

## CÔNG TY CỔ PHẦN DAMSAN (HSX: ADS)

### Hà Huy Thắng

Chuyên viên phân tích

Email: thanghh@fpts.com.vn

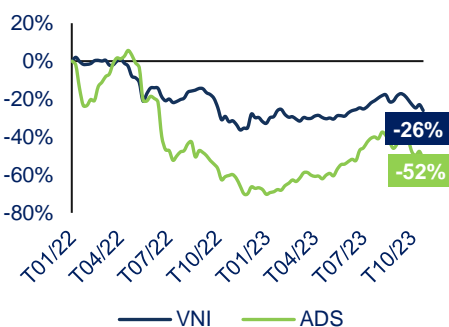
Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

### Nguyễn Ngọc Đức

Trưởng nhóm Phân tích Cơ bản

### Biến động giá VNINDEX và ADS



### Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (VND/cp)	13.300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	17.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	7.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	66,0
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	66,0
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	471.676
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,3%
Vốn hóa (tỷ VND)	782
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	981
P/E Trailing 12 tháng	13,6x

### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Damsan
Địa chỉ	Tp Thái Bình
Kinh doanh chính	Dệt may & Bất động sản
Chi phí chính	Nguyên liệu
Rủi ro chính	Biến động giá bông

### Cơ cấu cổ đông (01/12/2023) Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và Ban lãnh đạo	36%
Cổ đông khác	64%

Giá thị trường	13.300	
Giá mục tiêu	15.600	<b>MUA</b>
Chênh lệch	+17,2%	

## DỆT MAY HỒI PHỤC, THÊM ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Tổng giá trị các thành phần để xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu ADS ở **15.600 VND/cp**, cao hơn **17,2%** so với giá đóng cửa ngày 05/12/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu ADS. Các luận điểm chính như sau:

- **Bất động sản công nghiệp là động lực tăng trưởng chính cho ADS trong ngắn hạn** nhờ khai thác Cụm công nghiệp (CCN) An Ninh và CCN Ninh An (mỗi dự án 75 ha) với triển vọng tích cực nhờ vị trí thuận lợi và nhu cầu trong khu vực tăng nhanh. Chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đạt doanh thu 261 tỷ (-01% YoY) trong 2023 (trong đó dự phóng 210 tỷ sẽ ghi nhận trong Q4/2023) và 387 tỷ (+48% YoY) trong 2024.
- **Mảng dệt may hồi phục trong 2023 và 2024**, lần lượt đạt doanh thu 1.440 tỷ (+12,5% YoY) và 1.546 tỷ (+7,3% YoY), chủ yếu nhờ nhu cầu thị trường hồi phục. Biên lợi nhuận gộp giai đoạn này trung bình ~8,0% (+7,8 dpt so với 2022) nhờ giá bông giảm và cải thiện chi phí nhờ nhà máy An Ninh. Trong dài hạn, dự phóng doanh thu tăng trưởng ổn định ở 3,1%/năm đến 2034 (đạt ~2.110 tỷ đồng) – phản ánh cầu tiêu dùng dệt may thế giới tăng trưởng bằng trung bình quá khứ ở 2,9%/năm.
- **Bắt đầu hưởng lợi từ các dự án đầu tư trong 2024 – 2025**, lần lượt từ mảng lắp ráp pin mặt trời và mảng BOT (tỷ lệ sở hữu hiện tại là 33% và 45%).

### RỦI RO

- **Biến động giá bông** (~75% chi phí sản xuất dệt may): ADS có khả năng chuyển giá thấp do thị trường đầu ra tăng trưởng chậm và cạnh tranh cao, dẫn tới giá sợi và khăn tăng chậm hơn giá bông.
- **Nhu cầu nhập khẩu có thể tăng trưởng thấp trong 2024**, hạn chế bởi kinh tế các thị trường tiêu thụ dự phóng tăng trưởng chậm.
- **Rủi ro tiến độ CCN Ninh An**: ADS có kế hoạch hoàn thành và ghi nhận doanh thu trong năm 2024, tuy nhiên kế hoạch này khá tham vọng khi so sánh với CCN An Ninh với diện tích tương tự nhưng mất tới ~2 năm từ khi đầu tư đến lúc có doanh thu.

## A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Tổng quan

#### 1.1. Lịch sử hình thành



CTCP Damsan hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực dệt may và bất động sản. Quá trình phát triển như sau:

**2006 – 2013:** Hoạt động kinh doanh chính của ADS là dệt may, bao gồm kinh doanh bông, sợi và khăn.

**2014 – 2023:** ADS mở rộng thêm mảng kinh doanh bất động sản, đến 2022 doanh thu bất động sản chiếm ~16% tổng doanh thu.

2014: ADS bắt đầu xây dựng bất động sản dân cư tại Thái Bình. Từ 2014 – 2023, ADS đã đầu tư và đưa vào sử dụng tổng cộng 5 dự án bất động sản ở phân khúc này.

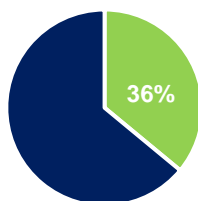
2019: Tham gia vào bất động sản công nghiệp với dự án Cụm công nghiệp (CCN) An Ninh.

Ngoài ra, ADS còn đầu tư vào lĩnh vực xây dựng hạ tầng (năm 2019) và sản xuất pin mặt trời (năm 2022) tuy nhiên tới nay chưa ghi nhận doanh thu.

#### 1.2. Cơ cấu cổ đông

##### Biểu đồ 1: Chủ tịch và Ban lãnh đạo là nhóm cổ đông lớn nhất

Cơ cấu cổ đông của ADS



■ Chủ tịch và Ban lãnh đạo

■ Cổ đông khác

Nhóm cổ đông lớn nhất là các thành viên Ban lãnh đạo – sở hữu khoảng 36% ADS, trong đó, Chủ tịch Vũ Huy Đông (điều hành ADS từ năm 2006) nắm giữ nhiều nhất với 18,3% cổ phần.

Nguồn: ADS. \*Cập nhật 01/12/2023

#### 1.3. Công ty con và công ty liên kết

ADS hiện có 05 đơn vị thành viên, trong đó doanh nghiệp được ADS đầu tư nhiều nhất là CTCP Đầu tư Thái Bình – Cầu Ngìn (~182 tỷ đồng), được góp vốn thành lập vào năm 2020 để thực hiện dự án đầu tư tuyến đường bộ Thái Bình – Cầu Ngìn.

	Tên công ty	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề
<b>Công ty con</b>	CTCP Sợi Eiffel	300	85%	Sản xuất sợi
	CTCP Đầu tư An Ninh Thái Bình	100	48%	Sản xuất sợi
<b>Công ty liên kết</b>	CTCP Đầu tư Thái Bình Cầu Ngìn	405	45%	Xây dựng cầu đường
	CTCP Tập đoàn Năng lượng xanh AD	120	33%	Sản xuất pin mặt trời
	CTCP Viện Nghiên cứu Dệt may	105	30%	Nghiên cứu sợi

Nguồn: ADS

## 2. Hoạt động kinh doanh

### 2.1. Xu hướng kết quả kinh doanh

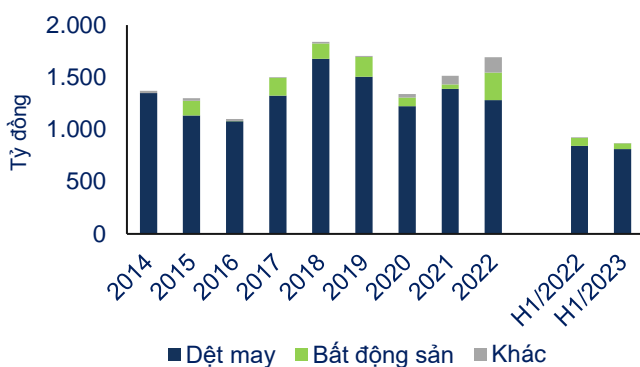
Trong giai đoạn 2014 – 2022, doanh thu của ADS hầu như không có tăng trưởng (trung bình ở mức ~1.500 tỷ) nhưng biến động đáng kể theo nhu cầu thị trường ngành dệt may (năm 2022 đạt ~1.693 tỷ đồng, hồi phục 11,8% YoY nhờ thị trường tích cực hơn).

Về cơ cấu, dệt may đóng góp trung bình 90% doanh thu và 70% lợi nhuận gộp; còn lại tới từ bất động sản (~10% doanh thu và ~30% lợi nhuận gộp) với biên lợi nhuận gộp trung bình ~25% (cao hơn khoảng 16 đpt so với dệt may).

Tới H1/2023, doanh thu ADS đạt ~871 tỷ (-5,8% YoY), trong đó 93% đến từ dệt may và 07% từ bất động sản. Lợi nhuận gộp đạt 77,9 tỷ đồng (+51% YoY), lần lượt 88% và 11% từ 02 lĩnh vực trên. Doanh thu giảm nhẹ do chưa ghi nhận thêm doanh thu bất động sản, tuy nhiên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ giá nguyên liệu dệt may hạ nhiệt.

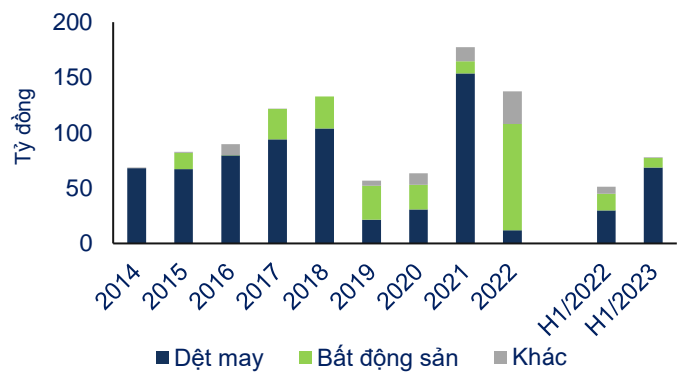
#### Biểu đồ 2: Doanh thu và lợi nhuận gộp ADS biến động theo lĩnh vực dệt may

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: ADS

Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: ADS

### 2.2. Các lĩnh vực kinh doanh chính

Từ kết quả trên, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của ADS hiện nay gồm 02 lĩnh vực cốt lõi: **dệt may, và bất động sản** với tổng tỷ trọng lợi nhuận gộp trung bình là 92% (8% còn lại từ khoản lợi nhuận khác). Ngoài ra, trong năm 2021 và 2022, doanh nghiệp mở rộng thêm mảng đầu tư BOT và lắp ráp pin mặt trời bằng hình thức góp vốn đầu tư vào các công ty liên kết nhưng dự kiến tới 2024 – 2025 mới bắt đầu ghi nhận doanh thu.

**(1) Dệt may:** Chủ yếu gồm sợi (62% doanh thu) và khăn (~28%). Sản xuất sợi là mảng kinh doanh truyền thống của ADS với 17 năm kinh nghiệm, tới nay công suất đạt ~14.000 tấn/năm, đứng thứ 05 trong số 10 doanh nghiệp niêm yết sản xuất sợi lớn nhất Việt Nam.

**(2) Bất động sản** công nghiệp và dân cư:

**Bất động sản công nghiệp:** ADS tập trung kinh doanh phân khúc Cụm công nghiệp (CCN). Từ 2019 – 2022, ADS xây dựng và cho thuê CCN An Ninh (75ha) có tổng vốn đầu tư ~320 tỷ đồng. Trong năm 2023, ADS tiếp tục khởi công dự án thứ hai là CCN Ninh An với diện tích ~75 ha, vốn đầu tư ~680 tỷ đồng.

**Bất động sản dân cư,** ADS tập trung vào phân khúc nhà ở xã hội và khu dân cư liền kề tại thành phố Thái Bình. Các dự án của ADS đều được khởi công trước 2019 và tới nay đã ghi nhận 70% doanh thu kế hoạch của ADS – sau thời điểm này doanh nghiệp chưa đầu tư thêm dự án mới.

**(3) Xây dựng hạ tầng:** Năm 2021, ADS góp vốn thành lập CTCP Thái Bình Cầu Ngàn để đầu tư dự án đường bộ Thái Bình – Cầu Ngàn theo hình thức BOT. Tới Q3/2023, ADS sở hữu 45% công ty với tổng vốn góp đạt ~182 tỷ đồng (là khoản đầu tư lớn nhất vào công ty liên kết của ADS). Dự án hiện đang thi công và dự kiến hoàn thành, đưa vào thu phí từ cuối năm 2025.

**(4) Sản xuất pin mặt trời:** Năm 2022, ADS đầu tư 39,6 tỷ đồng (sở hữu 33%) góp vốn thành lập CTCP Tập đoàn Năng lượng xanh AD và bắt đầu xây dựng nhà máy AD Green tại CCN An Ninh. Tới cuối năm 2023, nhà máy vẫn đang trong giai đoạn chạy thử nghiệm và chưa có doanh thu.

## B. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### I. DỆT MAY – ÁP LỰC TỪ CHI PHÍ NGUYÊN LIỆU BIẾN ĐỘNG VÀ ĐẦU RA CẠNH TRANH CAO

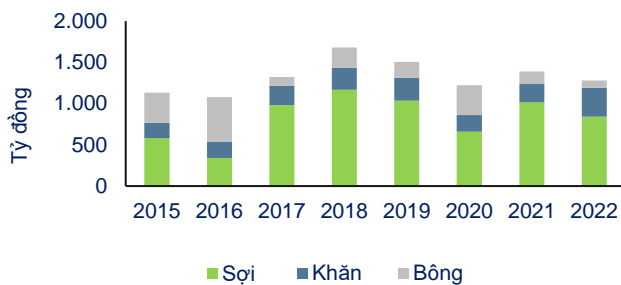
#### 1. Hoạt động kinh doanh

Từ 2015 – 2022, lĩnh vực dệt may không tăng trưởng đáng kể (CAGR 1,8%/năm, đạt ~1.280 tỷ năm 2022) nhưng có biến động mạnh, chủ yếu dẫn dắt bởi mảng sợi (chiếm trung bình 62% doanh thu và 60% lợi nhuận gộp), còn lại là mảng khăn và thương mại bông với xu hướng trái chiều:

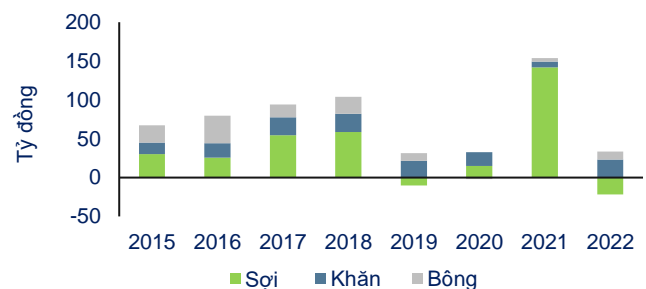
- (1) Mảng sợi thường xuyên biến động cả về doanh thu và lợi nhuận do (i) Sản lượng đầu ra phụ thuộc Trung Quốc và (ii) ADS có khả năng chuyển giá hạn chế khi giá bông đầu vào biến động.
- (2) Tỷ trọng doanh thu mảng khăn tăng từ 15% lên 28% trong 2015 – 2023 nhờ thị trường đầu ra của mảng này duy trì tăng trưởng.
- (3) Ngược lại, doanh thu thương mại bông thu hẹp từ 30% xuống 5% do ADS định hướng giảm sản lượng bông kinh doanh do thị trường biến động mạnh.

**Biểu đồ 3: Doanh thu và lợi nhuận gộp dệt may biến động theo doanh thu mảng sợi**

Cơ cấu doanh thu dệt may trong 2015 - 2022

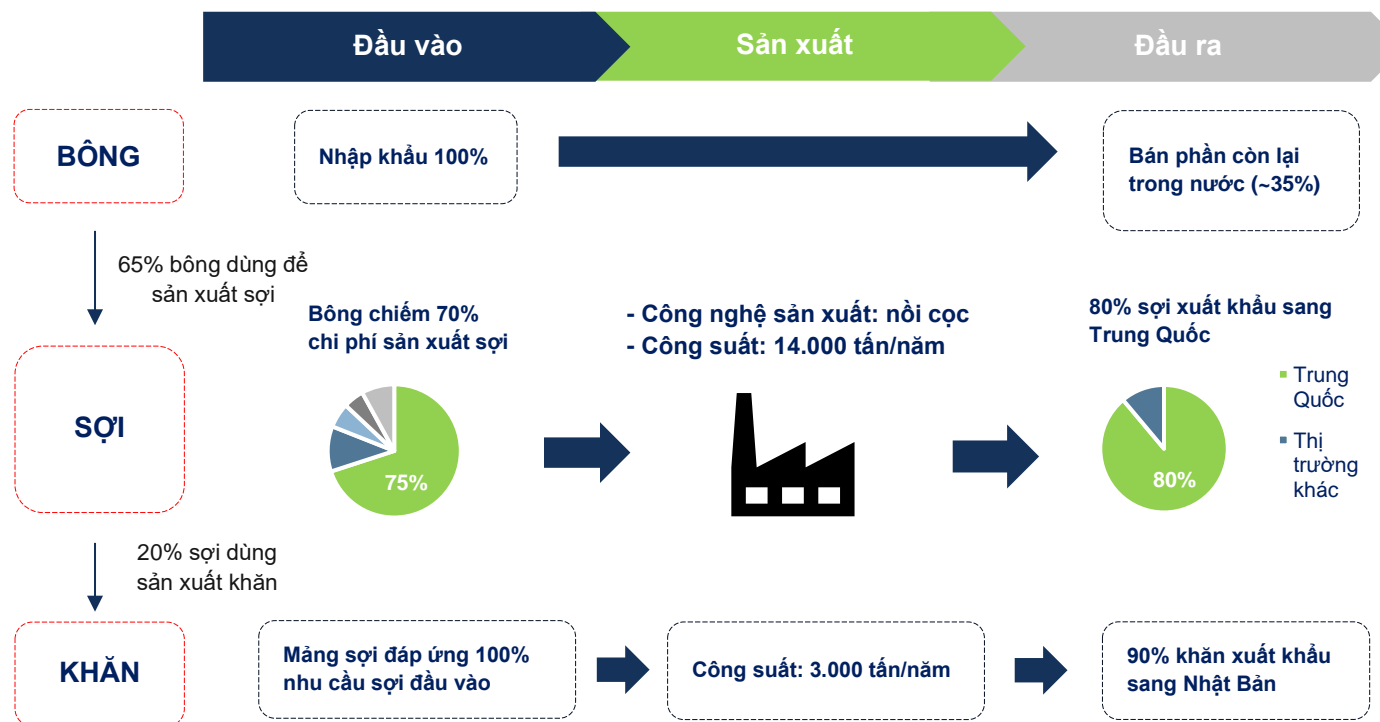


Cơ cấu lợi nhuận gộp dệt may trong 2015 - 2022



Nguồn: ADS

**Chuỗi giá trị dệt may** của ADS kết hợp 03 mảng bông, sợi, khăn (bông dùng sản xuất sợi, một phần sợi đầu ra để sản xuất khăn). Trong đó bông là nguyên liệu quan trọng nhất ở đầu vào, chiếm tỷ trọng khoảng 75% chi phí sản xuất. Ở đầu ra, sợi và khăn là sản phẩm chủ lực với thị trường xuất khẩu chính lần lượt là Trung Quốc và Nhật Bản.



Nguồn: ADS, FPT S ước tính

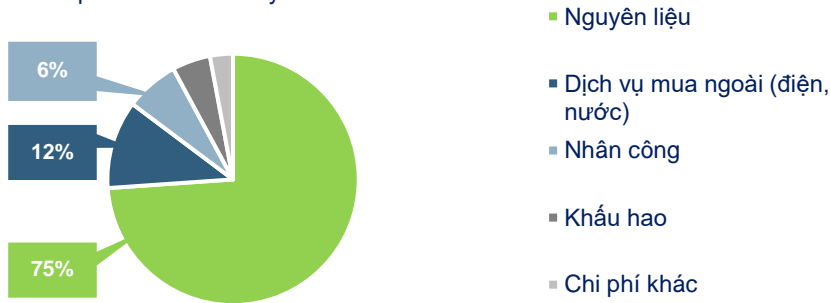
Do sự kết nối trong chuỗi giá trị của ADS, chúng tôi sẽ kết hợp phân tích đầu vào của ba mảng trên trước, sau đó sẽ đi vào chi tiết sản xuất và đầu ra từng mảng.

Nhìn chung, chi phí nguyên liệu (bông) và chi phí điện là 02 yếu tố quan trọng, chiếm tỷ trọng lớn (~87%) trong giá vốn của cả 03 mảng bông, sợi và khăn, theo đó tác động đáng kể đến biên lợi nhuận gộp dệt may. Trong đó,

### Giá bông là yếu tố trọng yếu cần theo dõi với tỷ trọng và mức độ biến động đều cao

#### Biểu đồ 4: Bông chiếm tỷ trọng cao trong chi phí sản xuất dệt may

Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố



**Bông ước tính chiếm khoảng 75% tổng giá vốn của lĩnh vực dệt may và cũng là yếu tố biến động cao nhất.** Với từng mảng bông, sợi, khăn, chúng tôi ước tính chi phí bông lần lượt chiếm 95%, 75%, và 60% giá vốn. (Ngoài ra, các chi phí còn lại tương đối ổn định, gồm: nhân công, điện, nước, khấu hao).

