn cao cấp Imabari | n.a. | n.a. | Chuẩn chất lượng tham chiếu thị trường Nhật |

*Biên EBITDA. Số liệu ước tính tham chiếu, cập nhật ~9–10/2026, có thể khác biệt so với BCTC chính thức của từng doanh nghiệp.

**Hình 4: Biên gộp/EBITDA 2025 – ADS so với nhóm ngang hàng (%)**




*Nguồn: ADS, BCTC các DN, ước tính của nhóm phân tích.*

### ĐÁNH GIÁ VỊ THẾ ADS – DỆT SỢI

**Điểm mạnh**
- Danh mục sợi – khăn – bông đa dạng
- Khách hàng khăn Nhật lâu năm, rào cản chất lượng cao
- Biên gộp hợp nhất 2025 ngang Vardhman, cao hơn Texhong
- Chi phí nhân công & đất thấp tại Hưng Yên

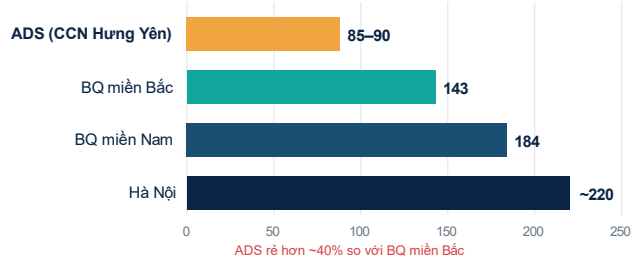
**Điểm yếu**
- Quy mô nhỏ, khó đàm phán giá bông
- Phụ thuộc Trung Quốc ở mảng sợi
- Chưa có sợi tái chế/kỹ thuật biên cao
- Biên gộp mảng dệt riêng chỉ ~9%

## 2.2 BĐS khu/cụm công nghiệp: hưởng lợi "Trung Quốc + 1" với lợi thế giá

Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam duy trì 35–40 tỷ USD/năm; dòng vốn sản xuất dịch chuyển khỏi Trung Quốc ưu tiên miền Bắc nhờ gần chuỗi cung ứng Hoa Nam. Theo dữ liệu tổng hợp H1/2026, giá thuê đất KCN bình quân **miền Bắc đạt 143 USD/m²/chu kỳ (+2,9% YoY)**, miền Nam 184 USD/m² (+1,7%), Hà Nội ~220 USD/m². Khi các KCN tier-1 (Bắc Ninh, Hải Phòng) gần lấp đầy và giá thuê vượt 150–200 USD/m², nhà đầu tư thứ cấp quy mô vừa (dệt, đồ chơi, nhôm, linh kiện) dịch chuyển về các tỉnh tier-2 như Hưng Yên – Thái Bình, được hỗ trợ bởi cao tốc Thái Bình – Hà Nam, đường ven biển và quy hoạch cảng Thái Bình.

ADS định vị ở phân khúc **cụm công nghiệp (CCN)** – quy mô dưới 75 ha, thủ tục do cấp tỉnh phê duyệt nhanh hơn KCN – với giá thuê 85–90 USD/m², thấp hơn ~40% bình quân miền Bắc. Khách thuê đã ghi nhận gồm xưởng dệt khăn cao cấp ADP, nhà xưởng Đức Dũng, nhà máy đồ chơi Hung Lung và Nhôm Tengrong Việt Nam (khánh thành 07/2026). CCN An Ninh đã tiếp cận nhà đầu tư thứ cấp cho 80% diện tích; hợp đồng cho thuê 15 ha được công ty ước tính mang lại ~80 tỷ đồng lợi nhuận.

**Hình 5: Giá thuê đất công nghiệp (USD/m²/chu kỳ, H1/2026)**




*Nguồn: CBRE/Savills, VnEconomy (10/2026), VDSC, ADS.*

**Bảng 5: So sánh hoạt động – BĐS KCN trong nước & châu Á**

| DN | Khu vực | Quỹ đất | Giá thuê (USD/m²) |
|---|---|---|---|
| **ADS** | **Hưng Yên (Thái Bình cũ)** | **130,9 ha TP** | **85–90** |
| KBC | Bắc Ninh, Hải Phòng, Long An | Rất lớn (>1.000 ha) | 130–250 |
| IDC | BR-VT, Long An, Thái Bình | Lớn | 120–190 |
| SZC | BR-VT (Châu Đức) | Lớn | ~120–140 |
| VGC | Bắc Ninh, Thái Bình, Quảng Ninh | Rất lớn | 110–180 |
| WHA Corp | Thái Lan (EEC), Nghệ An | Rất lớn | ~140–170* |
| Amata | Thái Lan, Đồng Nai, Quảng Ninh | Rất lớn | ~120–160* |
| Puradelta (DMAS) | Indonesia (Bekasi) | Lớn | ~180–220* |

*Quy đổi tương đương. Số liệu ước tính tham chiếu ~9–10/2026, có thể khác biệt.

**ĐÁNH GIÁ VỊ THẾ ADS – BĐS CỤM CÔNG NGHIỆP**

**Điểm mạnh**
- Giá thuê thấp nhất nhóm, phù hợp DN FDI vừa và nhỏ
- An Ninh GĐ1 lấp đầy 100% – chứng minh năng lực bán hàng
- Pháp lý CCN cấp tỉnh linh hoạt; tự là khách thuê "mỏ neo"

**Điểm yếu**
- Quy mô nhỏ (130,9 ha) so với peer >1.000 ha
- Hạ tầng logistics kém hơn Bắc Ninh/Hải Phòng
- Phụ thuộc tiến độ GPMB; vốn hóa nhỏ hạn chế huy động

## 2.3 BĐS nhà ở xã hội & đô thị · 2.4 Năng lượng tái tạo – tấm pin

**NOXH** được thúc đẩy bởi Đề án 1 triệu căn NOXH đến 2030, Nghị quyết 201/2025/QH15 về cơ chế đặc thù và gói tín dụng ưu đãi. Lợi nhuận định mức 10–13% hạn chế biên nhưng đổi lại nhu cầu thực rất lớn tại các tỉnh công nghiệp và rủi ro tồn kho thấp. ADS triển khai NOXH Phú Xuân (582 căn, ~500 tỷ vốn đầu tư) gắn với lực lượng công nhân của chính các CCN – mô hình "nhà ở cho công nhân" tương tự Kinh Bắc (KBC) và Viglacera (VGC). **Năng lượng tái tạo**: ngành tấm pin toàn cầu dư cung nghiêm trọng; các "ông lớn" Trung Quốc (LONGi, JA Solar, Trina) lỗ hoặc biên gộp gần 0% trong 2024–2026, trong khi First Solar (Mỹ) hưởng lợi IRA với biên ~40%. ADGreen của ADS là nhà sản xuất quy mô nhỏ, phục vụ điện mặt trời áp mái nội địa (~2–3% doanh thu) – chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách.

### Bảng 6: Định vị ADS trong NOXH/đô thị và năng lượng mặt trời

| DN | Lĩnh vực | Chiến lược / quy mô | Biên LN đặc trưng | So với ADS |
|---|---|---|---|---|
| **ADS** | **NOXH + liền kề tỉnh** | **Phú Xuân 582 căn NOXH; KDC 324 căn; Quang Trung 37 căn** | **10–25%** | **–** |
| VHM (Vinhomes) | Đô thị lớn, NOXH Happy Home | Mục tiêu hàng chục nghìn căn NOXH | 35–45% (thương mại) | Quy mô vượt trội |
| NLG (Nam Long) | Nhà ở vừa túi tiền | EHome, Flora – phía Nam | ~35% | Phân khúc tương đồng |
| HDC (Hodeco) | NOXH – đô thị tỉnh | BR-VT, NOXH công nhân | ~30% | Mô hình tỉnh gần nhất |
| **Năng lượng mặt trời – tấm pin** | | | | |
| LONGi / JA / Trina | Tấm pin (Trung Quốc) | >70 GW/năm mỗi DN | ~0–3% (lỗ ròng) | Áp lực giá toàn cầu |
| First Solar | Tấm pin màng mỏng (Mỹ) | Hưởng lợi IRA, thuế quan | ~40% | Không cạnh tranh trực tiếp |

Số liệu ước tính tham chiếu, cập nhật ~9–10/2026, có thể khác biệt.

**ĐÁNH GIÁ VỊ THẾ ADS – BĐS DÂN CƯ & NĂNG LƯỢNG**

**Điểm mạnh**
- Nhu cầu nhà ở công nhân nội tại từ CCN của chính ADS
- Quỹ đất sạch tại trung tâm tỉnh, vốn đầu tư vừa phải
- Năng lượng xanh hỗ trợ ESG cho khách thuê CCN

**Điểm yếu**
- Biên NOXH bị khống chế 10–13%
- Doanh thu ghi nhận theo bàn giao, biến động theo quý
- Tấm pin quy mô nhỏ, không có lợi thế chi phí vs Trung Quốc

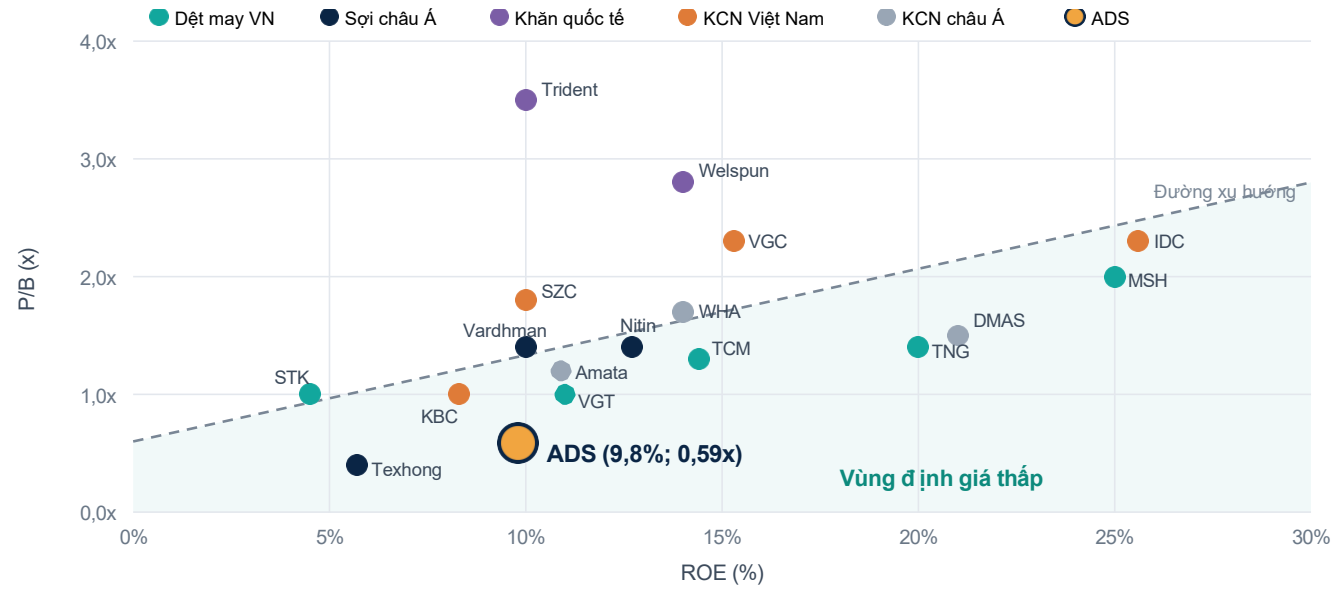
## 2.5 So sánh định giá ngang hàng: ADS rẻ nhất nhóm ở mọi thước đo

**Bảng 7: Bảng so sánh định giá ngang hàng (trailing, ~9–10/2026)**

| Mã | Công ty | Quốc gia | Vốn hóa (tr USD) | P/E (x) | P/B (x) | ROE (%) | Biên gộp/EBITDA (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **ADS** | **CTCP Damsan** | **Việt Nam** | **23** | **6,3** | **0,59** | **9,8** | **13,5** |
| **Dệt may – Việt Nam** | | | | | | | |
| STK | Sợi Thế Kỷ | Việt Nam | ~70 | 22,0 | 1,00 | 4,5 | 20,2 |
| VGT | Vinatex | Việt Nam | ~265 | 9,0 | 1,00 | 11,1 | 11,0 |
| MSH | May Sông Hồng | Việt Nam | ~130 | 8,0 | 2,00 | 25,0 | 19,0 |
| ***Trung vị*** | | | | ***9,0*** | ***1,30*** | ***14,4*** | ***15,0*** |
| **Sợi & khăn – châu Á / quốc tế** | | | | | | | |
| 2678 HK | Texhong Textile | Hồng Kông | ~600 | 7,0 | 0,40 | 5,7 | 11,0 |
| VTL IN | Vardhman Textiles | Ấn Độ | ~1.400 | 14,0 | 1,40 | 10,0 | 13,0* |
| WELSPUNLI | Welspun Living | Ấn Độ | ~1.600 | 20,0 | 2,80 | 14,0 | 14,0* |
| TRID IN | Trident | Ấn Độ | ~1.700 | 35,0 | 3,50 | 10,0 | 13,0* |
| ***Trung vị*** | | | | ***14,0*** | ***1,40*** | ***10,0*** | ***13,0*** |
| **BĐS khu công nghiệp – Việt Nam & châu Á** | | | | | | | |
| KBC | Đô thị Kinh Bắc | Việt Nam | ~1.030 | 12,0 | 1,00 | 8,3 | ~45 |
| SZC | Sonadezi Châu Đức | Việt Nam | ~240 | 18,0 | 1,80 | 10,0 | ~50 |
| WHA TB | WHA Corporation | Thái Lan | ~1.800 | 12,0 | 1,70 | 14,0 | ~45 |
| DMAS IJ | Puradelta Lestari | Indonesia | ~430 | 7,0 | 1,50 | 21,0 | ~60 |
| ***Trung vị*** | | | | ***12,0*** | ***1,70*** | ***14,0*** | ***~45*** |
| **Năng lượng mặt trời – quốc tế** | | | | | | | |
| 601012 CH | LONGi Green Energy | Trung Quốc | ~20.000 | n.m. | 1,80 | âm | ~1 |
| 002459 CH | JA Solar | Trung Quốc | ~6.000 | n.m. | 1,30 | âm | ~0 |
| FSLR US | First Solar | Mỹ | ~20.000 | 14,0 | 2,30 | 17,0 | ~40 |