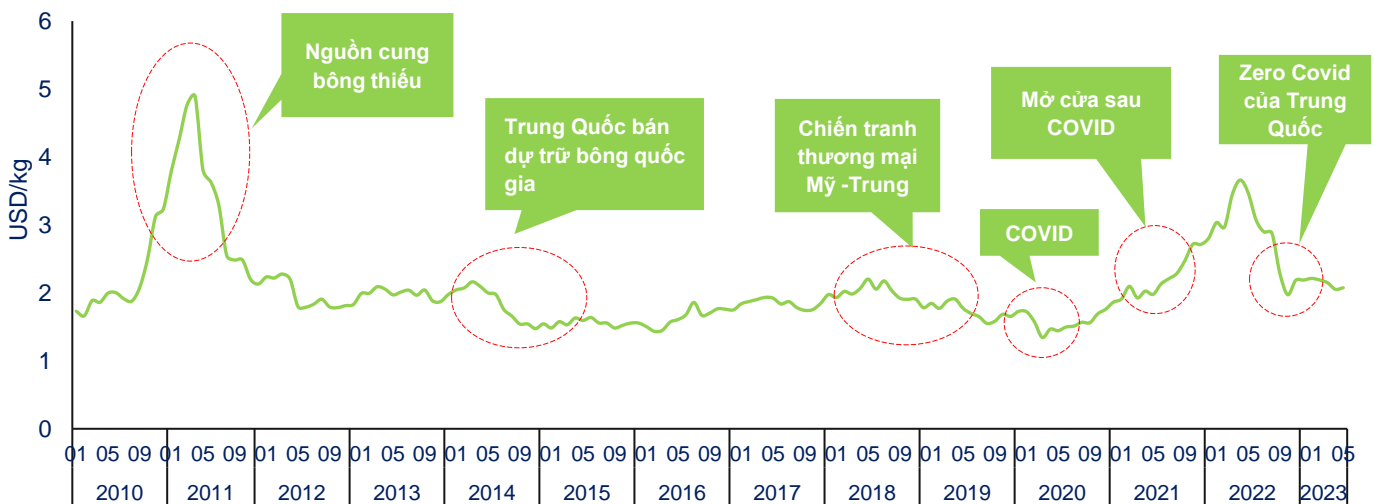
Hiện nay, ADS chủ yếu nhập khẩu bông từ Ấn Độ (mùa vụ tháng 02 – tháng 06) và Mỹ (mùa vụ tháng 07 – tháng 10).

Nguồn: ADS

**Bông là hàng hóa có biến động giá cao do phụ thuộc chủ yếu vào cung cầu và kỳ vọng tiêu thụ hàng dệt may của nhóm các quốc gia sản xuất, tiêu thụ lớn** ([Phụ lục: Chi tiết các sự kiện tác động đến giá bông](#)).

#### Biểu đồ 5: Biến động giá bông ngắn hạn phụ thuộc cung – cầu của các quốc gia sản xuất - tiêu thụ chính

Các sự kiện ảnh hưởng đến giá bông



Nguồn: USDA, FPTS tổng hợp

**Giá bông nhập khẩu giảm 17% YoY, thúc đẩy lợi nhuận mảng dệt may trong H1/2023:** Sau tăng trưởng cao đầu năm 2022, giá bông đã bắt đầu giảm từ tháng 08/2022 và duy trì quanh mức 2.200 USD/tấn trong 8T2023, do (1) nhu cầu sản xuất quần áo ở hạ nguồn thấp tạo áp lực giảm giá bông trong khi đó (2) sản lượng bông của các quốc gia sản xuất lớn dự phóng ổn định trong mùa vụ 2023/2024.

**Nhìn chung, giá bông tăng là rủi ro lớn nhất với mảng sợi và khăn** do khả năng chuyển giá của ADS bị hạn chế bởi thị trường đầu ra cạnh tranh cao và nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng chậm.

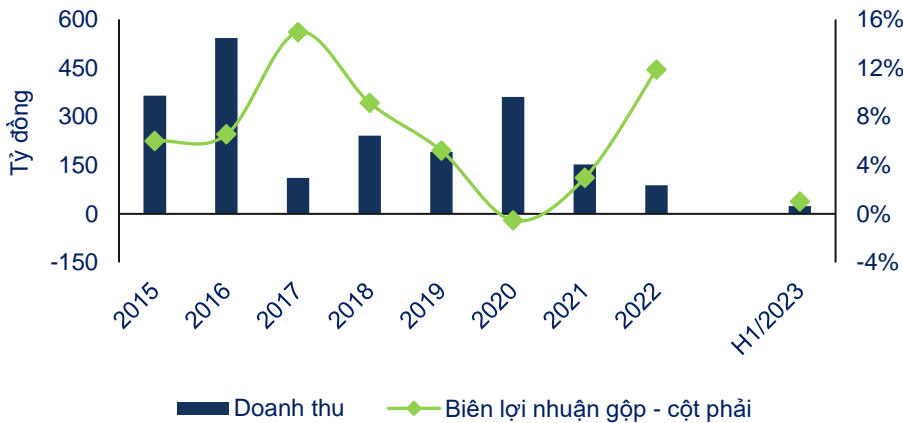
Tuy nhiên, kết quả kinh doanh ngắn hạn của ADS có độ trễ 03 – 06 tháng so với giá bông do cơ chế duy trì tồn kho bông để sản xuất (trung bình ~3 đến 4 tháng). Cụ thể, giá bông tăng mạnh có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp của ADS trong 01 – 02 quý tiếp theo khi giá vốn bông của ADS thấp hơn thị trường (và ngược lại, giá bông giảm mạnh sẽ khiến khả năng sinh lời chịu tác động tiêu cực trong ngắn hạn).

**Giá điện rẻ giúp tăng khả năng cạnh tranh cho các sản phẩm sợi, khăn của ADS khi xuất khẩu:** Hiện nay giá điện tại Việt Nam ước tính rẻ hơn ~25% so với trung bình so với nhóm nước sản xuất dệt may lớn, giúp tiết kiệm 02 – 2,5% giá vốn (Chi phí điện chiếm khoảng 10 - 12% giá vốn của 02 sản phẩm này, [chi tiết](#)).

### 1.1. Màng bông – Thu hẹp theo định hướng của doanh nghiệp

ADS nhập khẩu bông chủ yếu phục vụ sản xuất sợi (~65%) và kinh doanh thương mại phần còn lại.

**Biểu đồ 6: Doanh thu bông giảm dần theo định hướng của doanh nghiệp**



Nguồn: ADS, FPT S ước tính

Từ 2017, ADS đã định hướng bắt đầu giảm thương mại bông. Tương ứng, tỷ trọng màng bông trong doanh thu dệt may 2022 chỉ đạt ~06%, giảm 30 đpt so với 2015.

Biên lợi nhuận gộp màng bông biến động rất mạnh cũng phản ánh rủi ro giá bông biến động cao, đồng thời ADS không giữ được giá bán khi đầu ra cạnh tranh cao, nguồn cung bông nhập khẩu dồi dào.

### Triển vọng

Màng bông sẽ tiếp tục giảm tỷ trọng và đóng góp không đáng kể trong tương lai. Theo kế hoạch kinh doanh của ADS, sản lượng bông thương mại dự kiến giảm 40% trong 2023 (đạt khoảng 3.000 – 4.000 tấn/năm) và dự phóng doanh thu đạt 63 tỷ đồng (-27% YoY), chiếm ~4% doanh thu dệt may.

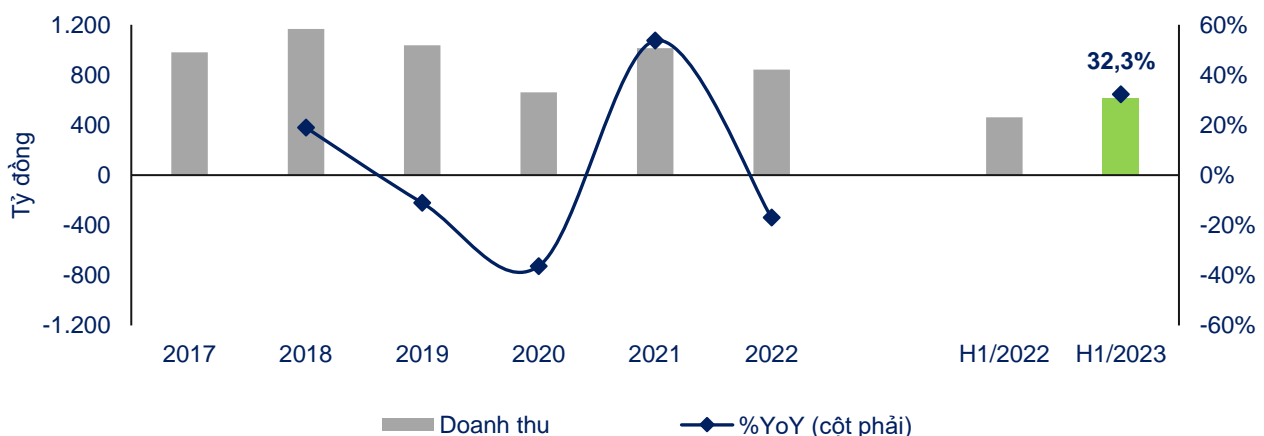
### 1.2. Màng sợi – Đầu ra phụ thuộc vào Trung Quốc

Nhìn chung, **màng sợi ADS không ổn định**, chủ yếu do ngành dệt may Trung Quốc liên tục trải qua các cú sốc cung - cầu khiến giá bông và giá sợi biến động mạnh. Cụ thể,

**(1) Doanh thu có xu hướng giảm -7,7%/năm trong 2018 – 2022** (năm 2022 đạt ~843 tỷ đồng, giảm 16,9% YoY) do nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc chưa hồi phục sau tác động tiêu cực lần lượt bởi chiến tranh thương mại Mỹ – Trung, Covid-19 và chính sách zero Covid.

**Biểu đồ 7: Doanh thu sợi có xu hướng giảm**

Doanh thu sợi và % tăng trưởng YoY



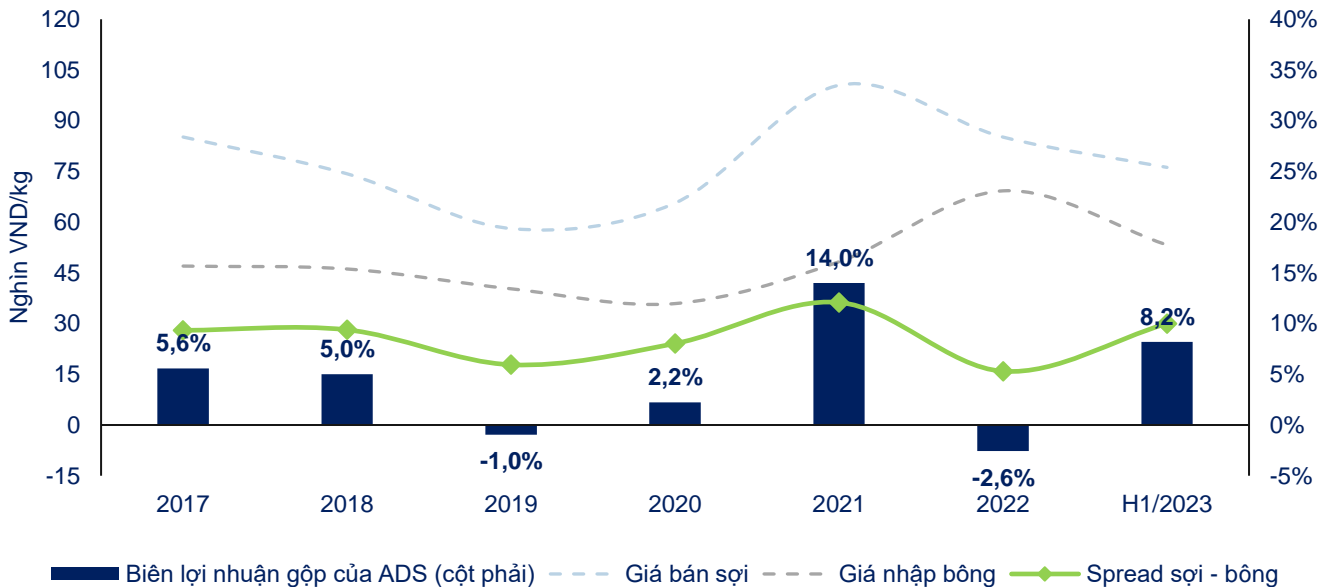
Nguồn: ADS, FPT S ước tính

**(2) Biên lợi nhuận gộp không ổn định** do doanh nghiệp có khả năng chuyển giá hạn chế (bởi thị trường đầu ra cạnh tranh cao, nhu cầu tăng trưởng chậm), trong khi giá bông giai đoạn này biến động mạnh. Năm 2022, BLNG âm 2,6% (ngay sau khi đạt đỉnh 14% ở năm 2021) do giá bông duy trì cao trong khi giá bán giảm mạnh khi Trung Quốc thực hiện Zero Covid.

Khả năng sinh lời được đánh giá qua chênh lệch giá bán sợi và giá bông đầu vào (Spread sợi – bông), chúng tôi ước tính Spread sợi – bông phải duy trì ở mức trên 23.000 VNĐ/kg sợi (~1 USD/kg) thì ADS mới có lãi (hiện nay ở ~30.000 VNĐ/kg).

### Biểu đồ 8: Biên lợi nhuận gộp biến động mạnh

Tương quan biên lợi nhuận gộp và Spread sợi - bông

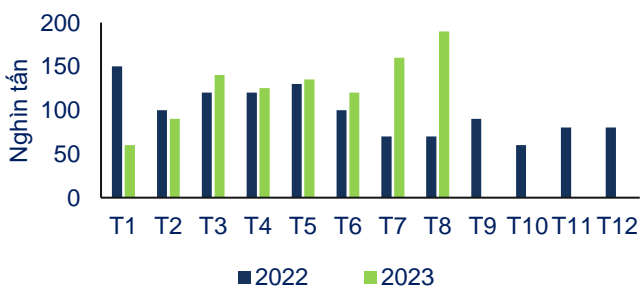


Nguồn: ADS, FPTS ước tính

**Đến H1/2023**, doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng sợi hồi phục tích cực, ước tính lần lượt đạt ~610 tỷ (+32% YoY) và 8,2% (+10,8 đpt YoY), chủ yếu nhu cầu của thị trường Trung Quốc tăng trở lại cùng lúc với giá bông đầu vào hạ nhiệt.

### Biểu đồ 9: Nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc hồi phục

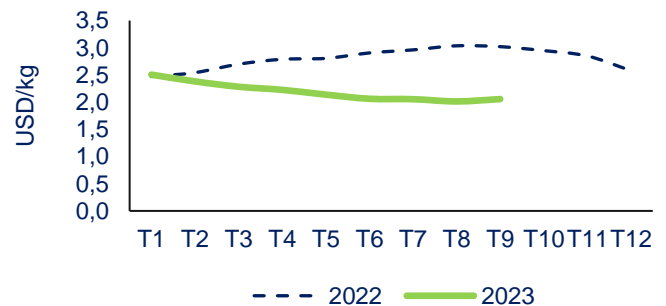
Sản lượng nhập khẩu sợi cotton của Trung Quốc



Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc

### Biểu đồ 10: Giá bông nhập khẩu hạ nhiệt

So sánh giá bông nhập khẩu 2022 và 2023 của Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê

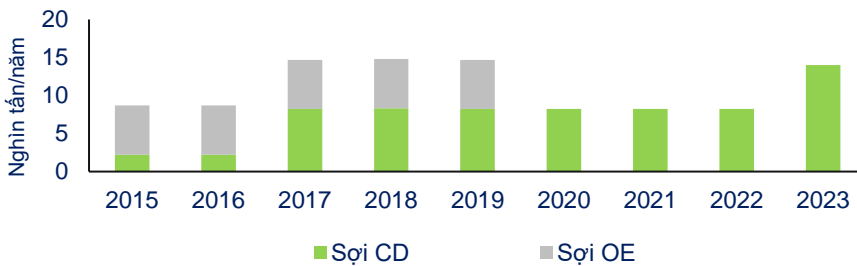
Trong đó, sản lượng nhập khẩu sợi cotton của Trung Quốc bắt đầu hồi phục từ Q2/2023 – đạt 380 nghìn tấn (+8,5% YoY) – chủ yếu nhờ sản xuất dệt may của nước này hồi phục (do nhu cầu hạ nguồn có dấu hiệu ấm lên và các chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ). Ngoài ra, nhu cầu nhập khẩu còn được kích thích bởi giá bông nội địa Trung Quốc duy trì cao hơn ~3,4% so với giá bông thế giới.

### 1.2.1. Sản xuất – Đẩy mạnh sản xuất loại sợi có nhu cầu cao, nhà máy mới kỳ vọng giúp tăng BLNG

Hiện nay, ADS chỉ sản xuất sợi CD và đã đóng cửa nhà máy sợi OE vào năm 2020 do nhu cầu sợi OE thấp, khó tiêu thụ ([Phụ lục: Các công nghệ sản xuất sợi](#)).

**Biểu đồ 11: Tập trung sản xuất sợi CD**

Công suất phân theo loại sợi



Nguồn: ADS, FPTS ước tính

Đầu năm 2023, ADS đã hoàn thành nhà máy sợi An Ninh, nâng công suất lên 14.000 tấn/năm (+70% so với 2022) – đứng thứ 5 trong số 10 doanh nghiệp sợi niêm yết có công suất lớn nhất Việt Nam. ([Phụ lục: So sánh công suất các doanh nghiệp sợi niêm yết](#)). Đến tháng 09/2023, toàn bộ các nhà máy sợi của ADS đang vận hành ở trên 90% công suất nhờ nhu cầu hồi phục.

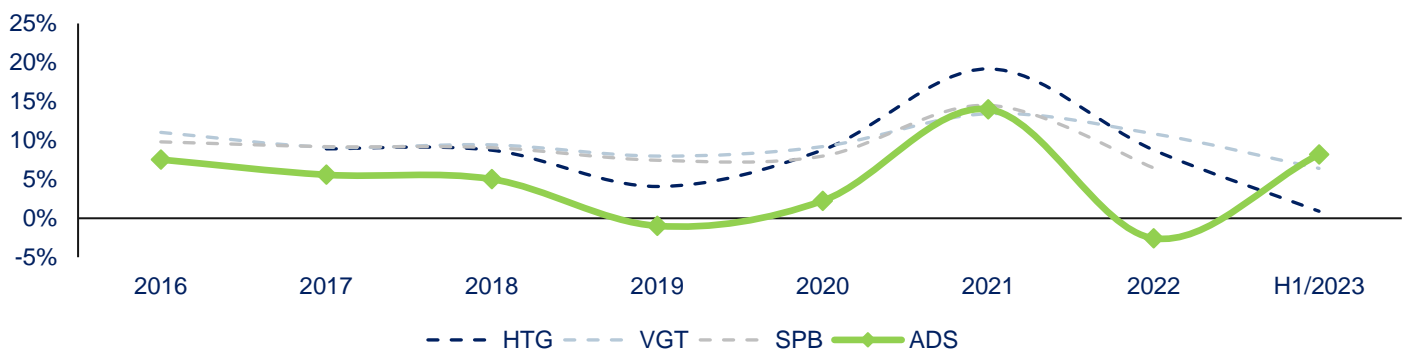
### Nhà máy mới kỳ vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp

Theo ADS, biên lợi nhuận gộp của mảng sợi sẽ cải thiện sau năm 2023 (ước tính +02 đpt) đạt mức 8,5% nhờ nhà máy mới tự động hóa cao và công suất lớn, theo đó giúp giảm chi phí nhân công và thuê gia công sợi.

Giai đoạn 2016 – 2022, biên lợi nhuận gộp mảng sợi của ADS thấp hơn khoảng 03 – 04 đpt so với các doanh nghiệp cùng ngành. Theo ADS, nguyên nhân chủ yếu đến từ giá vốn của doanh nghiệp cao hơn do máy móc cũ, công suất thấp và khó nâng cấp đồng bộ, theo đó cần duy trì nhiều lao động vận hành và phải thuê gia công sợi (nhà cung cấp chủ yếu là Công ty TNHH Golf Long Hưng, đây là đối tác lâu năm của ADS và tổng giám đốc của công ty này cũng là Phó Tổng giám đốc ADS). Mặc dù ADS có kế hoạch mua máy móc và đầu tư nhà máy mới từ 2021, tuy nhiên chậm tiến độ do thị trường sợi giai đoạn này biến động mạnh.