*Biên EBITDA. n.m.: không có ý nghĩa (lỗ). Số liệu ước tính tham chiếu, cập nhật ~9–10/2026, có thể khác biệt. Nguồn: Bloomberg, Investing, BCTC doanh nghiệp, ước tính của nhóm phân tích.

**Hình 6: P/B so với ROE – ADS nằm sâu trong vùng định giá thấp**



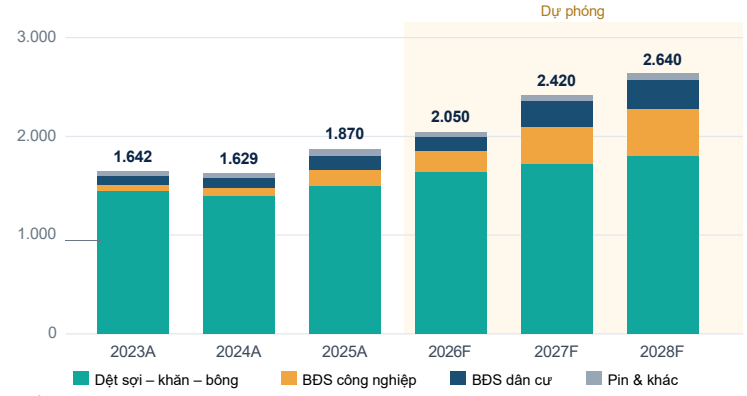

*Nguồn: Bloomberg, Investing, ADS, ước tính của nhóm phân tích. Số liệu tham chiếu ~9–10/2026.*

ADS có ROE tương đương trung vị sợi châu Á (10%) nhưng P/B chỉ bằng ~42% mức trung vị (1,4x). Ở mức ROE 9,8%, đường xu hướng hàm ý P/B hợp lý ~1,3x. Chúng tôi chỉ áp dụng P/B mục tiêu 0,85x để phản ánh chiết khấu quy mô, thanh khoản và đòn bẩy – vẫn để lại biên an toàn đáng kể.

# 3. Phân tích hoạt động kinh doanh

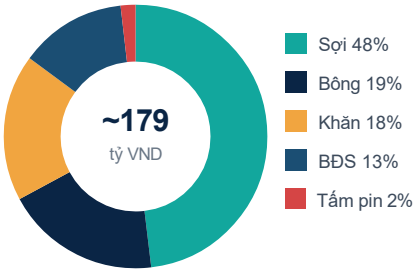
Cơ cấu doanh thu của ADS đang chuyển dịch rõ rệt: mảng dệt sợi – khăn – bông giảm từ ~88% (2023) xuống ~80% (2025) và dự kiến ~68% (2028F), nhường chỗ cho BĐS công nghiệp và dân cư. Riêng Q4/2025, doanh thu BĐS đạt 242 tỷ đồng (gấp 2,5 lần cùng kỳ), chiếm 39% doanh thu quý, trong khi doanh thu hàng hóa – thành phẩm giảm nhẹ 3% xuống 374 tỷ.

**Hình 7: Cơ cấu doanh thu theo mảng 2023A – 2028F (tỷ VND)**




*Nguồn: ADS, ước tính của nhóm phân tích.*

**Hình 8: Cơ cấu doanh thu tháng 8/2026**



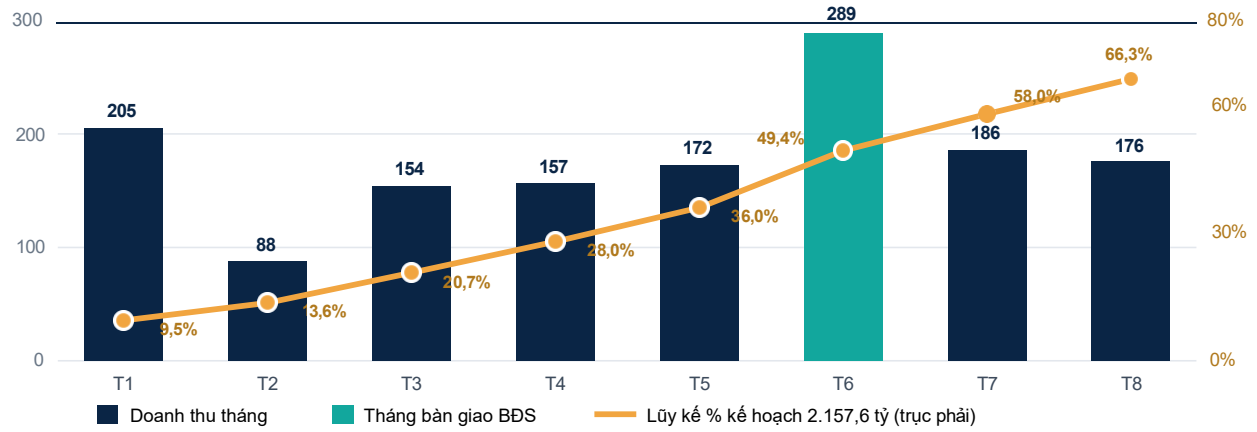

**Cơ cấu thị trường (T8/2026)**

| Xuất khẩu 62% | Nội địa 38% |
|---|---|

Sản lượng T8: sợi ~1.071 tấn · bông ~817 tấn · khăn ~265 tấn

*Nguồn: Bản tin nhà đầu tư ADS tháng 8/2026.*

### Hình 9: Doanh thu hợp nhất theo tháng 2026 (tỷ VND) và tiến độ hoàn thành kế hoạch năm (%)




*Nguồn: Bản tin nhà đầu tư ADS tháng 8/2026; doanh thu tháng suy ra từ số lũy kế. Lũy kế 8T/2026: 1.426,7 tỷ (66,3% KH), tương đương tiến độ thời gian 66,7%.*