**Biểu đồ 12: Biên lợi nhuận gộp thấp hơn trung bình ngành trong quá khứ, kỳ vọng cải thiện sau năm 2023**

So sánh lợi nhuận gộp mảng sợi của ADS với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp

### 1.2.2. Đầu ra – Phụ thuộc thị trường Trung Quốc với nhu cầu tăng trưởng thấp

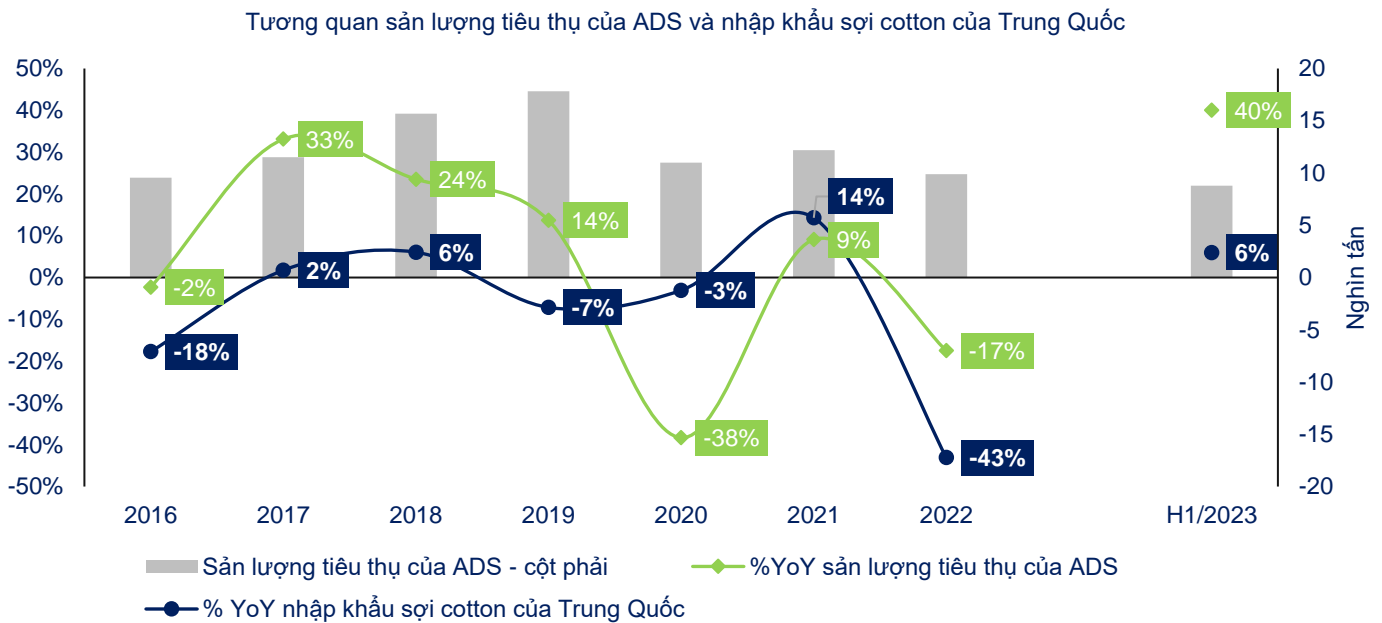
Sản lượng tiêu thụ của ADS tương quan cao với cầu nhập khẩu của Trung Quốc khi 80% sợi xuất khẩu sang thị trường này. Về giá bán, ADS có ít sức mạnh mặc cả do đây là sản phẩm phổ biến, chịu cạnh tranh gay gắt với nguồn cung nội địa và nhập khẩu dồi dào.

- Sản lượng tiêu thụ: Tương quan cao với nhập khẩu của Trung Quốc (và nhu cầu may mặc thế giới)**

Giai đoạn 2016 – 2018, sản lượng tiêu thụ của ADS tăng trung bình 23%/năm, tương đồng với thời gian Trung Quốc tăng cường nhập khẩu (sản lượng tăng 04%/năm). Giai đoạn 2020 – 2022 sản lượng tiêu thụ của ADS có xu hướng giảm do (1) Nhu cầu thị trường Trung Quốc thu hẹp và (2) Công suất của ADS giảm do tái cơ cấu sản phẩm.

Đến H1/2023, sản lượng tiêu thụ của ADS ước đạt ~9.000 tấn – hồi phục mạnh +40% YoY từ mức nền thấp của 2022, thúc đẩy bởi cầu của Trung Quốc hồi phục +06% YoY trong Q2/2023.



**Biểu đồ 13: Sản lượng tiêu thụ của ADS tương quan với nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc**


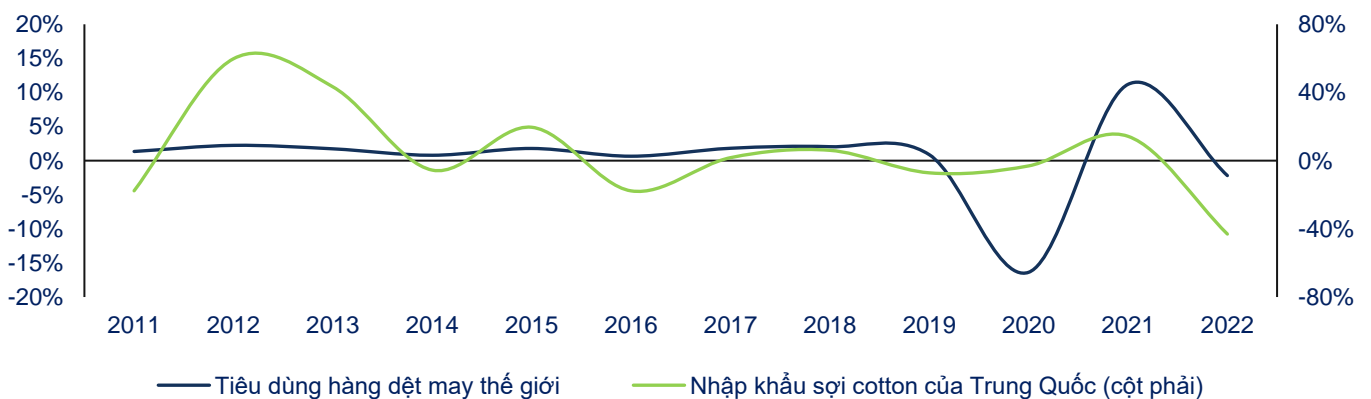
Nguồn: ADS, USDA, FPTs ước tính

**Nhập khẩu sợi cotton của Trung Quốc phụ thuộc tiêu dùng may mặc và tăng trưởng thấp. Cụ thể,**

(1) Biến động hàng năm của nhu cầu nhập khẩu sợi cotton có tương quan với cầu tiêu dùng hàng dệt may thế giới do Trung Quốc là nước xuất khẩu và tiêu thụ lớn – chiếm 35% sản lượng quần áo sản xuất toàn cầu.

**Biểu đồ 14: Nhu cầu nhập khẩu sợi cotton của Trung Quốc phụ thuộc vào tiêu dùng hàng may mặc**

%YoY Kim ngạch nhập khẩu sợi cotton và tiêu dùng may mặc



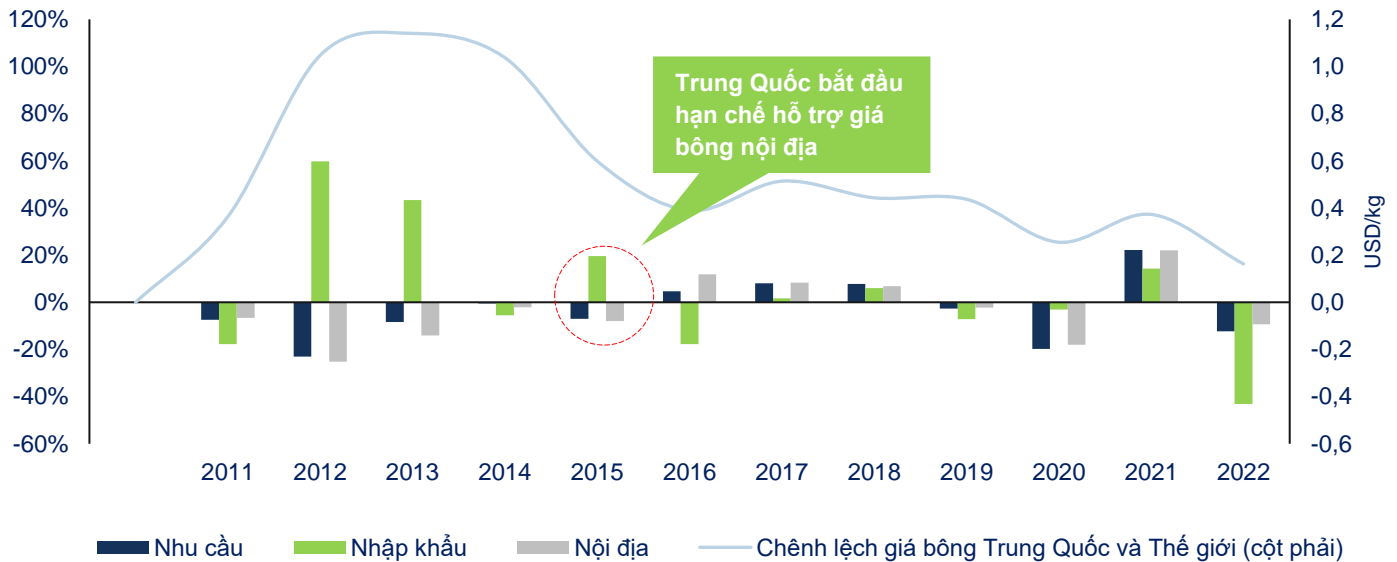
Nguồn: Euromonitor, USDA

(2) Từ năm 2017 tới nay cầu nhập khẩu tăng trưởng thấp hơn quá khứ chủ yếu do nhu cầu sử dụng trong nước giảm – đến từ xơ, sợi nhân tạo dần được ưa chuộng hơn do có chi phí sản xuất rẻ và sản lượng ổn định, theo USDA ([Phụ lục: Cung cầu sợi cotton và xu hướng sử dụng xơ, sợi của Trung Quốc](#)). Thêm nữa, nhu cầu sợi trong nước cũng tăng khi chênh lệch giá với thế giới thu hẹp (chỉ còn hơn ~2%, thấp đáng kể so với trước 2015<sup>1</sup>) do nước này dần hạn chế hỗ trợ giá bông nội địa ([Phụ lục: Chính sách ngành bông](#)). Tới năm 2023, ước tính sản lượng nhập khẩu sợi gần như không tăng trưởng so với 2017 (khoảng 1,8 triệu tấn).

<sup>1</sup> Trước 2015, cầu nhập khẩu của Trung Quốc tăng trưởng cao (ngay cả những năm nhu cầu chung giảm như 2012 – 2013) do chênh lệch giá bông lớn làm giá sợi trong nước đắt hơn 30% so với nhập khẩu.

**Biểu đồ 15: Chênh lệch giá bông thu hẹp làm giảm nhu cầu nhập khẩu**

%YoY sản lượng cung - cầu sợi cotton



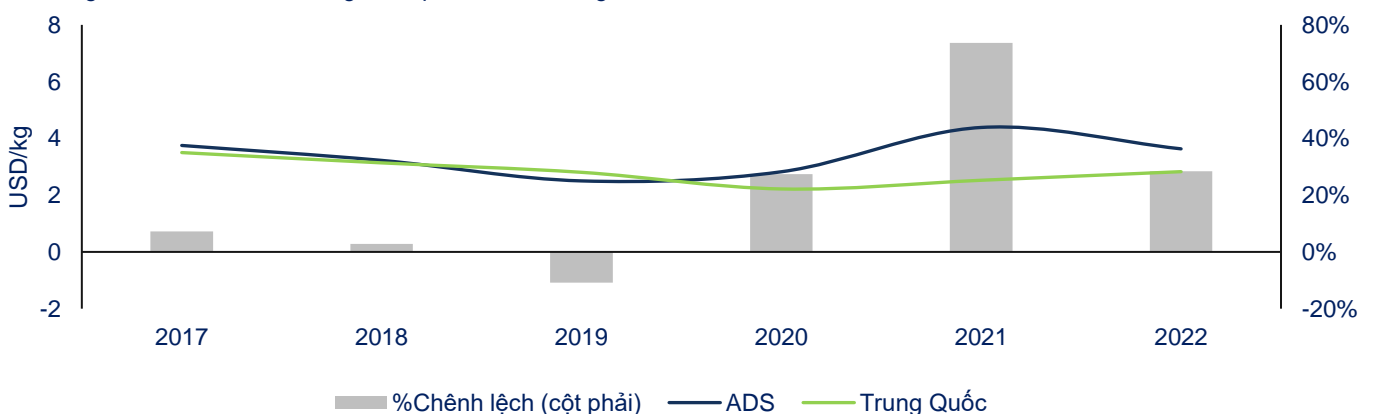
Nguồn: China Statistic, Bloomberg

- Giá bán: Khả năng chuyển giá thấp**

ADS có ít sức mạnh trong khả năng quyết định giá bán sợi cotton do đây là sản phẩm phổ biến cũng như thị trường Trung Quốc cạnh tranh cao từ cả nguồn cung nội địa và nhập khẩu dồi dào (ADS phải cạnh tranh với lượng lớn doanh nghiệp Việt Nam cùng xuất khẩu sang Trung Quốc và cả sợi từ các nước Ấn Độ và Pakistan – lần lượt chiếm ~25% và ~15% thị phần). Trong những năm nhu cầu nhập khẩu sợi của Trung Quốc xuống thấp như 2019 và 2022, giá bán sợi của ADS đã giảm mạnh lần lượt 40% và 22% YoY.

**Biểu đồ 16: Giá bán sợi của ADS**

So sánh giá bán sợi của ADS và giá nhập khẩu của Trung Quốc



Nguồn: ADS, China Customs, FPTTS ước tính

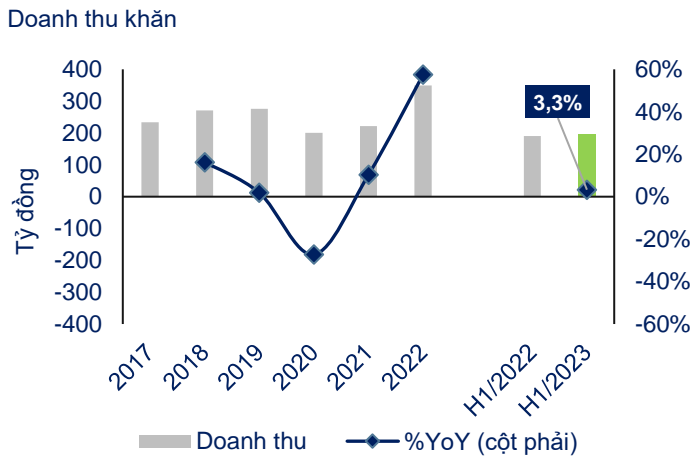
**1.3. Màng khăn – Duy trì tăng trưởng theo nhu cầu của thị trường Nhật Bản**

Sản phẩm chính của màng khăn là các loại khăn cotton cao cấp dùng cho khách sạn, với 90% sản lượng đầu ra xuất khẩu sang Nhật Bản. Hiện nay, doanh thu khăn chiếm ~28% doanh thu dệt may của ADS – tăng 13 đpt so với 2017.

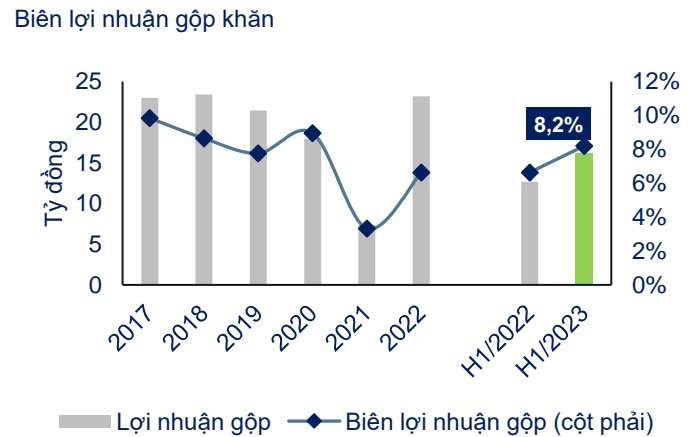
**Nhìn chung, doanh thu có xu hướng tăng trong 2017 – 2022 (CAGR ~8,3/năm).** Đến 2022 doanh thu khăn đạt ~349 tỷ đồng, tăng trưởng cao ở +57% YoY nhờ thị trường đầu ra hồi phục.

**Biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 07% - 09%** và ổn định hơn so với mảng sợi. Năm 2022, biên lợi nhuận gộp đạt 6,6%, hồi phục +3,3 đpt YoY nhờ giá bông giảm từ H2/2022 và giá bán bán hồi phục theo nhu cầu đầu ra

Đến H1/2023, chúng tôi ước tính doanh thu khăn của ADS đạt ~197 tỷ đồng (+3,3%YoY) chủ yếu do đà tăng trưởng của Nhật Bản chậm lại (sau khi hồi phục mạnh từ 2022), theo đó sản lượng tiêu thụ chỉ tăng nhẹ +0,3% YoY. Biên lợi nhuận gộp ước đạt 8,2% – cải thiện 1,6 đpt YoY chủ yếu nhờ giá bông hạ nhiệt.

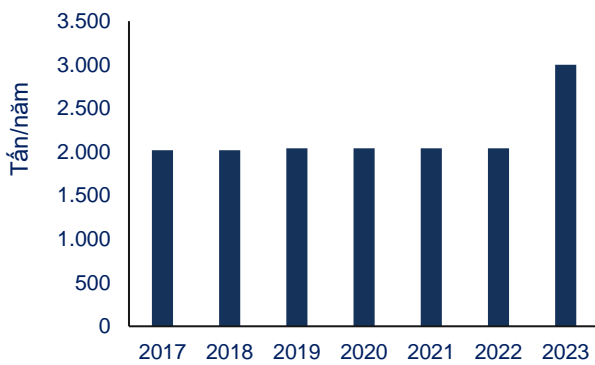
**Biểu đồ 17: Doanh thu có xu hướng tăng**


Nguồn: ADS, FPT S ước tính

**Biểu đồ 18: BLNG cải thiện trong H1/2023**


Nguồn: ADS, FPT S ước tính

### 1.3.1. Sản xuất – Công suất tăng ~50% trong 2023

**Biểu đồ 19: Công suất thiết kế**


Nguồn: ADS, FPT S ước tính

**Về công suất:** Năm 2023 doanh nghiệp đưa vào hoạt động nhà máy khăn mới với công suất ~1.000 tấn/năm, nâng tổng công suất lên 3.100 tấn/năm (+47% YoY). Theo ADS, phần công suất tăng thêm sẽ được lấp đầy trong năm 2024 với phần lớn doanh thu vẫn đến từ Nhật Bản.

ADS không gia tăng năng lực sản xuất khăn trong 2017 – 2022 (công suất ổn định ở ~2.100 tấn/năm) do đầu ra khăn tăng trưởng chậm (nhập khẩu của Nhật chỉ tăng trung bình 1,5 – 2%/năm). Giai đoạn này, ADS trung bình chỉ sử dụng hết 75% - 80% công suất thiết kế. Đến năm 2022, thị trường hồi phục và tăng trưởng cao, các nhà máy đã vận hành tối đa ở mức 90% công suất thiết kế, theo đó thúc đẩy nhu cầu mở rộng.

**Quy trình sản xuất và công nghệ trung bình:** Quy trình sản xuất khăn của ADS không có nhiều khác biệt so với các doanh nghiệp sản xuất khăn khác của Việt Nam như HSM, PPH. Phần lớn các công đoạn sản xuất đều do máy móc xử lý. Quy trình sản xuất bao gồm: Dệt khăn -> Nhuộm -> May, thêu -> Kiểm tra.

### 1.3.2. Đầu ra – Phụ thuộc vào nhu cầu của thị trường Nhật Bản, khả năng chuyển giá thấp

Sản lượng tiêu thụ của ADS tương quan cao với cầu nhập khẩu của Nhật Bản khi 90% khăn xuất khẩu sang thị trường này. Về giá bán, ADS có ít sức mạnh mặc cả do đây là sản phẩm phổ biến, chịu cạnh tranh gay gắt các doanh nghiệp Trung Quốc (chiếm 70% thị phần).

- Sản lượng tiêu thụ: Tương quan với nhu cầu nhập khẩu của Nhật Bản.**

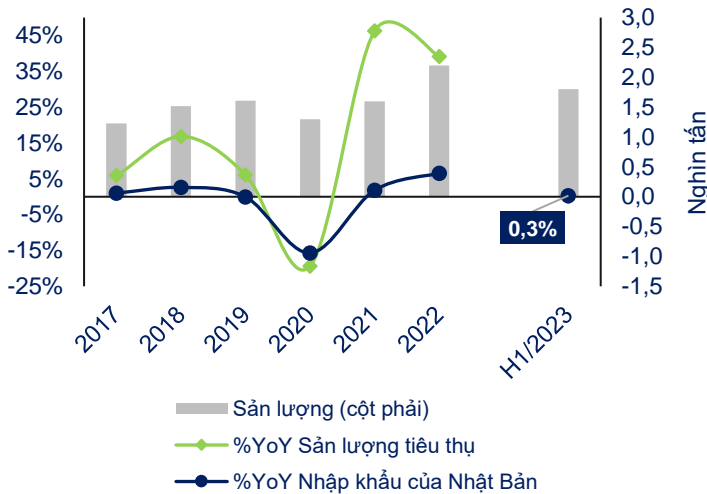
Giai đoạn 2017 – 2019, sản lượng tiêu thụ khăn của ADS tăng trung bình 14%/năm tương đồng với giai đoạn cầu nhập khẩu của Nhật Bản duy trì ổn định ở mức 2,7%/năm. Từ 2020 – 2022, sản lượng tiêu thụ lần lượt trải qua pha suy giảm và hồi phục, phản ánh giai đoạn thị trường Nhật bị tác động bởi Covid-19.

Đến H1/2023, ước tính sản lượng tiêu thụ khăn của ADS đạt ~1.900 tấn – tăng chậm ở +2,6%YoY (so với nền cao năm 2022) do nhu cầu của Nhật Bản chững lại (sản lượng nhập khẩu chỉ tăng +0,3% YoY).

**Nhu cầu nhập khẩu của Nhật Bản nhìn chung ổn định, tuy nhiên tăng trưởng dài hạn ở mức thấp ~02%/năm, phản ánh nhu cầu tiêu dùng của nước này tăng chậm ở 1,6%/năm.**

**Biểu đồ 20: Tiêu thụ khẩn phụ thuộc cầu của Nhật**

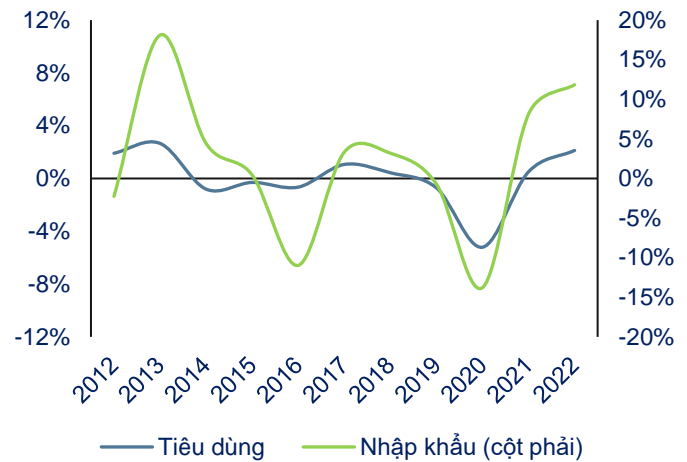
Tương quan tăng trưởng tiêu thụ khẩn và nhập khẩu của Nhật Bản



Nguồn: ADS, FPTs ước tính

**Biểu đồ 21: Nhập khẩu của Nhật phụ thuộc tiêu dùng**

Tương quan nhập khẩu khẩn và tăng trưởng tiêu dùng của Nhật Bản

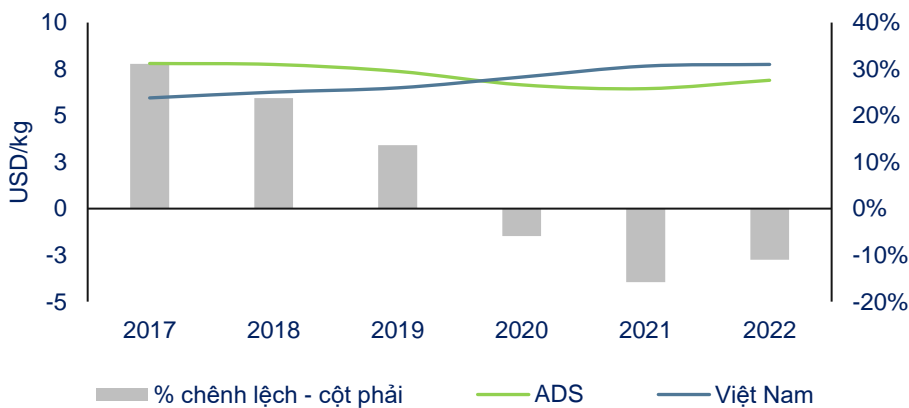


Nguồn: Uncomtrade, OECD

- Giá bán thấp để cạnh tranh**

**Biểu đồ 22: Giá bán khẩn của ADS đang thấp hơn giai đoạn 2017 - 2019**

So sánh giá khẩn của ADS và trung bình các doanh nghiệp Việt Nam tại Nhật Bản.



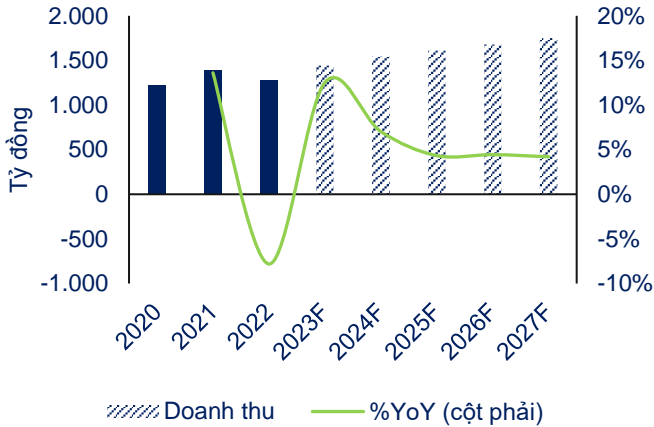
Nguồn: ADS, Uncomtrade, Japan Customs

**Nhìn chung, giá bán của ADS đang thấp hơn giai đoạn (2017 – 2019) và thấp hơn trung bình thị trường.** Chúng tôi cho rằng ADS phải hạ giá bán để tăng sức cạnh tranh khi nhu cầu thị trường Nhật Bản chưa hồi phục hoàn toàn sau khi sụt giảm mạnh bởi Covid-19. Theo đó giá bán trung bình giai đoạn 2020 – 2022 ước tính chỉ đạt ~6,7 USD/kg thấp hơn khoảng 10% so với trung bình thị trường, và thấp hơn 13% so với giai đoạn trước.

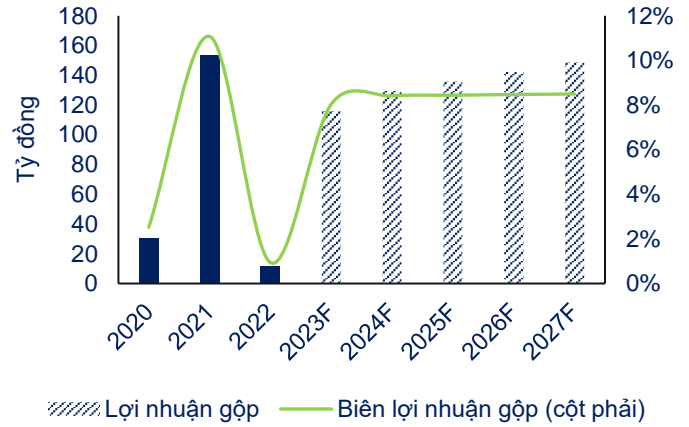
## 2. Triển vọng và dự phóng: lợi nhuận hồi phục mạnh trong 2023 và tăng trưởng chậm sau đó

Chúng tôi cho rằng, trong ngắn và dài hạn kết quả kinh doanh dệt may vẫn phụ thuộc phần lớn vào mảng sợi và khăn. Dự phóng tỷ trọng doanh thu các mảng sợi, khăn, bông trong doanh thu dệt may lần lượt ở: 70%, 26% và 4%.

**Biểu đồ 23: Dự phóng doanh thu dệt may**



**Biểu đồ 24: Dự phóng lợi nhuận gộp dệt may**



### Triển vọng ngắn hạn

Năm 2023 doanh thu lĩnh vực dệt may dự phóng đạt 1.440 tỷ đồng, tăng trưởng +12,5% YoY nhờ mảng sợi hồi phục từ mức nền thấp của 2022. Biên lợi nhuận gộp đạt 8%, cải thiện lớn 7,4 đpt YoY nhờ giá bông hạ nhiệt.

Đến 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu dệt may sẽ đạt 1.546 tỷ đồng, tăng trưởng chậm lại ở +7% YoY – phản ánh kỳ vọng nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu ổn định, với tốc độ tăng trưởng bằng trung bình quá khứ. Biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 8,4% cải thiện nhẹ nhờ giá bông tiếp tục giữ ở mức thấp.

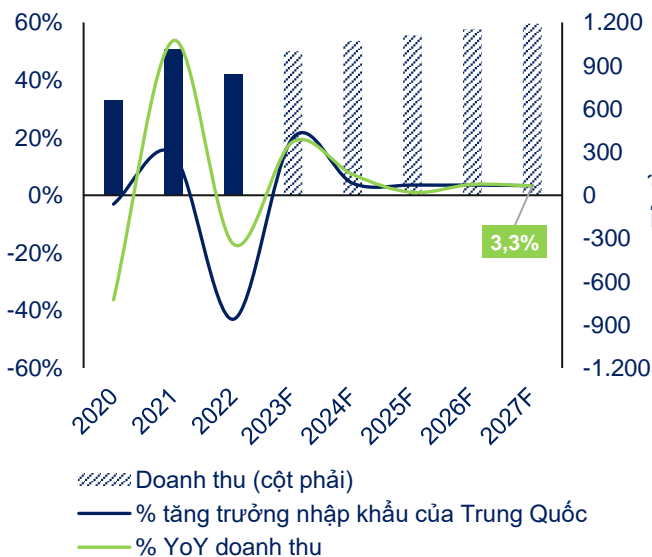
### Triển vọng dài hạn

Sau năm 2024, dự phóng doanh thu dệt may tăng trưởng bình quân 3,1%/năm đến năm 2034 đạt ~2.110 tỷ đồng, BLNG trung bình đạt 8,5%, dựa trên giả định giá bông tăng 0,5%/năm và nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu tăng trưởng ổn định.

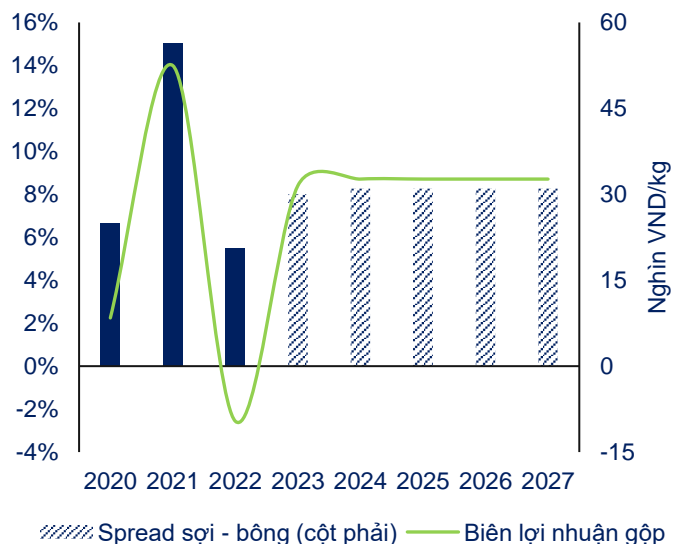
### Cụ thể với các mảng,

#### MẢNG SỢI

**Biểu đồ 25: Dự phóng doanh thu sợi**



**Biểu đồ 26: Dự phóng biên lợi nhuận gộp sợi**



Năm 2023, dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp sơi lần lượt đạt 1.000 tỷ đồng (+18,6% YoY) và 8,4% (+10,8 đpt YoY), chủ yếu nhờ nhu cầu thị trường Trung Quốc hồi phục và giá bông hạ nhiệt.

Năm 2024, doanh thu và biên lợi nhuận gộp sơi lần lượt đạt 1.068 tỷ đồng (+6,9% YoY) và ~8,7% (tương đương 2023), dựa trên giả định:

(1) Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sơi của ADS sẽ đạt 11.300 tấn (+2,5% YoY) trong năm 2024 dựa trên giả định: (i) Nhu cầu của Trung Quốc tăng +3,5% YoY nhờ tiêu thụ quần áo toàn cầu hồi phục +2,9%, tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đến rủi ro nhu cầu có thể tăng thấp hơn do kinh tế toàn cầu dự phóng tăng chậm (*theo Morgan Stanley*) và (ii) Các nhà máy sơi của ADS hoạt động ở 92% công suất thiết kế.

(2) Biên lợi nhuận gộp của ADS dự phóng ở 8,7% (+0,2 đpt YoY), tương đương Spread sơi – bông ở mức 31.100 USD/kg (+3%YoY), với giả định giá bông tương đương năm 2023 khi nhu cầu và nguồn cung ổn định.

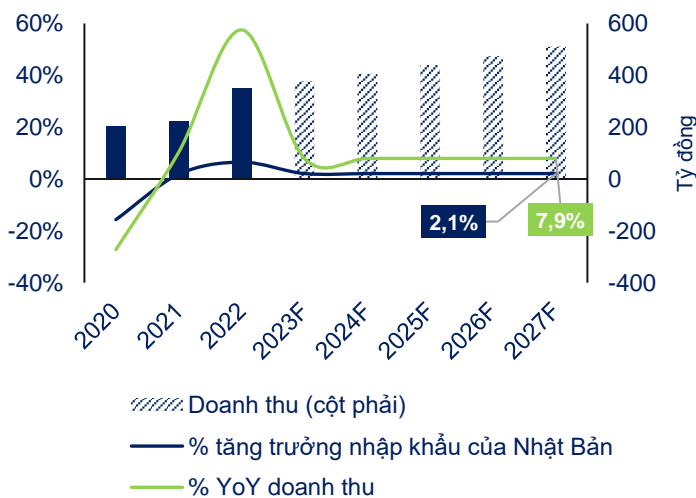
Sau năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sơi sẽ tăng trưởng ổn định ở +3,3%/năm, tới năm 2034 đạt 1.436 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp mảng sơi giai đoạn này trung bình đạt 8,2% dựa trên kỳ vọng:

(1) Cầu của Trung Quốc tăng trưởng ổn định 3%/năm và sản xuất sơi trong nước tăng trưởng chậm lại – theo chính sách của nước này. Nhà máy sơi hoạt động ở 95% công suất thiết kế và ADS gia tăng công suất trung bình 1%/năm.

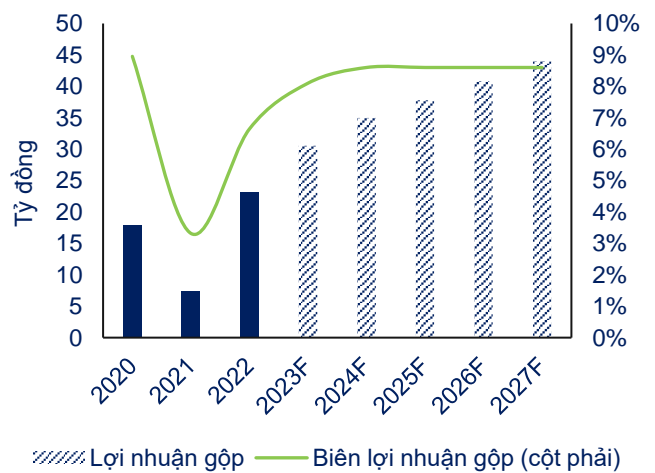
(2) Spread sơi – bông duy trì ở mức 31.000 – 33.000 VNĐ/kg sơi.

## MÀNG KHĂN

**Biểu đồ 27: Dự phóng doanh thu khăn**



**Biểu đồ 28: Dự phóng lợi nhuận gộp và BLNG khăn**



Năm 2023, dự phóng doanh thu khăn đạt 377 tỷ đồng (+08% YoY) với giả định nhu cầu thị trường Nhật tăng trưởng chậm ở 2% YoY (thấp hơn 4,4 đpt so với 2022). Biên lợi nhuận gộp ~8,2% (cải thiện 1,5 đpt) nhờ giá bông hạ nhiệt.

Tới 2024, doanh thu và biên lợi nhuận gộp lần lượt đạt 415 tỷ đồng (+10,3% YoY) và 8,7%, phản ánh:

(1) Sản lượng tiêu thụ đạt 2.500 tấn (+7,9% YoY) dựa trên giả định: (i) nhu cầu của Nhật Bản tiếp tục tăng chậm ở +2,1% YoY và các nhà máy khăn hoạt động ở 91% công suất thiết kế - tương đương 2022.

(2) Biên lợi nhuận gộp dự phóng ở 8,7% (+0,2 đpt YoY), tương đương năm 2023 với giả định nhu cầu và nguồn cung bông ổn định.

Sau năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng khăn sẽ tăng trưởng ổn định ở +7,9%/năm, tới năm 2034 đạt 671 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp mảng khăn giai đoạn này trung bình đạt 8,7% dựa trên giả định:

(1) Cầu của Nhật Bản tăng trưởng ổn định 2,1%/năm – tương đương trung bình quá khứ. Nhà máy khăn hoạt động ở 95% công suất thiết kế và ADS gia tăng công suất trung bình 1%/năm.

(2) Giá bán khăn tăng trưởng 3%/năm – chủ yếu phản ánh lạm phát

## II. BẤT ĐỘNG SẢN – MẢNG CÔNG NGHIỆP LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH

### 1. Hoạt động kinh doanh – Thay đổi cơ cấu sản phẩm góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp

Doanh thu mảng bất động sản trong giai đoạn 2015 – 2020 đến từ các dự án bất động sản dân cư và biến động qua các năm theo tiến độ ghi nhận của dự án. Tới năm 2021, ADS bắt đầu ghi nhận doanh thu bất động sản công nghiệp từ dự án Cụm công nghiệp (CCN) An Ninh.

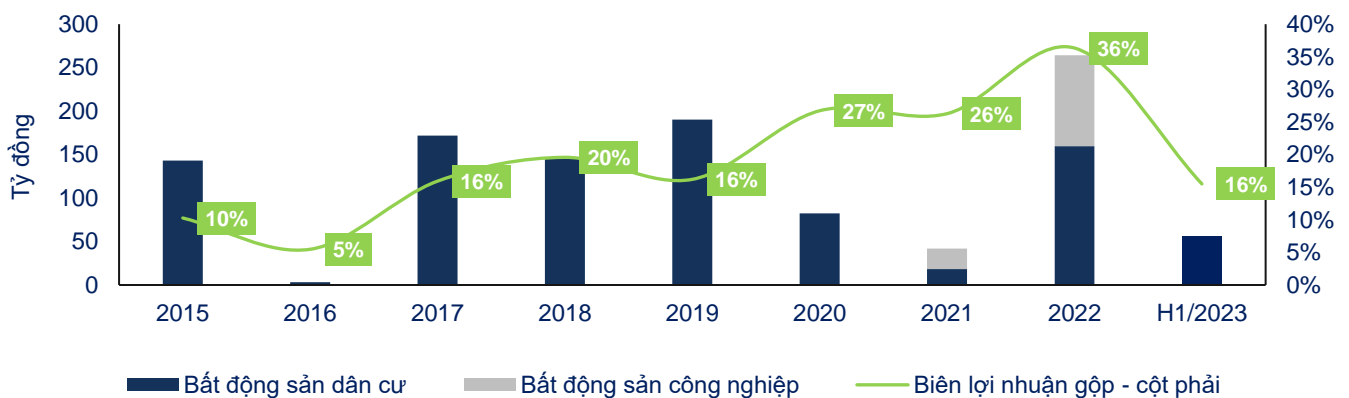
Biên lợi nhuận gộp có xu hướng cải thiện (tăng từ 10% ở 2015 lên 36% ở 2022) do ADS dần hướng tới các sản phẩm có khả năng sinh lời cao hơn và nhu cầu tại các phân khúc này tăng trưởng:

(1) Bất động sản dân cư: ADS chuyển sang làm các dự án thương mại từ năm 2017 với biên lợi nhuận gộp cao hơn 08 – 09 đpt so với Nhà ở xã hội (NOXH) như giai đoạn 2015 – 2016 và

(2) Bất động sản công nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao hơn ~10 đpt so với bất động sản dân cư.

#### Biểu đồ 29: Doanh thu bất động sản biến động theo tiến độ ghi nhận doanh thu dự án

Cơ cấu doanh thu và BLNG mảng bất động sản



Nguồn: ADS, FPT S ước tính

Theo kế hoạch của ADS, bất động sản công nghiệp là động lực tăng trưởng chính trong 3 năm tới từ 02 dự án đang triển khai là CCN An Ninh và CCN Ninh An (tổng doanh thu có thể ghi nhận từ 02 dự án ước đạt ~1.100 tỷ). Ngoài ra ADS có kế hoạch tăng gấp 4 lần quỹ đất công nghiệp, từ 150 ha hiện nay lên 600 ha vào năm 2025 – chúng tôi cho rằng đây là kế hoạch nhiều tham vọng và sẽ đòi hỏi nhu cầu vốn lớn trong tương lai.

Ngược lại, các dự án dân cư đã ghi nhận 70% kế hoạch doanh thu (tới nay ước tính chỉ còn ~380 tỷ đồng chưa ghi nhận) và ADS cũng chưa có kế hoạch đầu tư mới trong tương lai.

#### 1.1. Bất động sản công nghiệp – Triển vọng từ CCN Ninh An

Hiện nay, ADS sở hữu gián tiếp CCN An Ninh (75ha) và CCN Ninh An (75ha) thông qua CTCP Sợi Eiffel (công ty con ADS sở hữu 85%). Trong đó, CCN An Ninh đã bắt đầu hoạt động và ghi nhận doanh thu từ năm 2021, tới nay đạt tỷ lệ lấp đầy ~65%; CCN Ninh An mới được chấp thuận đầu tư vào tháng 06/2023, dự kiến đưa vào vận hành trong năm 2025.

**Chúng tôi cho rằng, chiến lược lựa chọn đầu tư Cụm công nghiệp (CCN) là phù hợp** với ADS có kinh nghiệm phát triển bất động sản công nghiệp hạn chế, do đầu tư CCN có rủi ro thấp hơn loại hình Khu công nghiệp ([Phụ lục: So sánh CCN và KCN](#)), cụ thể ở yêu cầu vốn đầu tư thấp hơn và phù hợp với nhu cầu tại Thái Bình – phần lớn là các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Nhìn chung, 02 dự án hiện nay của ADS đều có triển vọng cho thuê tốt nhờ vị trí địa lý thuận lợi và nhu cầu trong khu vực cao trong khi nguồn cung tăng chậm. ([Phụ lục: Thực trạng phát triển Cụm công nghiệp tại Thái Bình](#))

### 1.1.1. Cụm công nghiệp An Ninh – Tỷ lệ lấp đầy cao, lợi thế cạnh tranh từ vị trí thuận lợi

Hình 1: Vị trí CCN An Ninh



Nguồn: ADS, FPTS tổng hợp

- **Vị trí:** Nằm ở phía Đông Nam Tp. Thái Bình, thuộc huyện Tiền Hải.
- **Tổng mức đầu tư:** 319 tỷ đồng
- **Tổng diện tích:** 75ha, trong đó diện tích thương phẩm là 52,2ha (73% tổng diện tích)
- **Giá cho thuê:** 45 ~ 50 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê
- **Tỷ lệ lấp đầy:** 65%
- **Thời gian hoạt động:** 50 năm (2019 – 2069)
- **Thời gian cho thuê còn lại:** 47 năm
- **Tỷ lệ sở hữu của ADS:** 85%

**CCN An Ninh đạt tỷ lệ lấp đầy cao nhờ: (1) Nhu cầu mở rộng kinh doanh của ADS; (2) Vị trí địa lý thuận lợi và tiện ích cho thuê tốt** (hiện nay CCN An Ninh đã lấp đầy ~65%, cao hơn 15đợt so với trung bình các CCN huyện Tiền Hải dù mới chỉ kinh doanh từ 2021). Cụ thể,

(1) Đến 2023, ADS và các công ty liên quan sử dụng ~26% diện tích đất thương phẩm của CCN An Ninh (tương đương 13,6/52,2 ha – bao gồm: CTCP Đầu tư An Ninh 3,5 ha, CTCP Tập đoàn Năng lượng xanh AD 7,8 ha, và nhà máy khăn 2,3 ha). Việc dùng chính đất CCN của mình để đầu tư nhà máy cũng góp phần giúp ADS tiết kiệm chi phí.