### Bảng 8: Danh mục dự án bất động sản – quy mô, tiến độ và đóng góp giá trị

| Dự án | Loại hình | Tổng DT (ha) | Thương phẩm còn lại (ha) | Tiến độ (08/2026) | Ghi nhận | NPV (tỷ) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Bất động sản công nghiệp – cụm công nghiệp (CCN)** | | | | | | |
| **CCN An Ninh** | CCN – cho thuê đất, xưởng | 75,0 | ~18 | GĐ1 49,9 ha lấp đầy 100%; đã tiếp cận NĐT cho 80% DT; GĐ2 25 ha đang GPMB | 2026–2028 | 130 |
| **CCN Ninh An** | CCN – cho thuê đất | 74,0 (+25 MR) | 52 | Thi công trạm XLNT tập trung, đường giao thông, thoát nước | 2027–2031 | 290 |
| **CCN Vũ Ninh (mở rộng)** | CCN – cho thuê đất | 37,5 | 25 | Thu hồi đất, kiểm đếm, niêm yết phương án BT-HT-TĐC tại xã Vũ Quý | 2028–2032 | 140 |
| **Bất động sản dân cư & nhà ở xã hội** | | | | | | |
| **NOXH Phú Xuân** | 546 căn NOXH + 36 căn TM-DV | – | 58.000 m² sàn | Tòa 2 thi công tầng 8, tòa 1 tầng 5; đang mở bán; vốn ĐT ~650 tỷ | Q4/2027–2028 | 60 |
| **KDC Phú Xuân** | 324 liền kề, biệt thự | 10,5 | – | Hoàn thiện các căn còn lại, xây thô các lô đất còn lại | 2025–2028 | 95 |
| **Quang Trung / Bồ Xuyên** | 37 + 41 căn liền kề | 0,51 / 0,37 | – | Bồ Xuyên đã bàn giao; Quang Trung xây thô các lô còn lại | 2025–2027 | 25 |
| **KĐT Phố Hiến** (36%) | Đô thị – qua CTCP Địa ốc Hưng Yên | n.a. | – | Thành lập pháp nhân 04/2026, chuẩn bị đấu thầu | Sau 2028 | 40* |
| **Tổng giá trị mảng BĐS (CCN 560 + dân cư 180 + liên kết 40)** | | | | | | **780** |

*Ghi nhận theo giá trị vốn góp 36 tỷ + phần bù nhỏ; chưa định giá tiềm năng dự án. Nguồn: ADS, VDSC, ước tính của nhóm phân tích.

### Bảng 9: Năng lực sản xuất mảng dệt

| Hạng mục | Công suất | Thị trường chính |
|---|---|---|
| Sợi (OE, CD, CM) – 3 nhà máy | 12.000 tấn/năm | Trung Quốc, nội địa |
| Khăn bông | 2.000 tấn/năm | Nhật Bản (~90%), Hàn, Đài |
| Kinh doanh bông | ~800–1.000 tấn/tháng | Nội địa (nhà dệt) |
| Xưởng dệt khăn cao cấp ADP | Đang hoàn thiện | Nhật Bản |
| Tấm pin mặt trời (ADGreen) | Quy mô nhỏ | Áp mái nội địa |
| Hiệu suất sử dụng sợi 8T/2026 | ~105%* | Bình quân ~1.050 tấn/tháng |

*Tính trên công suất thiết kế 1.000 tấn/tháng; sản lượng thực tế cao hơn nhờ sợi chi số thấp.

### NHẬN ĐỊNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(1) Mảng dệt duy trì sản lượng ổn định 1,8–2,3 nghìn tấn/tháng (gồm cả bông), nhưng biên gộp Q1–Q2/2026 giảm về 8,5–10,2% do spread sợi – bông thu hẹp và đơn hàng Trung Quốc cạnh tranh giá.

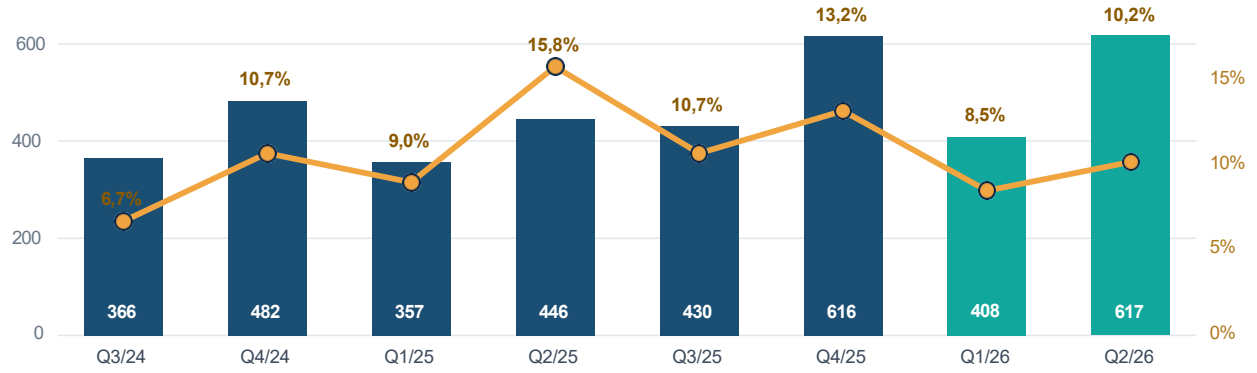
(2) BĐS là biến số quyết định lợi nhuận: chỉ chiếm 13% doanh thu T8/2026 nhưng đóng góp ước ~45% lợi nhuận gộp. Tháng 6/2026 (289 tỷ) phản ánh đợt bàn giao lớn.

(3) Mô hình "nhà máy mỏ neo + CCN + nhà ở công nhân" tạo vòng tròn khép kín, giúp CCN An Ninh lấp đầy GĐ1 nhanh hơn trung bình các CCN tỉnh (thường 5–7 năm).

# 4. Phân tích tài chính

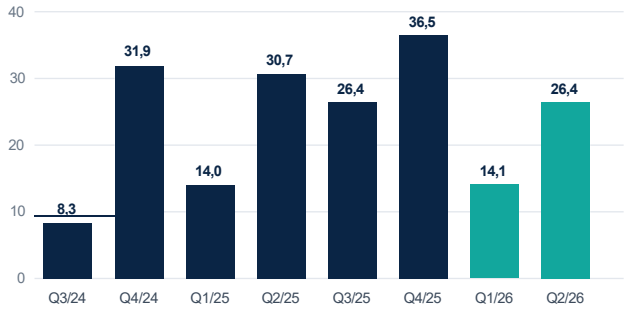
**Năm 2025 – năm bản lề.** Theo BCTC kiểm toán, doanh thu thuần đạt 1.870 tỷ (+14,8%), lợi nhuận gộp gần gấp đôi lên 252,2 tỷ (biên 13,5%, cao nhất lịch sử), LNTT 141 tỷ (+122%) và LNST cổ đông công ty mẹ 96,7 tỷ (EPS 1.266 VND). Chi phí lãi vay tăng 21% lên ~62 tỷ do dư nợ phục vụ đầu tư dự án. **H1/2026**: doanh thu 1.028 tỷ (+28% YoY) nhưng LNST cty mẹ đi ngang (38,7 tỷ, -0,6%) – giá vốn Q2/2026 tăng 48,8% nhanh hơn doanh thu (+39,2%), chi phí bán hàng tăng 171% (hoa hồng, marketing mở bán NOXH Phú Xuân), quản lý tăng 27%. Chất lượng lợi nhuận vì vậy phụ thuộc nhiều vào thời điểm ghi nhận BĐS.