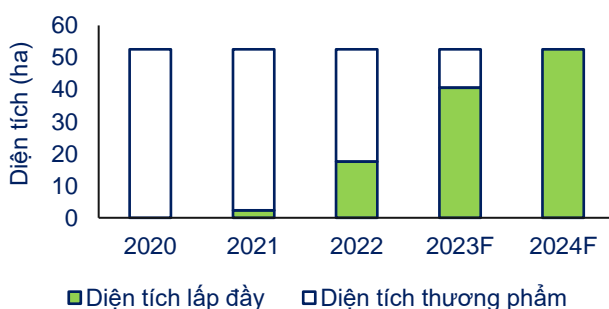
(2) Lợi thế về vị trí và tiện ích cho thuê: CCN An Ninh có vị trí thuận lợi khi nằm ở cửa ngõ huyện Tiền Hải và giáp mặt đường QL 37B – là tuyến đường quan trọng kết nối huyện Tiền Hải với các vùng kinh tế lớn (Hải Phòng – 50km, Nam Định – 30km, Tp. Thái Bình – 16 km). Bên cạnh đó, CCN An Ninh cũng nằm gần khu vực đông dân cư với số lượng lao động đã qua đào tạo cao ~150.000 người (~25% lao động của Thái Bình)

Về tiện ích, An Ninh là CCN duy nhất trong khu vực đảm bảo đồng thời được 02 yếu tố: (i) Đã đầu tư xây dựng hoàn thiện toàn bộ cơ sở hạ tầng và (ii) Có hệ thống xử lý nước thải công nghiệp. Các CCN khác là Bình Minh, Nam Hà, Tây An vẫn đang trong giai đoạn GPMB, đầu tư cơ sở hạ tầng và xây dựng các tiện ích.

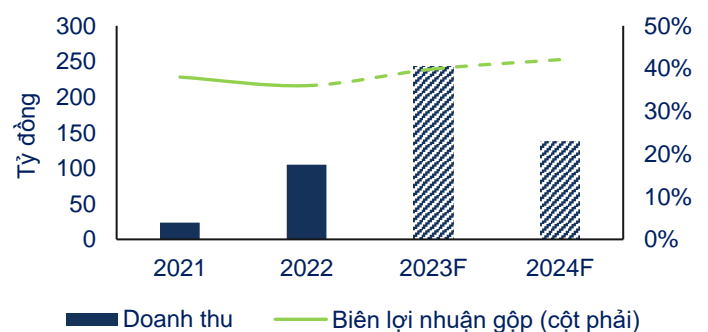
**Dự kiến đạt 100% tỷ lệ lấp đầy năm 2024:** Doanh thu ghi nhận từ CCN An Ninh 9T/2023 ước tính đạt 33 tỷ đồng. Theo ADS, doanh nghiệp đã ký thêm được các hợp đồng cho thuê giúp và sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu trong Q4/2023 đến hết 2024. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng năm 2023 và 2024 ADS sẽ ghi nhận lần lượt 243 tỷ và 136 tỷ doanh thu từ An Ninh, tương ứng diện tích cho thuê khoảng 23 ha và 11,8 ha, giá cho thuê trung bình đạt 45 USD/m<sup>2</sup>/50 năm.

Biểu đồ 30: Kỳ vọng CCN An Ninh lấp đầy vào 2024

Dự phóng tiến độ cho thuê CCN An Ninh



Biểu đồ 31: Dự phóng doanh thu CCN An Ninh



Nguồn: ADS, FPTS ước tính



### 1.1.2. CCN Ninh An – Triển vọng khả quan nhờ quy hoạch di chuyển các dự án ra khỏi nội thành

**Hình 2: Vị trí CCN Ninh An**



Nguồn: ADS, FPTS tổng hợp

- **Vị trí:** Thuộc 02 xã Vũ Ninh và Vũ An, huyện Kiến Xương, Thái Bình. Cách Tp. Thái Bình 8km
- **Tổng mức đầu tư dự kiến:** 680 tỷ đồng.  
*Vốn chủ: 204 tỷ đồng*  
*Vốn vay: 476 tỷ đồng*
- **Tổng diện tích:** 75ha, trong đó diện tích đất công nghiệp ~54,2ha (73% diện tích)
- **Thời gian hoạt động:** 50 năm (2023 – 2073)
- **Thời gian cho thuê còn lại:** 50 năm
- **Giá cho thuê dự kiến:** 65 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê
- **Mục đích đầu tư:** Tiếp nhận một phần các doanh nghiệp di dời từ CCN trong nội thành, theo đề án của UBND tỉnh.
- **Tiến độ dự án:** Đang GPMB, dự kiến đầu tư cơ sở hạ tầng trong năm 2024, đến 2025 bàn giao.
- **Tỷ lệ sở hữu của ADS:** 85%

**Chúng tôi đánh giá cao triển vọng của CCN Ninh An nhờ cả nhu cầu và nguồn cung đều tích cực:**

**(1) Nhu cầu trong khu vực cao từ:** (i) Vị trí thuận lợi: nằm ở cửa ngõ thành phố giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với vùng tiêu thụ lớn; liền kề với QL 37B thuận tiện di chuyển và (ii) Nguồn lao động khu vực Tp. Thái Bình dồi dào, trình độ cao.

**Thêm nữa, khoảng 50% diện tích thương phẩm kỳ vọng được lấp đầy từ quy hoạch đề án di dời của tỉnh Thái Bình:** Theo đề án số 60/TT-UBND ngày 27/4/2022 của UBND tỉnh Thái Bình, từ năm 2025 đến 2030 sẽ di dời khoảng 78ha các cơ sở sản xuất kinh doanh trong thành phố ra 02 khu vực: CCN Ninh An và KCN Gia Lễ. Chúng tôi cho rằng CCN Ninh An có khả năng sẽ tiếp nhận nhiều hơn nhờ: (1) Quý đất cho thuê lớn hơn (52 ha so với 18 ha của KCN Gia Lễ) và (2) Giá cho thuê trung bình rẻ hơn 07%.

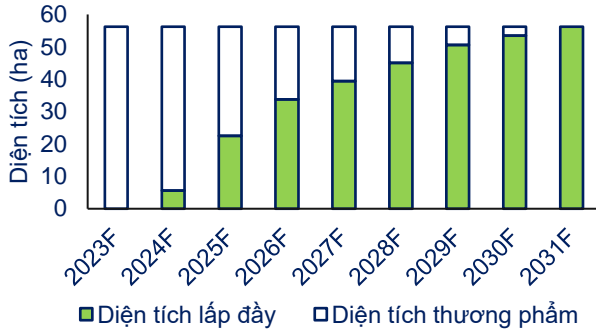
**(2) Nguồn cung khu vực hạn chế:** CCN Ninh An nằm ở khu vực giáp ranh giữa huyện Kiến Xương và thành phố Thái Bình. Hiện nay có 02 CCN đang hoạt động trong khu vực này (CCN Vũ Ninh, CCN Vũ Quý), với tổng diện tích ~50ha và tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt ~95% (cao hơn 2 lần so với trung bình tỉnh). Đến năm 2025, nguồn cung chỉ bổ sung thêm CCN Ninh An (70ha) và CCN Vũ Quý mở rộng (60ha). Chúng tôi đánh giá nguồn cung tăng thêm từ CCN Vũ Quý mở rộng không phải áp lực cạnh tranh lớn do nhu cầu trong khu vực cao và khả năng lấp đầy của CCN Ninh An đã được đảm bảo một phần theo quy hoạch của tỉnh.

**Dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2024:** Theo ADS, hiện nay doanh nghiệp đã chuẩn bị xong vốn đầu tư cho dự án CCN Ninh An đồng thời tiến hành giải phóng mặt bằng. ADS dự kiến sẽ hoàn thiện đầu tư cơ sở hạ tầng trong năm 2024 và bắt đầu bàn giao cho các nhà đầu tư thứ cấp trong 2025 – hoàn thành đúng tiến độ theo kế hoạch ban đầu. Chúng tôi ước tính ADS bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Ninh An trong năm 2024.

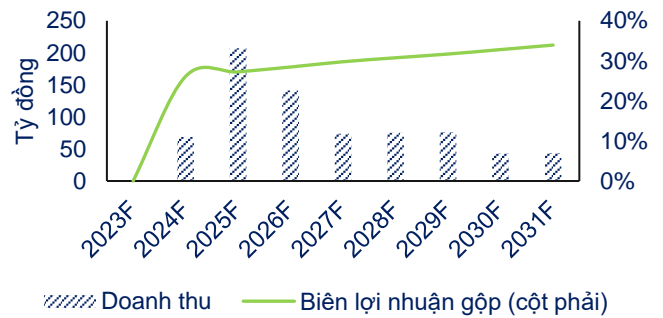
Chúng tôi kỳ vọng, CCN Ninh An sẽ lấp đầy khoảng 60% trong 2025 – 2026 từ các dự án di dời, sau đó sẽ lấp đầy thêm 10% mỗi năm và đạt 100% vào 2031 nhờ nhu cầu trong khu vực duy trì tăng trưởng.

**Biểu đồ 32: Kỳ vọng CCN Ninh An lấp đầy 60% trong năm 2026**

Dự phóng tiến độ cho thuê CCN Ninh An


**Biểu đồ 33: Ghi nhận phần lớn doanh thu trong giai đoạn 2025 – 2026**

Dự phóng doanh thu CCN Ninh An



### 1.1.3. Các dự án khác – Tham vọng đi cùng với thách thức

Ngoài ra, ADS còn có kế hoạch phát triển thêm 02 CCN là An Hiền (70 ha) và Vũ Ninh (38,3 ha) trong 2023 – 2025. Tuy nhiên, chúng tôi không đưa vào dự phóng 02 dự án này do ADS đang trong quá trình xin cấp phép đầu tư.

**Bảng 1: Các dự án đang xin cấp phép đầu tư của ADS**

STT	Dự án	Diện tích (ha)	Tình trạng	Tiến độ
1	CCN Vũ Ninh	38,8	Đang xin cấp phép đầu tư	Thực hiện Q1/2024
2	CCN An Hiền	75	Đang xin cấp phép đầu tư	Thực hiện Q3/2024

Nguồn: ADS, FPTs tổng hợp

### 1.2. Bất động sản dân cư – Tập trung bàn giao dự án cũ, chưa có kế hoạch phát triển mới

**Tiếp tục xây dựng và bàn giao các dự án cũ, tổng doanh thu dự kiến đạt ~380 tỷ đồng** từ Khu dân cư Phú Xuân, Khu liền kề Quang Trung và Khu dân cư Bồ Xuyên (đều đang hoàn thiện và mở bán). Trong 02 năm tới, ADS chưa có kế hoạch đầu tư dự án mới. Thay vào đó doanh nghiệp sẽ tập trung hoàn thiện và bán hàng tại các dự án cũ (đều phát sinh từ trước 2019).

**Nhìn chung, 03 dự án đang triển khai đều nằm ở vị trí thuận lợi**, thuộc khu vực trung tâm thành phố Thái Bình, giao thông thuận tiện với vị trí giáp các mặt đường lớn như: đường Lý Bôn, đường Quang Trung. Ngoài ra, các khu vực này đều có mật độ dân cư cao và ở gần các khu vực tiện ích như bệnh viện, trường học, công viên. ([Phụ lục: Chi tiết vị trí các dự án](#)). Các dự án nhà ở thương mại hiện nay cũng có biên lợi nhuận gộp cao hơn khoảng 10 đpt so với các dự án ADS thực hiện trong 2013 – 2018 (đều là các dự án NOXH<sup>2</sup>).

**Bảng 2: Các dự án đang triển khai**

Tên dự án	Tiến độ bán hàng	Khởi công	Quy mô	TMĐT (tỷ đồng)
Khu đô thị Phú Xuân	95%	2017	10,5 ha (246 căn hộ và 74 căn biệt thự)	~800
Khu dân cư P. Bồ Xuyên	95%	2017	0,4 ha (41 căn hộ liền kề)	~152
Khu dân cư P. Quang Trung	60%	2018	0,5 ha (33 căn hộ liền kề)	~132

Nguồn: ADS

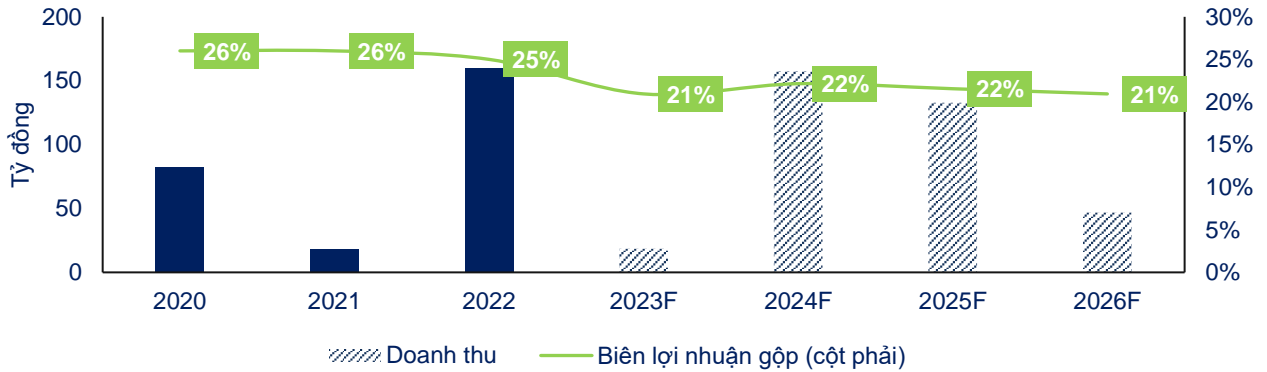
<sup>2</sup> Gồm dự án NOXH phường Trần Hưng Đạo (2013 – 2015) với doanh thu 143 tỷ (TMĐT 134 tỷ) và dự án NOXH phường Quang Trung (2015 – 2017) với doanh thu 161 tỷ (TMĐT 150 tỷ).

### Triển vọng

Hiện nay, ADS chưa có kế hoạch phát triển dự án bất động sản dân cư mới. Với các dự án cũ, chúng tôi dự phóng sẽ bàn giao hết trong giai đoạn 2023 – 2026, trong đó khoảng 80% ghi nhận trong 2024 – 2025, đạt ~289 tỷ đồng

**Biểu đồ 34: Kỳ vọng ghi nhận 80% doanh thu trong 2024 – 2025**

Dự phóng doanh thu BĐS dân cư



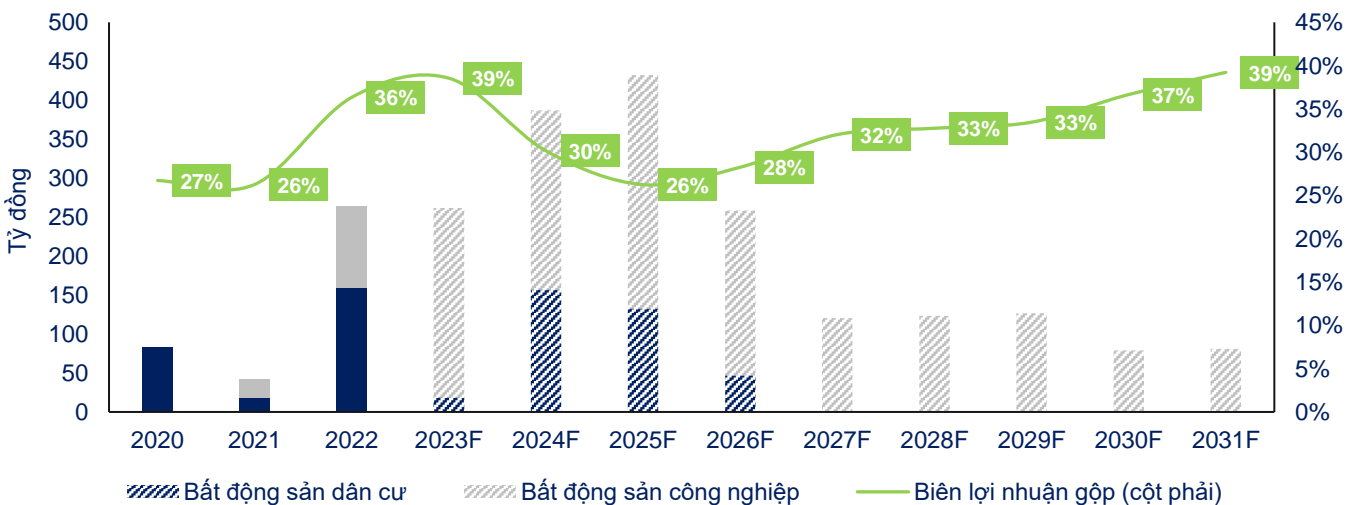
### 2. Tổng hợp dự phóng và triển vọng lĩnh vực bất động sản

Chúng tôi đánh giá lĩnh vực bất động sản tích cực trong trung hạn (2024 – 2026) chủ yếu nhờ CCN An Ninh và CCN Ninh An có triển vọng cho thuê khả quan. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các dự án dân cư sẽ tiếp tục bán được hàng, ghi nhận doanh thu nhờ vị trí thuận lợi và thi công đúng tiến độ. Cụ thể,

Dự phóng năm 2023 doanh thu bất động sản đạt 261 tỷ (-01% YoY) chủ yếu đến từ ghi nhận 243 tỷ doanh thu của CCN An Ninh (trong đó dự phóng 210 tỷ sẽ ghi nhận trong Q4/2023). Sang 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bất động sản sẽ tăng trưởng cao (+48% YoY) đến từ cả các dự án công nghiệp và dân cư, doanh thu đạt ~387 tỷ đồng.

Sau năm 2026F, dự phóng doanh thu bất động sản sụt giảm khi chỉ còn CCN Ninh An có khả năng cho thuê. Sau 2031F doanh thu sẽ tăng trưởng thấp ở 1%/năm do doanh thu chỉ đến từ kinh doanh dịch vụ cụm công nghiệp.

**Biểu đồ 35: Dự phóng doanh thu và BLNG lĩnh vực bất động sản**



### III. MẢNG BOT – TIẾN ĐỘ THI CÔNG CHẬM SO VỚI KẾ HOẠCH

ADS bắt đầu tham gia mảng BOT thông qua đầu tư vào công ty liên kết là CTCP Thái Bình – Cầu Ngàn. Tới tháng 11/2023 ADS đã góp ~182 tỷ vào công ty này (khoản đầu tư lớn nhất của ADS vào công ty liên kết, chiếm khoảng 19,8% vốn chủ sở hữu của ADS), tương ứng sở hữu 45% cổ phần. Hiện nay, mảng BOT chưa đóng góp doanh thu do dự án vẫn đang trong thời gian thi công. Dự kiến đến cuối 2025 mới đưa vào hoạt động và bắt đầu thu phí. Chúng tôi sẽ cập nhật khi có thêm thông tin về tiến độ thi công và doanh thu từ dự án.

**Thông tin dự án**
**Hình 3: Tuyến đường Thái Bình – Cầu Ngàn**


Nguồn: ADS, FPTs tổng hợp

- **Vị trí:** Nối Tp. Thái Bình đi Cầu Ngàn (tiếp giáp Hải Phòng), tổng chiều dài 21,3km, song song với QL10 hiện tại. Điểm đầu của dự án là nút giao QL10 thuộc Vĩnh Bảo, Hải Phòng, điểm cuối tại nút giao với đường Võ Nguyên Giáp, phường Hoàng Diệu, Tp. Thái Bình.
- **Hợp đồng xây dựng:** Hợp đồng xây dựng – kinh doanh – chuyển giao (BOT) giữa UBND tỉnh Thái Bình với CTCP Thái Bình Cầu Ngàn.
- **Tổng vốn đầu tư:** 2.586,3 tỷ đồng, trong đó:
  - Vốn nhà nước: 778 tỷ đồng*
  - Vốn tư nhân: 1.800 tỷ đồng, trong đó 450 tỷ vốn chủ sở hữu và 1.350 tỷ vốn vay.*
- **Thời gian xây dựng:** 2020 – 2025 (chậm hơn 2 năm so với kế hoạch ban đầu là 2020 – 2023).
- **Thời gian vận hành:** Dự kiến 23 năm (2025 – 2048).

**Dự án có vị trí thuận lợi, kết nối các vùng kinh tế lớn**

Tuyến đường bộ Thái Bình đi Cầu Ngàn là dự án trọng điểm nhằm giải tỏa lưu lượng xe quá tải trên QL10 và rút ngắn quãng đường lưu thông từ Tp. Thái Bình đến Hải Phòng. Sau khi hoàn thành, tuyến đường này kỳ vọng sẽ tiếp nhận lượng lớn xe từ QL 10 chuyển sang, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế của các khu, cụm công nghiệp phía Bắc. Tuyến QL10 hiện nay thường xuyên quá tải và bị ùn tắc do (1) đây là tuyến đường quan trọng nối Tp. Thái Bình đi các huyện phía Bắc, theo đó có mật độ xe lưu thông cao và (2) QL10 hiện tại đã được xây dựng từ lâu, làn đường hẹp và cơ sở hạ tầng hiện nay đã xuống cấp.

**Tiến độ xây dựng chậm ~02 năm do khó khăn vật liệu xây dựng**

Dự kiến dự án sẽ hoàn thành trong 12/2025 (chậm hơn 2 năm so với kế hoạch ban đầu) chủ yếu do tiến độ san lấp mặt bằng chậm do thiếu vật liệu xây dựng – tác động bởi: (1) Cạnh tranh nguồn cung với tuyến cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng và (2) Giá vật liệu xây dựng tăng cao. Hiện nay dự án đã GPMB được 95,3% (20,3/21,3 km), giá trị khối lượng thi công đạt ~11,8% (209,3/1.775 tỷ đồng).

## IV. MẢNG SẢN XUẤT PIN MẶT TRỜI – TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG NHỜ THỊ TRƯỜNG MỸ

ADS bắt đầu mở rộng sang mảng lắp ráp pin mặt trời vào năm 2022, thông qua đầu tư góp vốn thành lập CTCP Tập đoàn Năng lượng xanh AD (AD Green). Tới tháng 10/2023 ADS đã góp 39,6 tỷ vào công ty này (chiếm ~4,3% VCSH của ADS), tương ứng sở hữu 33% cổ phần. Trong Q4/2023, ADS kế hoạch góp thêm 35 tỷ, nâng tổng vốn góp lên 75 tỷ đồng, tương ứng sở hữu 48% (là công ty liên kết thay vì là công ty con so với kế hoạch tại ĐHCĐ là 52%).

Nhà máy AD Green được xây dựng vào Q4/2021 và hoàn thành vào cuối năm 2022. Công suất thiết kế hiện nay khoảng 1,5 GW/năm (lớn nhất trong số các doanh nghiệp lắp ráp pin mặt trời của Việt Nam) với suất đầu tư ở mức trung bình so với các doanh nghiệp lắp ráp pin khác tại Việt Nam (~400 tỷ đồng/GW). Theo ADS, AD Green đang hoàn thiện đơn hàng trị giá 54 tỷ đồng và dự kiến giao trong Q1/2024.

**Hình 4: Nhà máy AD Green**



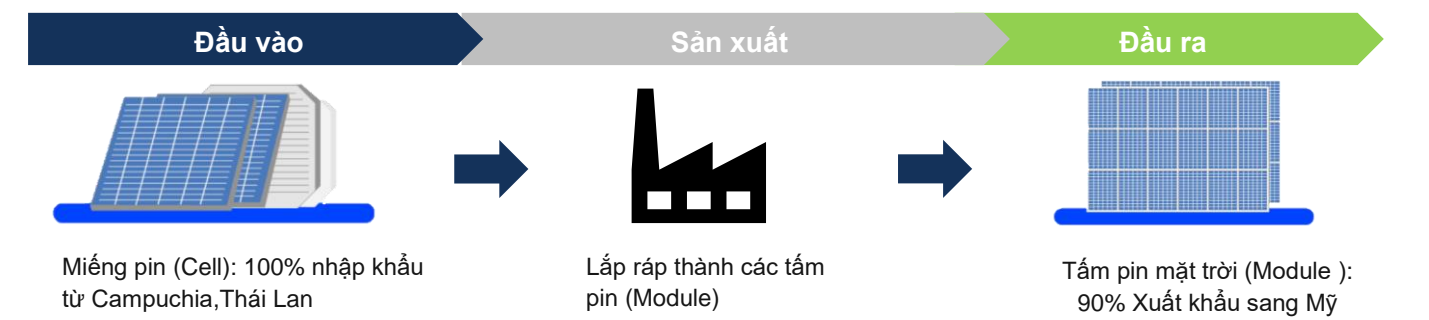
### Nhà máy AD Green giai đoạn 1

- **Tổng vốn đầu tư:** 600 tỷ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu khoảng 120 tỷ đồng (20%).
- **Công suất:** 1,5 GW/năm, tương đương 2,8 triệu sản phẩm/năm.
- **Suất đầu tư:** 400 tỷ đồng/GW/năm.
- **Sản phẩm:** tấm pin mặt trời loại 450W và 540W.
- **Vị trí:** Nằm trong CCN An Ninh, huyện Tiền Hải, Thái Bình. Diện tích nhà máy ~7,9 ha.

### 1. Chuỗi giá trị đơn giản, biên lợi nhuận gộp thấp

Mô hình sản xuất, kinh doanh pin mặt trời của AD Green nằm ở phân khúc hạ nguồn trong chuỗi giá trị ngành pin mặt trời thế giới ([Phụ lục: Ngành sản xuất pin mặt trời thế giới](#)). Phân khúc này sinh lời thấp do quy trình sản xuất đơn giản, chủ yếu là các công đoạn lắp ráp các miếng pin (Cell) thành tấm pin mặt trời (Photovoltaic module). Theo ADS, biên lợi nhuận gộp của mảng này có thể đạt ~4% - 6%.

### Chuỗi giá trị của ADS



*Nguồn: FPT S tổng hợp*

#### 1.1. Đầu vào – Dự kiến chuyển dịch từ nhập khẩu sang nội địa

Cell chiếm tỷ trọng lớn nhất (~45%) trong cơ cấu chi phí sản xuất tấm pin mặt trời của ADS. Hiện nay ADS đang nhập khẩu 100% Cell từ Campuchia và Thái Lan. Theo ADS đến năm 2024 doanh nghiệp sẽ mua Cell từ đối tác ET Solar – nhà máy đặt tại CCN An Ninh, theo đó giảm được chi phí vận chuyển và tối ưu thời gian sản xuất.

#### 1.2. Đầu ra – Sản phẩm phổ biến, hướng tới thị trường Mỹ

Hiện nay, các tấm pin mặt trời của ADS đều thuộc loại Passivated Emitter Rear Cell (PERC) – đây là loại pin mặt trời phổ biến, chiếm tỷ trọng lớn nhất (75%) trong sản lượng pin mặt trời thế giới năm 2022.

Theo kế hoạch của ADS, các tấm pin mặt trời sẽ được xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Mỹ. Chúng tôi cho rằng đây là kế hoạch khả thi, do nhu cầu của Mỹ dự phóng tăng nhanh và nguồn cung nội địa chưa đủ. Tuy nhiên, xuất khẩu sang Mỹ cũng khiến ADS đối mặt với rủi ro liên quan đến các vụ kiện chống bán phá giá và áp thuế.

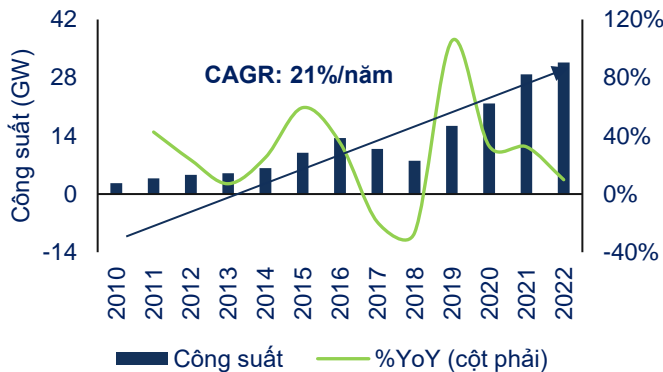
## 2. Triển vọng – Tiềm năng từ thị trường Mỹ

### Cầu thị trường Mỹ dự phóng tăng trưởng cao:

Trong 2010 – 2022, sản lượng pin mặt trời nhập khẩu vào Mỹ tăng 21%/năm: tới 2022 đạt khoảng 31,7 GW, trong đó 64% nguồn cung đến từ các nước Đông Nam Á (Việt Nam 34%, Malaysia 14%, Thái Lan 16%). Từ 2015 tới nay, thị phần nhập khẩu của Mỹ ngày càng nghiêng về các nước Đông Nam Á do chính sách áp thuế của Mỹ với pin từ Trung Quốc (một phần sản xuất từ Trung Quốc đã dịch chuyển sang các nước Đông Nam Á để hạn chế thuế).

#### Biểu đồ 36: Cầu nhập khẩu của Mỹ tăng trưởng nhanh

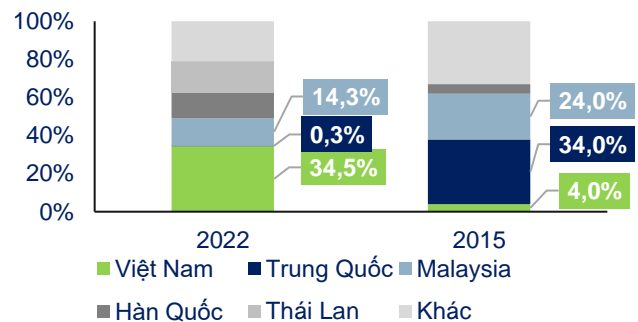
Sản lượng nhập khẩu pin mặt trời của Mỹ



Nguồn: EIA

#### Biểu đồ 37: Thị phần chuyển từ Trung Quốc sang Đông Nam Á

So sánh thị phần xuất khẩu pin mặt trời vào Mỹ năm 2015 và 2022



Nguồn: EIA, US Census

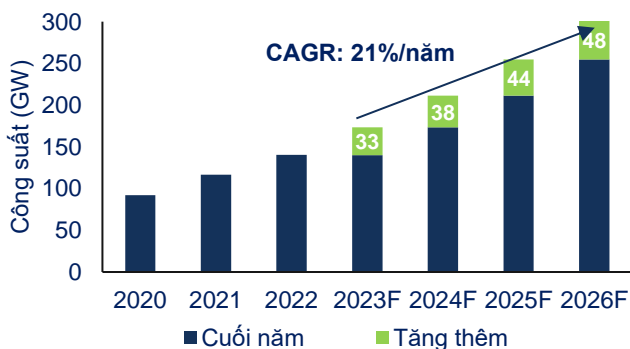
**Nhập khẩu pin năng lượng mặt trời tại Mỹ dự phóng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng** do nhu cầu tăng nhanh nhưng nguồn cung nội địa chưa tăng kịp trong ngắn hạn. Cụ thể,

(1) Nhu cầu lắp đặt pin mặt trời dự kiến tăng cao do đạo luật giảm lạm phát thúc đẩy đầu tư năng lượng xanh. Theo Bloomberg, tới 2036 nhu cầu pin mặt trời sẽ đạt 303 GW tương đương CAGR 21%/năm từ 2022. Tuy nhiên,

(2) Nguồn cung nội địa Mỹ hiện tại chưa đủ và khó tăng nhanh trong 2 – 3 năm tới. Cụ thể, cuối năm 2022 tổng sản lượng pin mặt trời/năm là 9 GW thấp hơn khoảng 62% so với nhu cầu. Mặc dù số lượng công suất đăng ký sản xuất tăng cao trong những năm tới, tuy nhiên sẽ khó hoàn thành trong ngắn hạn do thiếu Cell (bộ phận quan trọng để sản xuất pin mặt trời, hiện tại Mỹ chưa sản xuất Cell và sẽ mất 2 – 3 năm để xây dựng), Wood Mackenzie.

#### Biểu đồ 38: Nhu cầu pin mặt trời tại Mỹ tăng nhanh

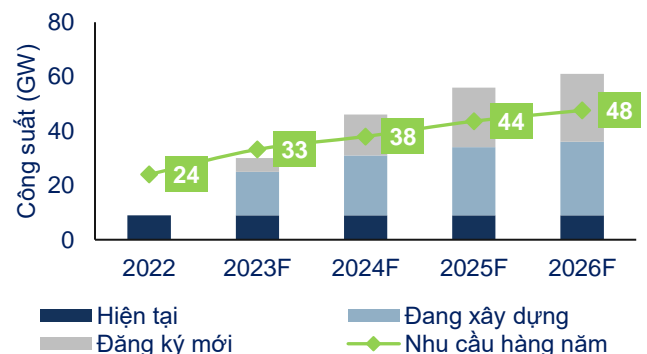
Dự phóng nhu cầu điện mặt trời của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, Wood Mackenzie

#### Biểu đồ 39: Nguồn cung hiện tại chưa đáp ứng

Dự phóng nhu cầu và công suất pin mặt trời hàng năm Mỹ



Nguồn: Wood Mackenzie

## Rủi ro

Sau khi hết thời hạn miễn trừ thuế vào tháng 06/2024, các doanh nghiệp Việt Nam có thể sẽ đối mặt với rủi ro áp thuế. Cụ thể, tháng 08/2023 Mỹ đã ra quyết định áp thuế với 02 công ty sản xuất pin mặt trời Việt Nam do có liên quan đến trợ cấp từ Trung Quốc, lần lượt là Trina Solar và Vina Solar. Theo đó, 02 công ty này sẽ phải chịu mức thuế 240%, tuy nhiên sẽ được miễn thực thi đến tháng 06/2024.

## C. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### 1. Cơ cấu nguồn vốn an toàn

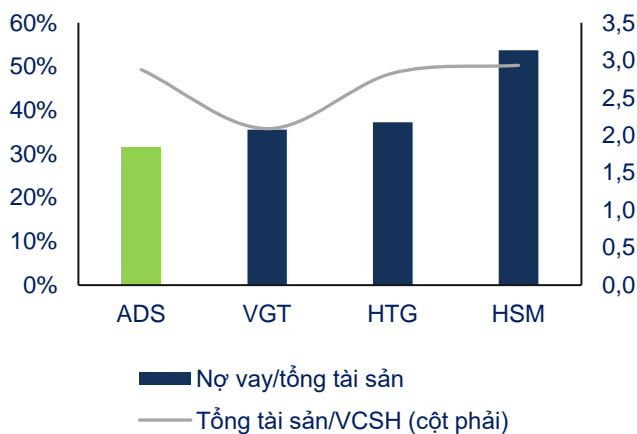
#### 1.1. Cơ cấu nguồn vốn

ADS ở mức trung bình trong nhóm so sánh về cả tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản và hệ số đòn bẩy. Tỷ trọng nợ vay của ADS ở mức 31% - thấp nhất trong nhóm so sánh, hệ số đòn bẩy ở mức 2,8 lần tương đương với các doanh nghiệp trong ngành.

Về cơ cấu nợ vay, nợ ngắn hạn chiếm 90% - chủ yếu để mua nguyên liệu dệt may khi vốn lưu động của doanh nghiệp chưa đáp ứng được nhu cầu trong năm.

**Biểu đồ 40: Tỷ trọng nợ vay và đòn bẩy ở mức trung bình**

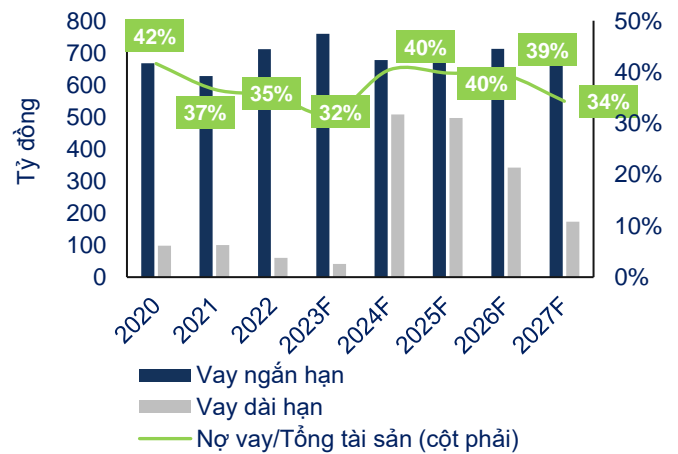
Tỷ trọng nợ vay và đòn bẩy của một số doanh nghiệp dệt may tại Q3/2023



Nguồn: ADS

**Biểu đồ 41: Cơ cấu nguồn vốn hiện tại và dự phóng ở mức an toàn**

Xu hướng cơ cấu nguồn vốn và nợ vay của ADS



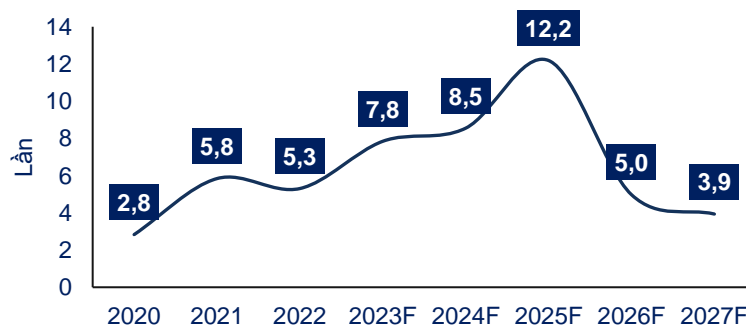
Nguồn: ADS, FPT S ước tính

Từ nhu cầu đầu tư bất động sản công nghiệp (chỉ tính các dự án đang phát triển) chúng tôi dự phóng tỷ trọng nợ vay/TTS của ADS sẽ tăng từ 31% ở năm Q3/2023 lên 40% năm 2025. Mức thay đổi này không có ảnh hưởng đáng kể đến cơ cấu nguồn vốn của ADS.

#### 1.2. Khả năng thanh toán lãi vay

**Biểu đồ 42: ADS đủ khả năng chi trả lãi vay**

EBITDA/chi phí lãi vay



Nguồn: ADS, FPT S ước tính

Để đánh giá khả năng trả lãi vay của ADS, chúng tôi sử dụng chỉ số EBITDA/Chi phí lãi vay. **Chúng tôi đánh giá chỉ số này hiện tại và dự phóng đều ở mức an toàn.** Hệ số khả năng trả lãi ổn định ở 4 lần, nghĩa là ADS đủ khả năng trả lãi vay trong 4 năm nếu hoạt động kinh doanh bị đình trệ. Tỷ số này cải thiện trong 2023F – 2025F nhờ doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận từ các dự án bất động sản đang phát triển. Trong dài hạn, chúng tôi dự phóng hệ số này trung bình đạt 4 lần – giả định hoạt động kinh doanh chủ yếu là dệt may.

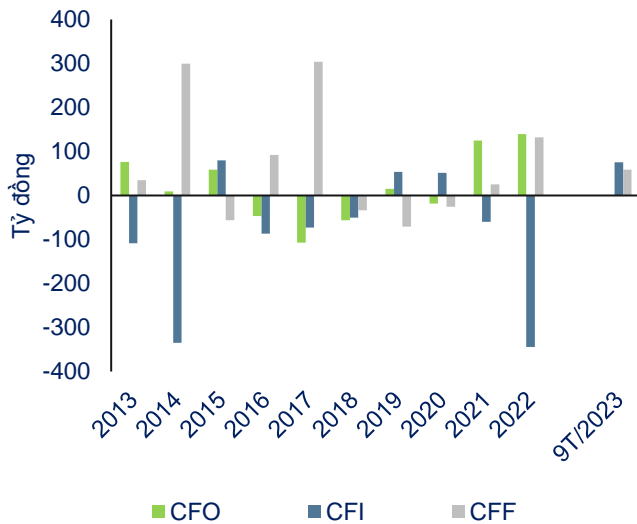
**Chúng tôi cho rằng, cơ cấu nguồn vốn an toàn sẽ giúp ADS thuận lợi tiếp cận các nguồn vốn vay, để phục vụ nhu cầu đầu tư các dự án bất động sản công nghiệp và năng lượng trong tương lai.**

## 2. Dòng tiền kinh doanh được cải thiện nhờ thu được tiền từ mảng bất động sản

Nhìn chung, dòng tiền của ADS cải thiện trong 03 năm gần đây nhờ đóng góp từ các dự án bất động sản. Giai đoạn 2016 – 2019 dòng tiền kinh doanh thấp do tiền tồn đọng ở phải thu khách mua bất động sản khi ADS mở bán các dự án dân cư – phải thu bất động sản trung bình ~123 tỷ đồng. Năm 2021, dòng tiền kinh doanh của ADS tăng mạnh lên 125 tỷ đồng (cao nhất từ 2013) phần lớn phản ánh ADS thu được 71,7 tỷ từ khách hàng mua bất động sản dân cư. Đến năm 2022, dòng tiền tiếp tục được cải thiện nhờ ghi nhận 39 tỷ lợi nhuận từ cho thuê CCN An Ninh.

**Biểu đồ 43: Dòng tiền kinh doanh cải thiện nhờ...**

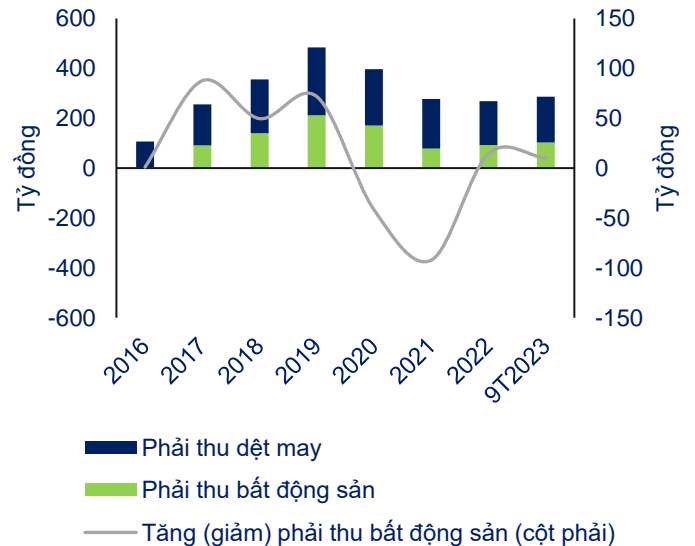
Dòng tiền của ADS



Nguồn: ADS

**Biểu đồ 44: ... thu được tiền từ bất động sản**

Cơ cấu khoản phải thu của ADS

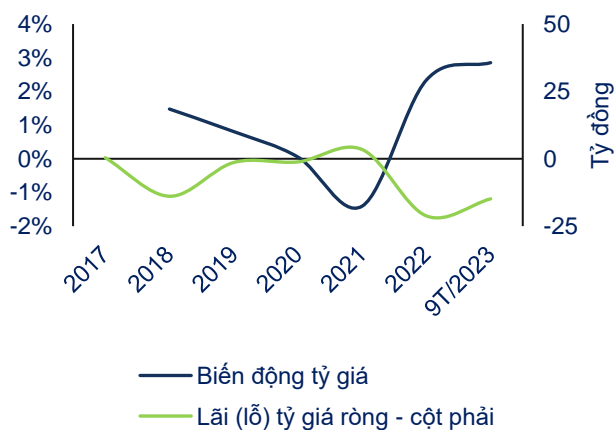


Nguồn: ADS

## 3. Rủi ro tỷ giá được bù đắp một phần từ doanh thu bằng USD

**Biểu đồ 45: Biến động tỷ giá tác động đến kết quả kinh doanh của ADS**

Biến động tỷ giá và lãi (lỗ) tỷ giá



Nguồn: ADS

ADS chịu rủi ro biến động tỷ giá do doanh nghiệp có dư nợ thuần USD (nợ phải trả USD – tài sản USD) khoảng 400 tỷ đồng tại Q3/2023 (chiếm ~15% nguồn vốn, trong đó 95% là nợ ngắn hạn). Lũy kế 9T/2023, ADS đã ghi nhận khoản lỗ tỷ giá ròng khoảng 15 tỷ đồng tương đương ~18% lợi nhuận trước thuế, do tỷ giá USD/VND tăng mạnh 2,9% từ đầu tháng 07 đến cuối tháng 09 (thông thường tỷ giá chỉ biến động từ -1% đến +1%).