**Hình 10: Doanh thu thuần theo quý (tỷ VND) và biên lợi nhuận gộp (%)**



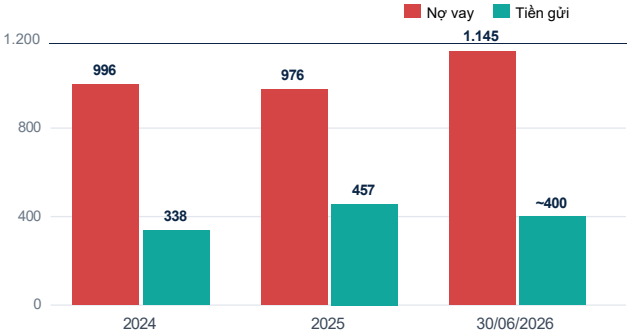

*Nguồn: BCTC quý ADS (24HMoney, Vietstock). Q1–Q2/2026 tô màu teal.*

**Hình 11: LNST theo quý (tỷ VND)**




*Nguồn: BCTC quý ADS (số liệu tự lập, trước kiểm toán).*

**Hình 12: Nợ vay so với tiền gửi ngân hàng (tỷ VND)**




*Nguồn: BCTC ADS; số dư tiền 6/2026 là ước tính.*

**Bảng 10: Phân tích DuPont**

| Chỉ tiêu | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Biên LNST (cty mẹ) | 3,1% | 5,2% | 5,0% | 5,7% | 6,4% |
| Vòng quay tài sản (x) | 0,70 | 0,77 | 0,78 | 0,85 | 0,86 |
| Đòn bẩy TS/VCSH (x) | 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 cải thiện chủ yếu nhờ biên lợi nhuận (BĐS) và vòng quay tài sản, không dựa vào tăng đòn bẩy.

**Bảng 11: Thanh khoản & cơ cấu vốn**

| Chỉ tiêu | 2024A | 2025A | 6/2026 |
|---|---|---|---|
| Nợ vay/VCSH (x) | 1,01 | 0,92 | 1,10 |
| Nợ ròng/VCSH (x) | 0,67 | 0,49 | 0,71 |
| Tỷ trọng vay ngắn hạn | ~88% | ~90% | ~90% |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 1,08 | 1,12 | 1,05 |
| EBIT/Lãi vay (x) | 1,5 | 2,9 | 2,6* |
| Số ngày tồn kho | ~110 | ~98 | ~105 |

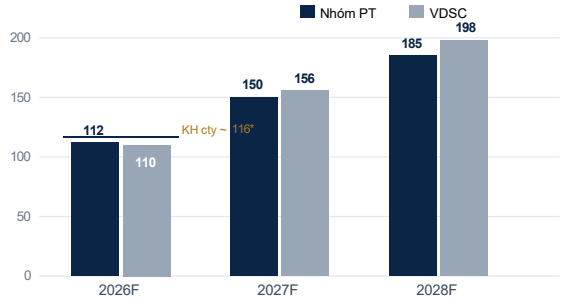
*Ước tính 12 tháng gần nhất. Nguồn: BCTC ADS, ước tính của nhóm phân tích.

**Đánh giá:** Cấu trúc vốn "vay ngắn – đầu tư dài" là điểm yếu lớn nhất. Gần 90% dư nợ là vay ngắn hạn (Agribank Tây Đô 300 tỷ, BIDV Thái Bình 283,5 tỷ, VietinBank Thái Bình 175 tỷ) trong khi tồn kho chủ yếu là chi phí dở dang dự án (76%). Tuy nhiên, rủi ro thanh khoản được giảm thiểu bởi lượng tiền gửi lớn (~18% tổng tài sản) và quan hệ tín dụng lâu năm với ngân hàng quốc doanh. So với STK (nợ vay 1.970 tỷ, D/E ~1,0x) hay TCM (~0,8x), đòn bẩy ADS ở mức tương đương ngành; còn so với KCN niêm yết (IDC, SZC dùng tiền thuê trả trước), ADS kém linh hoạt hơn.

# 5. Giả định & dự phóng

| Giả định | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| Sản lượng sợi (tấn) | ~12.100 | 12.600 | 12.800 | 13.000 |
| Giá bán sợi BQ (USD/kg) | 2,45 | 2,40 | 2,48 | 2,52 |
| Giá bông ICE (US cent/lb) | ~67 | 66 | 70 | 72 |
| Biên gộp mảng dệt | ~9,5% | 8,8% | 9,5% | 10,0% |
| Tỷ giá USD/VND (BQ) | 25.900 | 26.300 | 26.700 | 27.000 |
| Giá thuê CCN (USD/m²) | ~85 | 88 | 90 | 93 |
| DT đất CCN bàn giao (ha) | ~8 | 9 | 16 | 20 |
| Biên gộp CCN | ~45% | 42% | 43% | 43% |
| Căn NOXH bàn giao | 0 | 0 | 200 | 300 |
| Lãi suất vay BQ | 6,8% | 7,2% | 7,3% | 7,0% |

**Hình 13: LNST dự phóng – nhóm phân tích vs VDSC (tỷ)**




**LNTT kế hoạch 145 tỷ × (1 – 20%). Nguồn: ADS, VDSC (T6/2026).*

### SO VỚI KẾ HOẠCH & ĐỒNG THUẬN

Doanh thu 2026F 2.050 tỷ = 95% kế hoạch (2.157,6 tỷ), cao hơn VDSC (1.959 tỷ) do lũy kế 8T đã đạt 1.427 tỷ. LNTT 2026F 140 tỷ = 97% kế hoạch: biên dệt H1 thấp hơn kỳ vọng, nhưng Q4 thường là mùa bàn giao BĐS. Chúng tôi thận trọng hơn VDSC cho 2027–2028F do giả định GPMB Vũ Ninh/An Ninh GĐ2 chậm 6–12 tháng.

**Bảng 13: Kết quả kinh doanh dự phóng theo mảng (tỷ VND)**

| Chỉ tiêu | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F | CAGR 25–28F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| DT dệt sợi – khăn – bông | 1.400 | 1.495 | 1.640 | 1.720 | 1.800 | 6,4% |
| DT BĐS công nghiệp | 80 | 160 | 210 | 380 | 480 | 44,2% |
| DT BĐS dân cư | 105 | 150 | 150 | 260 | 290 | 24,6% |
| DT tấm pin & khác | 44 | 65 | 50 | 60 | 70 | 2,5% |
| **Doanh thu thuần** | **1.629** | **1.870** | **2.050** | **2.420** | **2.640** | **12,2%** |
| Lợi nhuận gộp | 133,6 | 252,2 | 270 | 340 | 390 | 15,6% |
| *trong đó: BĐS (%LN gộp)* | *~35%* | *~42%* | *45%* | *55%* | *58%* | – |
| LNTT | 63,5 | 141,0 | 140 | 188 | 232 | 18,1% |
| **LNST cổ đông công ty mẹ** | **51,0** | **96,7** | **102** | **137** | **170** | **20,7%** |

Nguồn: ADS, ước tính của nhóm phân tích.