Cần lưu ý rằng, rủi ro này được bù đắp một phần do 65% doanh thu của ADS bằng USD. Theo đó, ADS được hưởng lợi khi tỷ giá tăng, nhưng khoản lợi này được phản ánh trực tiếp vào doanh thu mà không được ghi nhận trên các khoản mục lãi (lỗ) tỷ giá. Sau khi điều chỉnh cho khoản lợi trên, chúng tôi ước tính nếu tỷ giá tăng 1% trong 1 năm thì ADS sẽ chỉ lỗ khoảng ~500 triệu đồng (giảm một nửa so với ghi nhận trên khoản mục lãi lỗ tỷ giá).



## D. TỔNG HỢP TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung dự phóng kết quả kinh doanh của lĩnh vực **Dệt may** và **Bất động sản**. Đối với mảng BOT và Sản xuất pin mặt trời chúng tôi không đưa vào dự phóng do hạn chế thông tin về khả năng hạch toán doanh thu và tiến độ thực hiện dự án.

### I. TRIỂN VỌNG

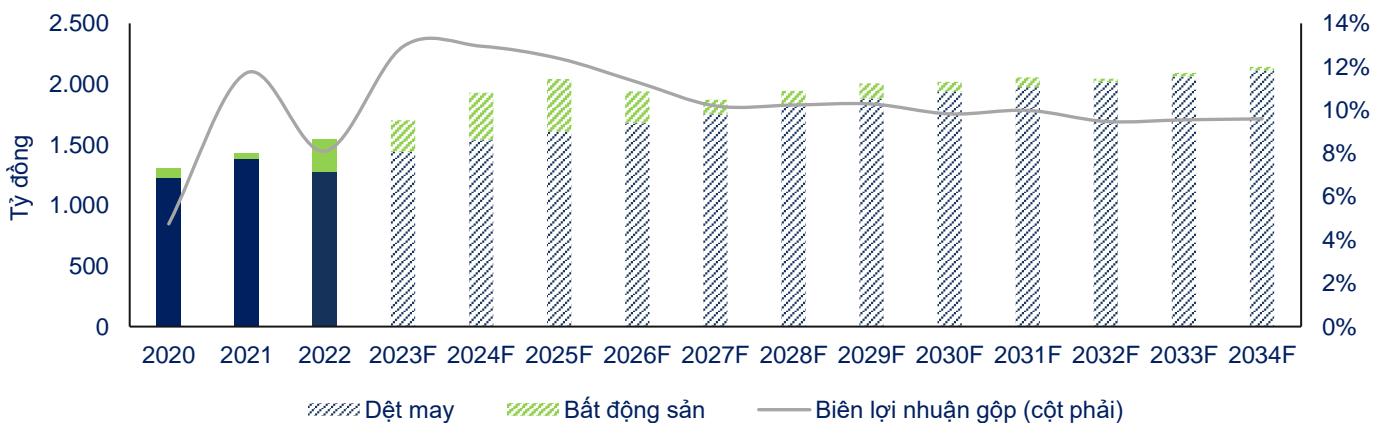
#### 1. Mảng dệt may hồi phục, động lực tăng trưởng cao từ bất động sản công nghiệp

Như đã phân tích ở trên, triển vọng cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận gộp ngắn hạn và trung hạn đến từ mảng dệt may hồi phục và ghi nhận các dự án bất động sản. Theo đó, dự phóng doanh thu ADS năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 1.700 (tương đương 2022) tỷ đồng và 1.933 tỷ đồng (+13,6% YoY). Trong đó,

**Dệt may:** Năm 2023 doanh thu ~1.440 tỷ đồng (+12,5% YoY) hồi phục từ nền thấp ở 2022. Đến 2024 doanh thu dự phóng đạt 1.546 tỷ đồng, tăng trưởng chậm lại ở 7,3% YoY. Biên lợi nhuận gộp 2023 – 2024 trung bình đạt 8,5% - cải thiện 8 đp so với 2022 nhờ giá bông hạ nhiệt và nhu cầu hồi phục. Trong dài hạn chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trung bình 3,1%/năm đến 2034 (đạt 2.110 tỷ đồng). Chúng tôi dự phóng triển vọng tăng trưởng dệt may dựa trên giả định giá bông và nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu ổn định.

**Bất động sản:** là động lực tăng trưởng trung hạn với kỳ vọng phần lớn doanh thu sẽ ghi nhận trong 2023F – 2026F. Trong đó, năm 2023 doanh thu bất động sản kỳ vọng đạt 261 tỷ (210 tỷ trong Q4/2023) – tương đương 2022, biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 36%. Trong 2024 và 2025 dự phóng doanh thu bất động sản lần lượt đạt 378 (+48% YoY) tỷ và 432 tỷ (+11% YoY) từ các dự án CCN và dân cư. Mặc dù ADS có kế hoạch đầu tư thêm 02 CCN trong 2024 – 2026, tuy nhiên chúng tôi không đưa vào dự phóng do lĩnh vực bất động sản có rủi ro cao, phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế và ảnh hưởng lớn bởi chính sách (đặc biệt chính sách cấp phép đầu tư và tín dụng).

**Biểu đồ 46: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp ADS**



#### 2. Triển vọng và chiến lược kinh doanh dài hạn: khả năng huy động vốn có vai trò quan trọng

**Chúng tôi cho rằng khả năng huy động vốn có vai trò quan trọng để ADS thực hiện chiến lược mở rộng kinh doanh** (để so sánh, hiện nay VCSH của ADS ~900 tỷ, trong khi tới 2025 cần ~1.400 tỷ đồng - với giả định VCSH chiếm 30% tổng vốn đầu tư). Theo đó, chúng tôi cũng lưu ý Quý nhà đầu tư có thể theo dõi thêm những hoạt động huy động vốn của ADS trên thị trường trong tương lai.

Trong 5 năm tới, ADS có chiến lược đầu tư mạnh vào mảng bất động sản công nghiệp và sản xuất pin mặt trời, ngược lại hạn chế đầu tư mở rộng mảng may. Cụ thể,

**Bất động sản công nghiệp:** Tới năm 2025, ADS dự kiến sẽ tăng quỹ đất công nghiệp lên 600ha (tăng 450 ha so với hiện nay), với diện tích tăng thêm vẫn đến từ các dự án CCN tại Thái Bình. Chúng tôi ước tính ADS sẽ cần ~3.600 tỷ để đầu tư 450 ha đất công nghiệp (suất đầu tư ~8,5 tỷ đồng/ha – tương đương với trung bình 2020 – 2023).

**Sản xuất pin mặt trời:** Đến cuối năm 2025, ADS có kế hoạch hoàn thành giai đoạn 02 của nhà máy AD Green, tăng công suất lên 3 GW/năm (gấp đôi so với hiện nay). Theo ADS, tổng vốn đầu tư khoảng 1.000 tỷ đồng.

## II. RỦI RO

### 1. Biến động giá bông

Dệt may chịu ảnh hưởng lớn từ giá bông có biến động cao. Nhìn chung, giá bông tăng khiến ADS chịu tác động tiêu cực với khả năng chuyển giá thấp (do đầu ra tăng trưởng thấp và áp lực cạnh tranh cao).

Tuy nhiên, kết quả kinh doanh ngắn hạn của ADS có độ trễ 03 – 06 tháng so với giá bông do cơ chế duy trì tồn kho bông để sản xuất (trung bình ~3 đến 4 tháng). Theo đó, giá bông tăng mạnh có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp của ADS trong 01 – 02 quý tiếp theo khi giá vốn bông của ADS thấp hơn thị trường và ngược lại.

### 2. Nhu cầu có thể tăng trưởng thấp trong 2024

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu các sản phẩm dệt may của Trung Quốc và Nhật Bản sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2024, tuy nhiên tốc độ tăng có thể sẽ bị hạn chế bởi tiêu dùng tại 02 thị trường này dự phóng tăng chậm. Cụ thể, GDP thực của Trung Quốc và Nhật Bản dự phóng tăng trưởng ở 4,5%YoY và 1,0% YoY, lần lượt thấp hơn 0,7 đpt và 0,9 đpt so với năm 2023, theo *Goldman Sachs*.

### 3. Tiến độ CCN Ninh An

ADS có kế hoạch hoàn thành và ghi nhận doanh thu trong năm 2024, tuy nhiên kế hoạch này khá tham vọng khi so sánh với CCN An Ninh với diện tích tương tự nhưng mất tới ~2 năm từ khi đầu tư đến lúc có doanh thu.

## E. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá ADS dựa trên phương pháp Tổng giá trị các thành phần, trong đó giá trị các mảng: Dệt may, BĐS công nghiệp, BOT và Pin mặt trời lần lượt: 7.850 VND/cp, 5.300 VND/cp, 1.600 VND/cp và 870 VND/cp.

Giá mục tiêu của cổ phiếu ADS là 15.600 VND/cp, cao hơn 17,2% so với mức giá đóng cửa ngày 05/12/2023, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ADS cho mục tiêu trung hạn. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thêm thông tin về tình hình đơn hàng dệt may và tiến độ thực hiện các dự án của ADS.

Kết quả định giá Tổng giá trị các thành phần gồm: Dệt may, Bất động sản công nghiệp, BOT và Pin mặt trời

STT	Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Kết quả (VND/cp)
A	Dệt may	Chiết khấu dòng tiền (DCF)	7.850
B	Bất động sản công nghiệp	Chiết khấu dòng tiền (DCF)	5.300
C	BOT	So sánh P/B	1.600
D	Lắp ráp pin mặt trời	So sánh P/B	870
<b>A+B+C+D</b>	<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>15.600</b>

## I. DỆT MAY

### 1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng VCSH	13,9%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	10,0%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	2,6%
Hệ số beta không đòn bẩy	0,54
Phần bù rủi ro thị trường	10,9%
Tăng trưởng dài hạn	1%
Thời gian dự phóng	10 năm

## 2. Kết quả định giá FCFE và FCFF

<b>Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)</b>	<b>Giá trị</b>
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	372.161
(+) Tiền mặt	220.369
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	7.543
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>574.561</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	66,0
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>7.883</b>
<b>Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)</b>	<b>Giá trị</b>
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	1.072.813
(+) Tiền mặt	220.369
(-) Vay nợ	771.278
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	7.543
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>540.007</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	66,0
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>7.794</b>

## II. BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP

### 1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

<b>Giả định mô hình</b>	<b>An Ninh</b>	<b>Ninh An</b>
Chi phí sử dụng VCSH	10,5%	10,3%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	10,4%	10,3%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	2,6%	2,6%
Hệ số beta không đòn bẩy	0,7	0,7
Phần bù rủi ro thị trường	10,9%	10,9%
Thời gian dự phóng	10 năm	10 năm

### 2. Kết quả định giá FCFE

<b>Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)</b>	<b>Giá trị</b>
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	428.420
CCN An Ninh	172.130
CCN Ninh An	256.290
(+) Tiền mặt	0
<b>Giá trị giả hữu của ADS</b>	<b>342.987</b>
CCN An Ninh (ADS sở hữu 85%)	137.955
CCN Ninh An (ADS sở hữu 85%)	205.032
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	66
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>5.300</b>
CCN An Ninh (ADS sở hữu 85%)	2.150
CCN Ninh An (ADS sở hữu 85%)	3.250

### III. BOT

#### 1. Kết quả định giá

Chỉ tiêu	Giá trị
Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu của ADS (tỷ đồng)	182
Số cổ phiếu (triệu cp)	66
Hệ số P/B trung bình	0,75x
Giá trị (VND/cp)	1.595

#### 2. Các doanh nghiệp hạ tầng áp dụng tính P/B trung bình

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	P/B
CTCP Đầu tư hạ tầng giao thông Đèo Cả	HHV	4.940	8.562	0,5x
CTCP Đầu tư hạ tầng kỹ thuật thành phố Hồ Chí Minh	CII	4.487	8.106	0,5x
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G	4.108	3.695	1,1x
<b>Trung bình</b>				<b>0,7x</b>

### IV. LẮP RÁP PIN MẶT TRỜI

#### 1. Kết quả định giá

Chỉ tiêu	Giá trị
Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu của ADS (tỷ đồng)	39,6
Số cổ phiếu	66
Hệ số P/B trung bình	1,4x
Giá trị (VND/cp)	870

#### 2. Các doanh nghiệp sản xuất pin mặt trời áp dụng tính P/B trung bình

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Giá trị sổ sách (triệu USD)	P/B <sup>3</sup>
EGing Photovoltaic Technology	Trung Quốc	999	443,4	1,6x
United Renewable Energy	Đài Loan	757	541,4	0,8x
TSEC Corp	Đài Loan	468	206,2	1,3x
Motech Industries Inc	Đài Loan	373	138,1	1,6x
Tainergy Tech Co Ltd	Đài Loan	229	81,6	1,7x
<b>Trung bình</b>				<b>1,4x</b>

<sup>3</sup> Hệ số P/B đã điều chỉnh cho thị trường Việt Nam

**F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1.693	1.702	1.927	2.043
- Giá vốn hàng bán	1.555	1.485	1.681	1.794
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>138</b>	<b>217</b>	<b>246</b>	<b>249</b>
- Chi phí bán hàng	17	19	23	23
- Chi phí quản lí DN	30	36	41	42
- Lợi nhuận khác	90	162	183	184
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
- (Lỗ)/lãi HĐTC	4	(10)	(9)	(8)
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	<b>131</b>	<b>155</b>	<b>178</b>	<b>182</b>
- Chi phí lãi vay	44	57	54	39
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>124</b>	<b>143</b>
- Thuế TNDN	11	14	17	20
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>121</b>
EPS (đ)	1.705	1.229	1.473	1.402

Khả năng sinh lợi	2022A	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,1%	12,7%	12,8%	12,2%
Tỷ suất LNST	4,4%	4,9%	5,6%	5,9%
ROE DuPont	10,9%	10,6%	11,1%	10,2%
ROA DuPont	3,2%	3,3%	3,4%	3,1%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,7%	9,1%	9,2%	8,9%
LNST/LNNT	78,2%	82,5%	78,6%	64,7%
LNNT / EBIT	66,0%	63,3%	69,4%	78,4%
Vòng quay tổng tài sản	81,2%	69,5%	67,8%	68,3%
Đòn bẩy tài chính	335,8%	321,1%	323,4%	330,1%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023F	2024F	2025F
Thanh toán hiện hành	1,22	1,37	1,36	1,41
Thanh toán nhanh	0,90	1,00	1,07	1,22
Thanh toán tiền mặt	0,28	0,46	0,54	0,68
Nợ / Tài sản	0,35	0,33	0,34	0,34
Nợ / VCSH	1,25	1,07	1,08	1,06
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,16	1,01	1,04	1,03
Nợ dài hạn / VCSH	0,10	0,06	0,04	0,03
Khả năng TT lãi vay	2,94	3,27	3,87	3,61

CĐKT	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản</b>	<b>1.670</b>	<b>2.039</b>	<b>1.825</b>	<b>1.855</b>
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	55	256	394	570
+ Các khoản phải thu	830	693	709	700
+ Hàng tồn kho	448	473	390	250
+ Tài sản ngắn hạn khác	11	9	10	10
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.670</b>	<b>1.767</b>	<b>1.837</b>	<b>1.867</b>
+ Nguyên giá TSCĐHH	440	444	448	452
+ Khấu hao lũy kế	(261)	(301)	(341)	(382)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	180	143	107	70
+ Đầu tư tài chính dài hạn	303	303	303	303
+ Tài sản dài hạn khác	26	26	26	26
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>511</b>	<b>475</b>	<b>439</b>	<b>402</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.182</b>	<b>2.242</b>	<b>2.276</b>	<b>2.260</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	100	101	105	107
+ Vay và nợ ngắn hạn	711	968	734	752
+ Nợ ngắn hạn khác				
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1365</b>	<b>1572</b>	<b>1347</b>	<b>1322</b>
+ Vay và nợ dài hạn	60	42	507	497
+ Nợ dài hạn khác				
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>160</b>	<b>73</b>	<b>33</b>	<b>23</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.525</b>	<b>1.645</b>	<b>1.380</b>	<b>1.344</b>
+ Thặng dư	60	63	63	63
+ Vốn điều lệ	438	584	584	584
+ LN chưa phân phối	100	18	34	62
+ Khác	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>657</b>	<b>869</b>	<b>884</b>	<b>913</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.182</b>	<b>2.242</b>	<b>2.276</b>	<b>2.260</b>

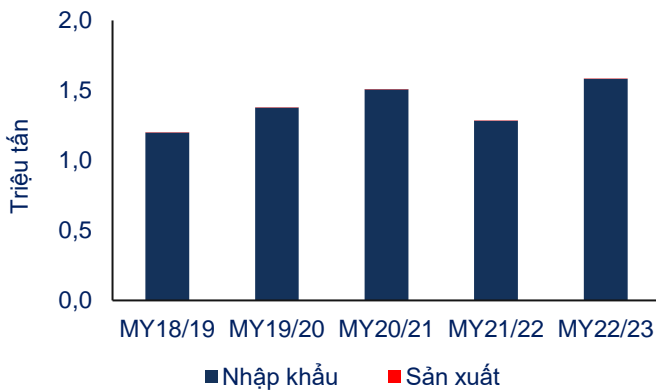
Hiệu quả vận hành	2022A	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	40,40	38,00	34,00	33,00
Số ngày tồn kho	82,58	95,43	73,91	44,72
Số ngày phải trả	21,50	25,68	24,97	24,16
Thời gian luân chuyển tiền	101,48	107,76	82,94	53,57
COGS / Hàng tồn kho	3,47	2,80	3,62	5,89

**G. PHỤ LỤC**
**1. Tổng quan mảng bông, sợi**
**BÔNG (quay lại)**

Nhìn chung, các doanh nghiệp thương mại bông và sản xuất sợi Việt Nam chịu rủi ro với biến động giá bông thế giới khi phải nhập khẩu 99% bông – trong đó, khoảng 80% sản lượng đến từ 03 nước Mỹ, Úc, Brazil. Việt Nam phải nhập khẩu gần như toàn bộ bông chủ yếu do sản xuất nội địa chỉ đáp ứng ~0,1% nhu cầu và rất khó tăng sản lượng (tới 2023 sản lượng bông chỉ tương đương năm 2016 đạt ~3.000 tấn/năm).

**Biểu đồ 47: Bông phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu**

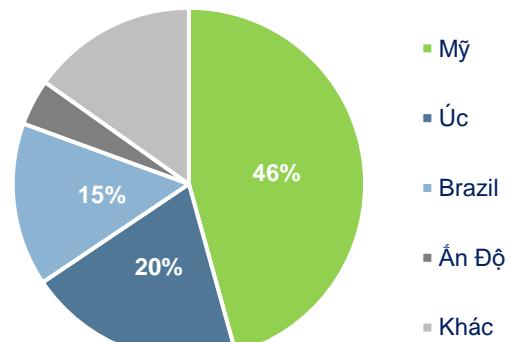
Nhu cầu bông trong nước



Nguồn: USDA, \*Năm sản xuất (MY) bắt đầu từ tháng 08

**Biểu đồ 48: 80% bông được nhập khẩu từ Mỹ, Úc, Brazil**

Sản lượng bông nhập khẩu theo quốc gia năm 2023E

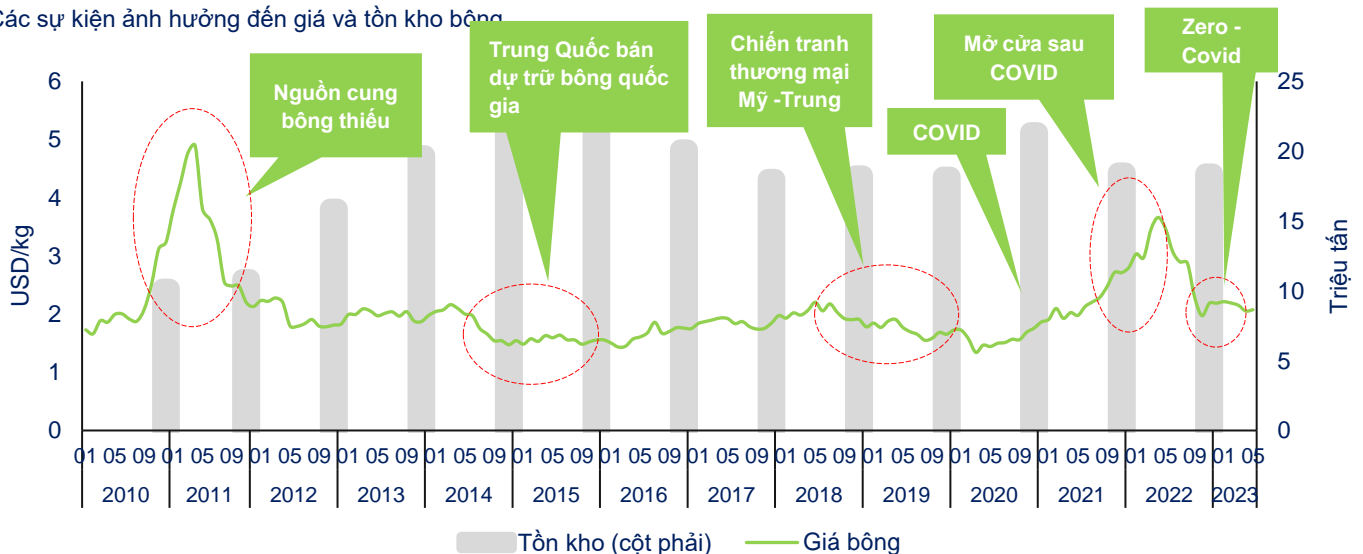


Nguồn: VCOSA

Giá bông ngắn hạn biến động mạnh do phụ thuộc vào thời tiết và cung cầu của một nhóm các quốc gia sản xuất, tiêu thụ lớn. Ở phía cung, 60% nguồn cung bông thế giới đến từ Trung Quốc, Ấn Độ, Mỹ. Về phía cầu thì Trung Quốc và Ấn Độ cũng chiếm đến 54% tiêu thụ bông toàn cầu. Trong dài hạn, giá bông giảm khi tồn kho tăng.