# 6. Định giá & khuyến nghị

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng 11.700 VND/cp** (+50,4%), khuyến nghị **MUA**. Phương pháp chính là **Tổng các thành phần (SoTP – 60%)**: DCF-FCFF cho mảng dệt, RNAV cho CCN và BĐS dân cư, giá trị sổ sách cho năng lượng & liên kết; kết hợp **P/E mục tiêu 8,5x (20%)** và **P/B mục tiêu 0,85x (20%)** để phản ánh góc nhìn thị trường. Giá mục tiêu thấp hơn VDSC (14.800) do chúng tôi chiết khấu tiến độ GPMB và rủi ro đòn bẩy ngắn hạn.

### Bảng 14: Định giá tổng các thành phần (SoTP)

| Cấu phần | Phương pháp | Giá trị (tỷ) | VND/cp | % |
|---|---|---|---|---|
| Dệt sợi – khăn – bông | DCF-FCFF, WACC 11,4%, g 2% | 820 | 10.734 | 48,5% |
| CCN An Ninh, Ninh An, Vũ Ninh | RNAV, 95 ha, 88 USD/m², r 13% | 560 | 7.330 | 33,1% |
| BĐS dân cư (Phú Xuân, Quang Trung) | NPV dòng tiền dự án | 180 | 2.356 | 10,7% |
| Năng lượng tái tạo & khác | Giá trị sổ sách | 90 | 1.178 | 5,3% |
| Liên kết – Địa ốc Hưng Yên (36%) | Giá trị sổ sách | 40 | 524 | 2,4% |
| **Tổng giá trị doanh nghiệp (EV)** | | **1.690** | **22.122** | **100%** |
| (–) Nợ ròng (vay 1.145 – tiền 420, 30/06/2026) | | -725 | -9.490 | |
| (–) Lợi ích cổ đông không kiểm soát | | -60 | -785 | |
| **Giá trị vốn chủ sở hữu** | | **905** | **11.846** | |

SLCP lưu hành 76,39 triệu. Nguồn: ước tính của nhóm phân tích.

### Bảng 15: Chi phí vốn (WACC)

| Thông số | Giá trị |
|---|---|
| Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm) | 4,2% |
| Phần bù rủi ro thị trường (ERP) | 8,5% |
| Beta điều chỉnh (Blume, ngành) | 0,90 |
| Phần bù quy mô & thanh khoản | 2,0% |
| **Chi phí VCSH (Ke)** | **13,9%** |
| Chi phí nợ trước thuế / sau thuế | 8,0% / 6,4% |
| Tỷ trọng nợ mục tiêu D/(D+E) | 34% |
| **WACC** | **11,4%** |

### Bảng 16: Tông hợp phương pháp

| Phương pháp | Giá trị | Trọng số |
|---|---|---|
| SoTP | 11.846 | 60% |
| P/E 8,5x × EPS 26F 1.335 | 11.348 | 20% |
| P/B 0,85x × BVPS 26F 13.900 | 11.815 | 20% |
| **Bình quân gia quyền** | **11.743** | **100%** |
| **Giá mục tiêu (làm tròn)** | **11.700** | **+50,4%** |

### Bảng 17: DCF-FCFF mảng dệt sợi – khăn – bông (tỷ VND)

| Chỉ tiêu | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | Giá trị cuối kỳ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT mảng dệt | 95,0 | 105,0 | 112,0 | 118,0 | 122,0 | |
| (–) Thuế TNDN 20% | -19,0 | -21,0 | -22,4 | -23,6 | -24,4 | |
| (+) Khấu hao | 40,0 | 42,0 | 44,0 | 45,0 | 46,0 | |
| (–) Capex | -55,0 | -50,0 | -48,0 | -46,0 | -46,0 | |
| (–) Thay đổi vốn lưu động | -15,0 | -10,0 | -10,0 | -8,0 | -8,0 | |
| **FCFF** | **46,0** | **66,0** | **75,6** | **85,4** | **89,6** | **972 (g = 2%)** |
| Hệ số chiết khấu (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 mảng dệt = PV FCFF 256,8 + PV giá trị cuối kỳ 566,7 (TV chiếm 69%)** | | | | | | **≈ 820** |

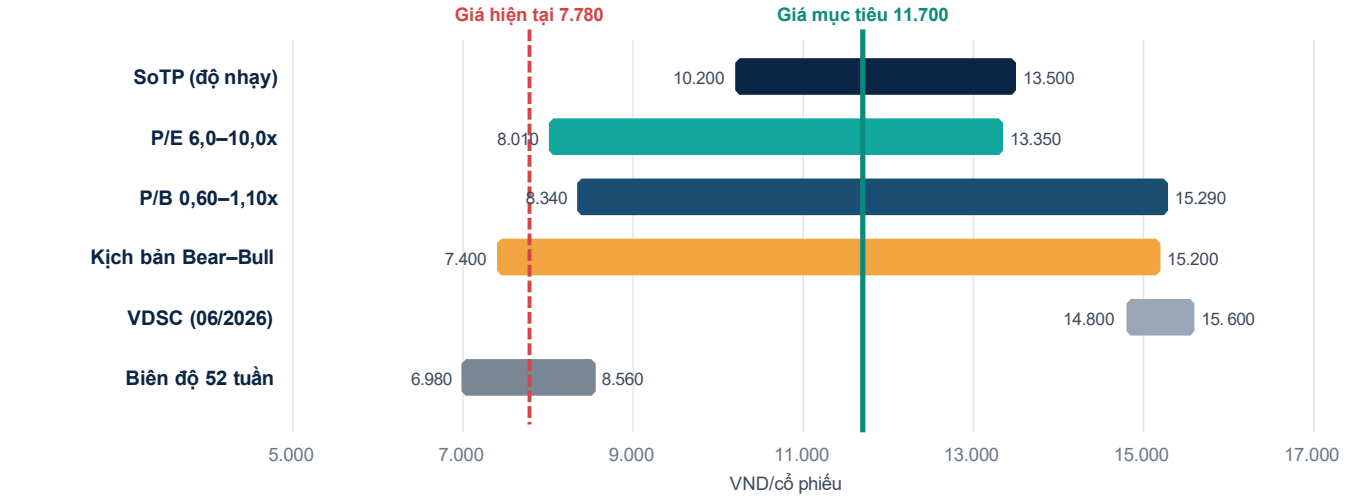
### Bảng 18: Độ nhạy giá trị SoTP/cp – WACC × g

| 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 |

### Bảng 19: Độ nhạy – giá thuê CCN × tốc độ hấp thụ

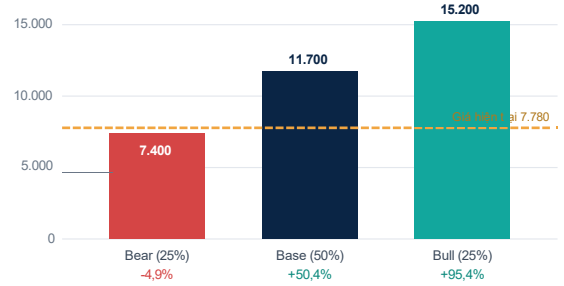
| USD/m² \ ha/năm | 10 | 15 | 20 | 25 |
|---|---|---|---|---|
| 75 | 8.120 | 8.760 | 9.100 | 9.310 |
| 80 | 9.150 | 9.950 | 10.420 | 10.710 |
| 88 | 10.750 | **11.850** | 12.440 | 12.800 |
| 95 | 12.230 | 13.510 | 14.200 | 14.620 |
| 105 | 14.360 | 15.890 | 16.760 | 17.300 |

### Hình 14: Biểu đồ "football field" – khoảng giá trị theo từng phương pháp (VND/cp)



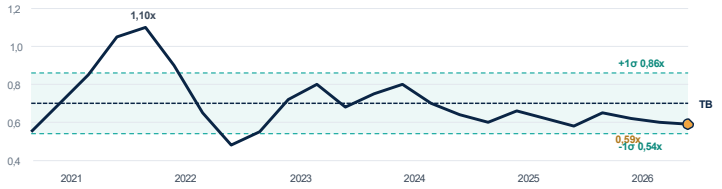

*Nguồn: ước tính của nhóm phân tích, VDSC, HOSE.*

### Hình 15: Kịch bản định giá (VND/cp)




*Giá trị kỳ vọng theo xác suất: ~11.500 VND/cp.*

### Hình 16: Lịch sử P/B của ADS 2021 – 2026 (x)




*Nguồn: HOSE, BCTC ADS, tính toán của nhóm phân tích (dữ liệu quý, ước tính).*

### Bảng 20: Giả định các kịch bản định giá

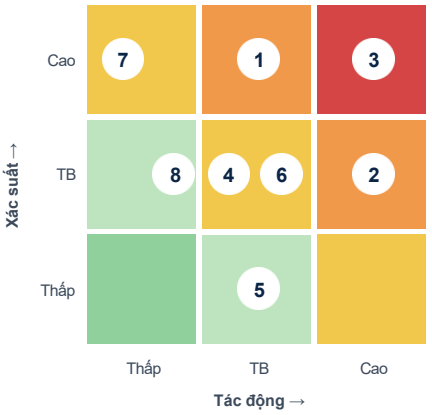
| Kịch bản | Mảng dệt | BĐS công nghiệp | BĐS dân cư & tài chính | Giá trị (VND/cp) |
|---|---|---|---|---|
| **Bull** | Biên gộp 13%, nhu cầu TQ phục hồi | Giá thuê 100 USD/m², GPMB đúng hạn, 20–25 ha/năm | NOXH bán hết 2027, Phố Hiến trúng thầu | 15.200 |
| **Base** | Biên gộp 8,8–10% | 88–93 USD/m², 9–20 ha/năm | NOXH bàn giao 2027–2028 | 11.700 |
| **Bear** | Biên gộp 7%, mất đơn TQ | Ninh An & Vũ Ninh chậm 2 năm, giá 80 USD/m² | Lãi suất +200 bps, tồn kho NOXH | 7.400 |

# 7. Rủi ro đầu tư

### Bảng 21: Ma trận rủi ro

| # | Rủi ro | XS | TĐ | Mô tả & biện pháp giảm thiểu |
|---|---|---|---|---|
| 1 | **Biên sợi mỏng, giá bông** | Cao | TB | Spread sợi–bông thu hẹp (biên Q1/26 8,5%). ADS kết hợp kinh doanh bông, khăn biên cao hơn. |
| 2 | **Nợ vay ngắn hạn, lãi suất** | TB | Cao | ~90% nợ ngắn hạn; +100 bps lãi suất làm giảm ~9% LNTT. Tiền gửi 18% TTS là đệm thanh khoản. |
| 3 | **Tiến độ GPMB CCN** | Cao | Cao | An Ninh GĐ2, Vũ Ninh đang kiểm đếm; chậm 1 năm giảm ~600 VND/cp giá trị. |
| 4 | **Phụ thuộc TQ / Nhật Bản** | TB | TB | Sợi phụ thuộc Trung Quốc; khăn ~90% Nhật Bản (JPY yếu ảnh hưởng giá). |
| 5 | **Tỷ giá** | Thấp | TB | 62% doanh thu XK là phòng hộ tự nhiên; nợ vay chủ yếu VND. |
| 6 | **Pháp lý BĐS, ghi nhận không đều** | TB | TB | Doanh thu BĐS theo bàn giao gây biến động quý; NOXH có trần lợi nhuận 10–13%. |
| 7 | **Thanh khoản cổ phiếu** | Cao | Thấp | KLGD ~0,1 triệu cp/ngày, NN sở hữu 0,13% – hạn chế dòng vốn tổ chức. |
| 8 | **Quản trị vốn lưu động** | TB | TB | Chênh lệch BCTC tự lập – kiểm toán 2025; tồn kho dở dang lớn. |

### Hình 17: Bản đồ nhiệt rủi ro




*Số trong ô tương ứng # ở Bảng 21.*

# 8. ESG & Quản trị doanh nghiệp

### Bảng 22: Chấm điểm ESG (thang 1–5) và so sánh

| Trụ cột | Đánh giá ADS | ADS | STK | TCM | Welspun |
|---|---|---|---|---|---|
| **Môi trường (E)** | Sản xuất tấm pin, chương trình năng lượng xanh; CCN có XLNT tập trung. Chưa có sợi tái chế, chưa công bố phát thải. | 3,0 | 4,0 | 3,5 | 4,5 |
| **Xã hội (S)** | Hàng nghìn lao động địa phương; NOXH cho công nhân; an toàn sản xuất được báo cáo hàng tháng. | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 4,0 |
| **Quản trị (G)** | Điểm cộng: bản tin IR hàng tháng, kế hoạch rõ ràng. Điểm trừ: chênh lệch số liệu trước/sau kiểm toán, sở hữu cổ đông nội bộ tập trung. | 3,0 | 4,0 | 3,5 | 4,0 |
| **Tổng hợp** | **Trung bình – có dư địa cải thiện qua báo cáo phát triển bền vững theo GRI** | **3,2** | **3,8** | **3,5** | **4,2** |

Đánh giá định tính của nhóm phân tích dựa trên thông tin công bố; không phải xếp hạng ESG chính thức.

# Phụ lục: Báo cáo tài chính tóm tắt

### Kết quả kinh doanh (tỷ VND)

| Chỉ tiêu | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 1.629 | 1.870 | 2.050 | 2.420 | 2.640 |
| Giá vốn | -1.495 | -1.618 | -1.780 | -2.080 | -2.250 |
| **Lợi nhuận gộp** | **133,6** | **252,2** | **270** | **340** | **390** |
| Chi phí bán hàng | -12 | -14 | -25 | -32 | -35 |
| Chi phí QLDN | -45 | -61 | -55 | -63 | -70 |
| EBIT | 76,6 | 177,2 | 190 | 245 | 285 |
| Lãi/lỗ tài chính thuần | -15,0 | -36,2 | -55 | -60 | -55 |
| Lợi nhuận khác | 1,9 | 0,0 | 5 | 3 | 2 |
| **LNTT** | **63,5** | **141,0** | **140** | **188** | **232** |
| Thuế TNDN | -8,4 | -34,7 | -28 | -38 | -47 |
| LNST | 55,1 | 106,3 | 112 | 150 | 185 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | 4,1 | 9,6 | 10 | 13 | 15 |
| **LNST cty mẹ** | **51,0** | **96,7** | **102** | **137** | **170** |
| EBITDA | 158 | 245 | 260 | 315 | 355 |

### Lưu chuyển tiền tệ tóm tắt (tỷ VND)

| Chỉ tiêu | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| CF hoạt động KD | 85 | 210 | 60 | 260 | 300 |
| CF đầu tư (capex, dự án) | -90 | -110 | -160 | -150 | -120 |
| CF tài chính | 20 | -10 | 50 | -80 | -110 |
| **Thay đổi tiền thuần** | **15** | **90** | **-50** | **30** | **70** |
| FCF (CFO – capex) | -5 | 100 | -100 | 110 | 180 |

### Bảng cân đối kế toán tóm tắt (tỷ VND)

| Chỉ tiêu | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Tiền & tiền gửi | 380 | 470 | 420 | 450 | 520 |
| Phải thu | 300 | 330 | 380 | 420 | 450 |
| Hàng tồn kho | 457 | 398 | 520 | 480 | 450 |
| TSCĐ ròng | 520 | 500 | 560 | 580 | 590 |
| Hạ tầng CCN, XDCB dở dang & khác | 693 | 802 | 870 | 1.020 | 1.140 |
| **Tổng tài sản** | **2.350** | **2.500** | **2.750** | **2.950** | **3.150** |
| Vay ngắn hạn & dài hạn | 996 | 976 | 1.150 | 1.150 | 1.100 |
| Nợ phải trả khác | 368 | 462 | 468 | 564 | 676 |
| VCSH cổ đông cty mẹ | 936 | 1.002 | 1.062 | 1.153 | 1.276 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | 50 | 60 | 70 | 83 | 98 |
| **Tổng nguồn vốn** | **2.350** | **2.500** | **2.750** | **2.950** | **3.150** |

### Chỉ số tài chính chính

| Chỉ số | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| Tăng trưởng DT | -0,8% | 14,8% | 9,6% | 18,0% | 9,1% |
| Tăng trưởng EPS | – | 89,6% | 5,5% | 34,3% | 24,1% |
| Biên gộp | 8,2% | 13,5% | 13,2% | 14,0% | 14,8% |
| Biên EBITDA | 9,7% | 13,1% | 12,7% | 13,0% | 13,4% |
| Biên LNST cty mẹ | 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% |
| Nợ vay / VCSH (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 |

Định giá tại giá 7.780 VND. Số liệu 2024A–2025A theo BCTC kiểm toán, một số khoản mục được phân loại lại/làm tròn bởi nhóm phân tích.

# Hệ thống khuyến nghị & Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

| Khuyến nghị | Tổng lợi suất kỳ vọng 12T |
|---|---|
| **MUA** | **> +15%** |
| KHẢ QUAN | +5% đến +15% |
| TRUNG LẬP | -5% đến +5% |
| KÉM KHẢ QUAN | -15% đến -5% |
| BÁN | < -15% |

**Nguồn dữ liệu:** BCTC hợp nhất kiểm toán 2025 và BCTC Q2/2026 của CTCP Damsan; Bản tin nhà đầu tư tháng 8/2026; Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên 18/04/2026; Báo cáo phân tích lần đầu ADS của VDSC (06/2026); 24HMoney, Vietstock, CafeF; CBRE/Savills; Bloomberg/Investing cho số liệu doanh nghiệp quốc tế.

**Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm:** Báo cáo này được lập chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo, không phải là lời chào mua, chào bán hay khuyến khích giao dịch bất kỳ chứng khoán nào. Các thông tin, số liệu được thu thập từ những nguồn được cho là đáng tin cậy nhưng nhóm phân tích không đảm bảo tính chính xác. Dữ liệu tính toán cập nhật đến khoảng tháng 9–10/2026 và có thể khác biệt với dữ liệu chính thức. Các dự phóng, giá mục tiêu phản ánh quan điểm của nhóm phân tích tại ngày phát hành và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Nhà đầu tư cần tự đánh giá mức độ phù hợp với mục tiêu, khẩu vị rủi ro và tình hình tài chính của mình, đồng thời tham khảo ý kiến chuyên gia tư vấn độc lập trước khi ra quyết định. Kết quả quá khứ không đảm bảo cho kết quả tương lai. Nhóm phân tích và những người liên quan không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hay gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này. Tại ngày phát hành, chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu ADS. Báo cáo không được sao chép, phân phối lại một phần hay toàn bộ khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản.

# Vietnam Holdings Inc

Giving Trusts - Creating Values

## KHỐI NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH

Equity Research · Macro & Strategy · Sector Research

### PHẠM VI NGHIÊN CỨU

- Báo cáo phân tích doanh nghiệp
- Báo cáo cập nhật kết quả kinh doanh
- Báo cáo ngành & chiến lược đầu tư
- Kinh tế vĩ mô & thị trường
- Định giá & tư vấn đầu tư
- Dữ liệu & so sánh khu vực

### THÔNG TIN QUAN TRỌNG

Báo cáo này do Khối Nghiên cứu & Phân tích của Vietnam Holdings Inc phát hành, chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo và không cấu thành lời chào mua, chào bán hay khuyến nghị giao dịch bắt buộc đối với bất kỳ chứng khoán nào. Thông tin được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy nhưng không được đảm bảo tuyệt đối về tính chính xác hay đầy đủ. Các quan điểm, dự phóng và giá mục tiêu có thể thay đổi mà không cần báo trước. Nghiêm cấm sao chép, phân phối lại một phần hoặc toàn bộ báo cáo khi chưa có sự chấp thuận bằng văn bản của Vietnam Holdings Inc.



© 2026 Vietnam Holdings Inc. Bảo lưu mọi quyền.