**Biểu đồ 49: Biến động giá bông ngắn hạn phụ thuộc cung – cầu của các quốc gia sản xuất - tiêu thụ chính**

Các sự kiện ảnh hưởng đến giá và tồn kho bông



Nguồn: Bloomberg, USDA, FPTs tổng hợp

**Các sự kiện tác động đến giá bông: (quay lại)**

**Giai đoạn 2010 – 2011:** Giá bông biến động mạnh chỉ trong 1 năm do chênh lệch cung cầu. Giá bông tăng mạnh 60% YoY từ đầu 2010 chủ yếu đến từ nguồn cung thấp do diện vùng trồng thu hẹp trong 2008 – 2011, trong khi nhu cầu duy trì tăng trưởng. Đến 2012, giá bông lại giảm sâu 42% YoY khi nguồn cung dự báo tăng mạnh.

Giai đoạn 2014 – 2015: Giá bông giảm 16% YoY chủ yếu do Trung Quốc bán lượng lớn dự trữ bông quốc gia.

Giai đoạn 2018 – 2019: Giá bông giảm 13% YoY do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung tạo áp lực lên đầu ra ngành dệt may Trung Quốc.

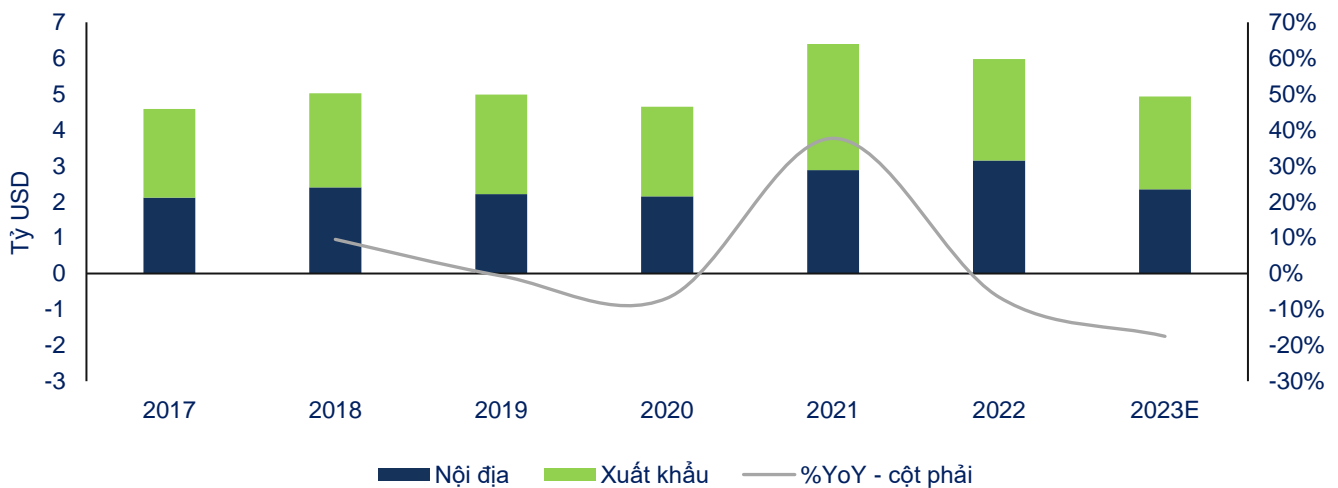
Năm 2020: COVID-19 bùng nổ khiến nhu cầu ngành dệt may thu hẹp, giá bông giảm 10% YoY

Giai đoạn 2021 – 2023: Nhu cầu tăng cao khi các nước mở cửa sản xuất trở lại, trong khi nguồn cung không sẵn có do tắc nghẽn chuỗi cung ứng, giá bông tăng 30% YoY trong 2021 và 2022. Sau đó giá bông lại giảm mạnh khi Trung Quốc thực hiện zero COVID-19 khiến nhu cầu giảm sâu, giá giảm 26% YoY từ nửa cuối 2022.

## SỢI

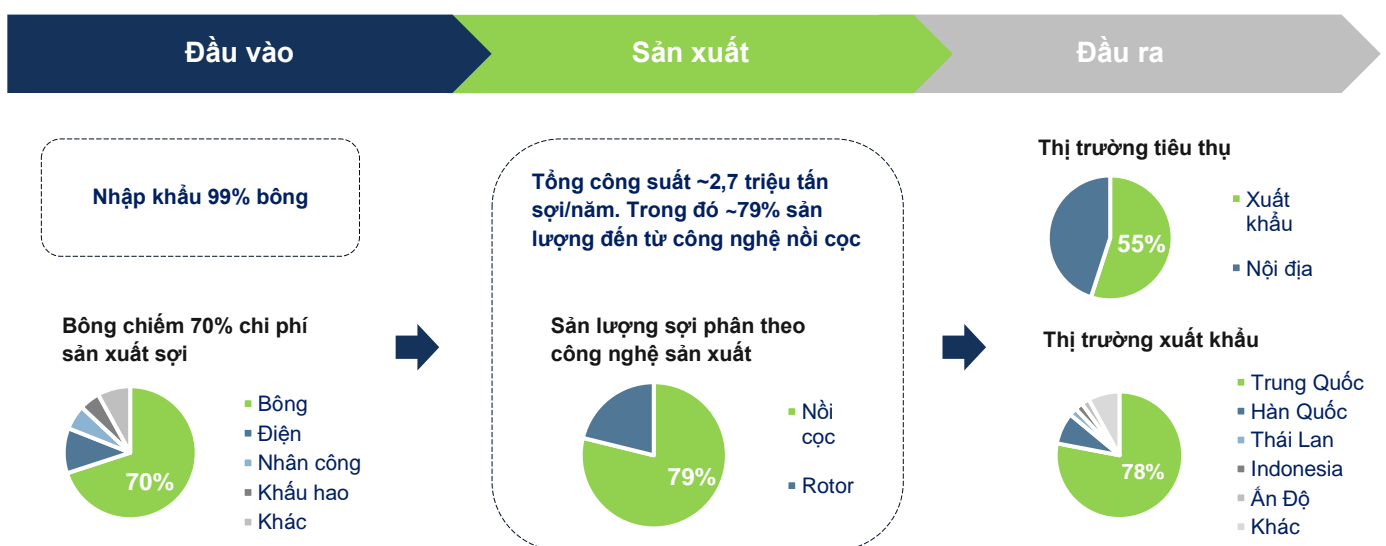
Ngành sợi cotton Việt Nam nằm ở thượng nguồn chuỗi giá trị dệt may Việt Nam (sợi – vải – may) với ~58% sản phẩm đầu ra phục vụ cho xuất khẩu, còn lại dùng cho ngành dệt vải nội địa. Tới 2023E, thị trường sợi cotton có giá trị khoảng 5 tỷ USD, tương đương ~10% quy mô ngành dệt may Việt Nam. Nhìn chung ngành tăng trưởng tương đối chậm trong 07 năm gần đây, đến từ cầu tiêu thụ nội địa và xuất khẩu đều giảm tốc. **Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích thị trường sợi xuất khẩu do đây là thị trường chính của ADS.**

**Biểu đồ 50: Quy mô doanh thu ngành sợi tăng trưởng chậm**



Nguồn: USDA, FPTs ước tính

**Biểu đồ 51: Chuỗi giá trị ngành sợi Việt Nam**

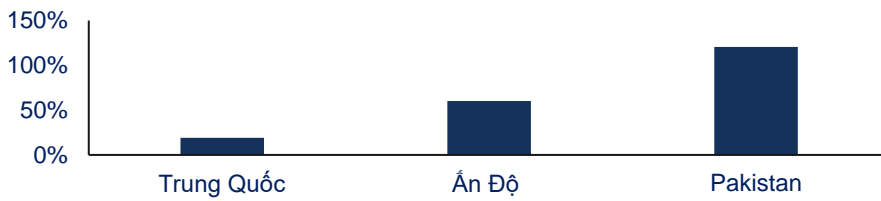


Nguồn: FPTs tổng hợp

(1) **Đầu vào:** Giá điện rẻ giúp tăng khả năng cạnh tranh cho sợi xuất khẩu của Việt Nam.

**Biểu đồ 52: Giá điện Việt Nam thấp trong nhóm nước sản xuất sợi lớn**

Chênh lệch giá điện sản xuất so với Việt Nam



Nguồn: Global Petro Price

Chi phí điện thấp (chiếm khoảng 10% - 12% giá vốn) góp phần tăng lợi thế cạnh tranh cho sợi cotton xuất khẩu của Việt Nam.

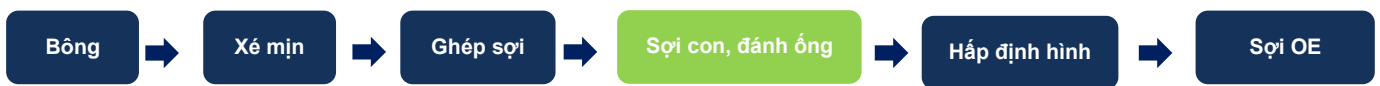
Hiện nay chi phí điện của Việt Nam khoảng 0,073 USD/kWh, rẻ hơn 16% so với Trung Quốc, lần lượt 37% và 54% so với các nước Ấn Độ và Pakistan – các nước xuất khẩu sợi lớn vào Trung Quốc ([quay lại](#))

(2) **Sản xuất:** Các doanh nghiệp trong ngành không có sự khác biệt lớn về công nghệ sản xuất và kỹ thuật kéo sợi. 02 công nghệ được sử dụng phổ biến hiện nay là nôi cọc (Ring Spinning) và OE (Open-End Spinning).

Nhìn chung, sản xuất theo công nghệ CD phổ biến hơn (~80% sản lượng) do sợi đầu ra có nhu cầu cao hơn, theo đó, giá bán cao hơn sợi OE khoảng 30%.

Công nghệ CD dùng xơ dài để kéo sợi theo phương pháp nôi cọc, còn công nghệ OE dùng xơ ngắn để tạo sợi theo phương pháp Rotor. Công nghệ OE ra đời sau nhưng không thể thay thế hoàn toàn công nghệ CD vì chỉ có thể tạo ra sợi thô, dày (chỉ số sợi thấp).

Công nghệ nôi cọc (Ring Spinning). ([quay lại](#))



Nguồn: FPT S tổng hợp

Công nghệ Roto (Open – End Spinning)

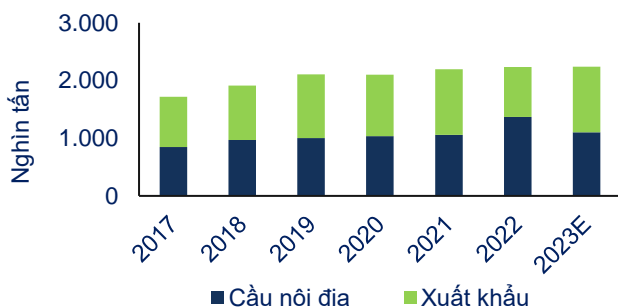


Nguồn: FPT S tổng hợp

(3) **Đầu ra:** Khoảng 60% sản lượng sợi của Việt Nam phải xuất khẩu (trong đó 78% sang Trung Quốc) do tình trạng dư thừa công suất của ngành sợi Việt Nam – quy mô sản xuất lớn nhưng ngành dệt vải phát triển chậm khiến phần lớn sợi phải xuất khẩu. Hiện nay, ngành sợi có ~110 doanh nghiệp, công suất ngành đạt ~8,6 triệu cọc sợi, tương đương sản xuất được khoảng 2,7 tấn sợi – gấp 1,4 lần so với nhu cầu trong nước.

**Biểu đồ 53: Ngành sợi cotton Việt Nam dư cung**

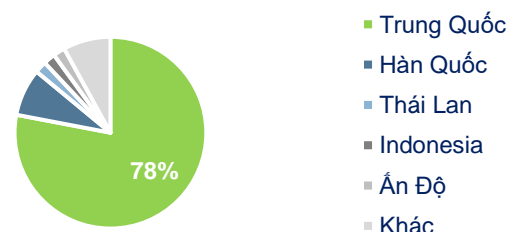
Cung cầu sợi cotton Việt Nam



Nguồn: USDA, FPT S ước tính

**Biểu đồ 54: 78% sợi cotton xuất khẩu sang Trung Quốc**

Cơ cấu sản lượng xuất khẩu sợi cotton của Việt Nam năm 2023E



Nguồn: VCOSA



## 2. Các chính sách ngành bông – sợi của Trung Quốc ([quay lại](#))

Chính sách	Thời gian	Nội dung	Tác động
<b>Trợ giá thu mua bông</b>			
	2015 – 2023	Chính phủ giảm trợ cấp thu mua bông. Thay đổi từ thu mua giá tối thiểu (mua với giá cao hơn giá thị trường) sang trợ cấp giá mục tiêu (trợ cấp cho phần giá bán thấp hơn thị trường).	Chênh lệch giá bông Trung Quốc và thế giới giảm. Đến 2023 chỉ còn ~2,5%
	2011 – 2015	Bắt đầu chính sách trợ giá mục tiêu vào 2011 và tăng trợ cấp hàng năm	Giá bông Trung Quốc trung bình cao hơn thế giới 45%.
<b>Hạn ngạch nhập khẩu</b>	2015 – 2023	894.000 tấn bông nhập khẩu sẽ có thuế 1%, ngoài hạn ngạch sẽ chịu thuế 40%	Thúc đẩy các doanh nghiệp sử dụng bông trong nước

Nguồn: USDA, FPTs tổng hợp

Hiện nay, Trung Quốc quản lý ngành bông qua 2 chính sách chính: Trợ giá và Quản lý hạn ngạch. Nhìn chung mục tiêu từ năm 2015 đến nay vẫn là giữ ổn định sản lượng, giá bông và ưu tiên sử dụng bông nội địa.

Từ nay đến 2025, chính sách ngành bông của Trung Quốc định hướng phát triển chậm lại ở cả (i) Sản lượng bông và (ii) Năng lực sản xuất sợi bông. Cụ thể,

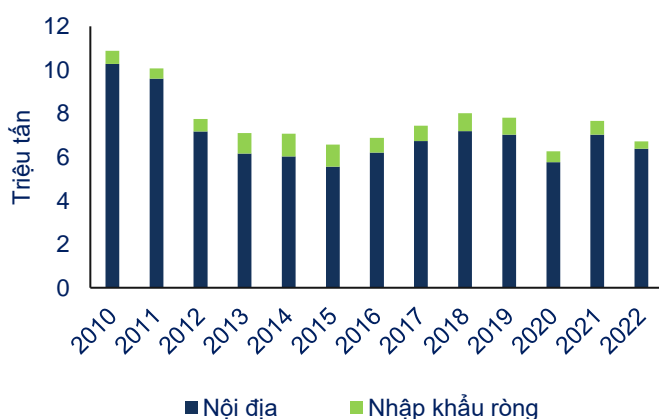
Sản lượng bông của Trung Quốc sẽ không tăng trong 2022 – 2025, theo kế hoạch phát triển của nước này, đến 2025 ước tính sản lượng bông đạt ~5,1 triệu tấn (bằng trung bình 2019 – 2022). Số lượng cọc sợi sẽ giảm từ 110 triệu xuống 100 triệu. Theo đó, tiếp tục kích thích nhu cầu nhập khẩu.

## 3. Cung cầu sợi cotton tại Trung Quốc ([quay lại](#))

Nhu cầu sợi cotton của Trung Quốc nhìn chung không tăng trưởng trong giai đoạn 2012 – 2022 chủ yếu do sự thay thế của sợi nhân tạo. Sợi nhân tạo được ưa chuộng hơn nhờ chi phí sản xuất rẻ, ít biến động; có thể sản xuất theo quy mô lớn với sản lượng đầu ra ổn định. CAGR 2013 – 2022 sản lượng sợi nhân tạo đạt 5,4%/năm, ngược lại nhu cầu sử dụng sợi cotton chỉ tương đương 2012.

**Biểu đồ 55: Cầu sợi cotton của Trung Quốc tăng trưởng chậm**

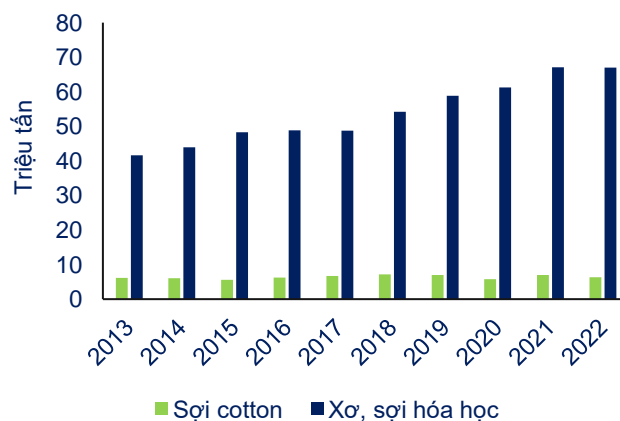
Nhu cầu sợi cotton của Trung Quốc



Nguồn: USDA

**Biểu đồ 56: Sợi nhân tạo được ưa chuộng hơn**

So sánh sản lượng sản xuất 02 loại sợi của Trung Quốc



Nguồn: USDA, China Statistics

#### 4. So sánh công suất của các doanh nghiệp sợi niêm yết ([quay lại](#))

Ngành sợi Việt Nam có khoảng 100 doanh nghiệp sản xuất sợi cotton, với tổng công suất khoảng 2,7 triệu tấn/năm. Trong đó, các doanh nghiệp niêm yết chỉ chiếm ~13% tổng công suất. ADS đứng thứ 5 trong 10 công ty sợi niêm yết có công suất lớn nhất Việt Nam với sản lượng khoảng 14.000 tấn/năm.

**Bảng 3: Công suất ngành sợi Việt Nam**

STT	Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Công suất (tấn/năm)
1	CTCP Sợi Phú Bài	SPB	20.493
2	CTCP Dệt Nam Định	NDT	18.509
3	CTCP Dệt may Hòa Thọ	HTG	18.200
4	CTCP Phong Phú	PPH	17.166
<b>5</b>	<b>CTCP Damsan</b>	<b>ADS</b>	<b>14.000</b>
6	CTCP Hanoisimex	HSM	14.000
7	CTCP Dệt may Huế	HDM	12.127
100	Toàn ngành		2.700.000

*Nguồn: Vinatex, FPTs tổng hợp*

#### 5. Các nhà máy sợi, khăn đang hoạt động của ADS

Hiện nay, ADS có 4 nhà máy sản xuất khăn và sợi, trong đó công suất lớn nhất là nhà máy sợi An Ninh thuộc công ty liên kết (CTCP Đầu tư An Ninh) – nhà máy này mới được đưa vào hoạt động trong năm 2023.

**Bảng 4: Các nhà máy dệt may của ADS**

Chỉ tiêu	Damsan I	Damsan II	Eiffel (thuộc công ty con)	An Ninh (thuộc công ty liên kết)
Công suất (tấn/năm)				
Sợi	2.200	0	6.000	7.000
Khăn	0	720	1.300	1.000
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	170	230	300	470

*Nguồn: ADS, FPTs tổng hợp và ước tính*

#### 6. So sánh Cụm công nghiệp (CCN) và Khu công nghiệp (KCN) ([quay lại](#))

CCN có quy mô nhỏ hơn, giá cho thuê thấp hơn và thường thu hút doanh nghiệp vừa và nhỏ tại địa phương.

Chỉ tiêu	Cụm công nghiệp (CCN)	Khu công nghiệp (KCN)
Mục đích đầu tư, chức năng	Sản xuất tiểu thủ công nghiệp, phụ tùng và chế biến nông, lâm, ngư nghiệp	Sản xuất hàng công nghiệp. Không có hoạt động sản xuất nông, lâm, ngư nghiệp
Diện tích	Tối đa 75 ha, tối thiểu 10ha	Không có quy định cụ thể
Quy mô doanh nghiệp hoạt động	Chủ yếu là doanh nghiệp vừa và nhỏ, sản xuất tiểu – thủ công nghiệp	Chủ yếu là các doanh nghiệp lớn
Giá cho thuê cơ sở hạ tầng	Bình quân chỉ bằng ½ giá cho thuê của KCN	

*Nguồn: FPTs tổng hợp*

## 7. Thực trạng phát triển cụm công nghiệp tại Thái Bình ([quay lại](#))

Hiện nay, Thái Bình có 44 CCN đã được quy hoạch phân khu, với tổng diện tích đất công nghiệp ~2.500 ha, tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt ~45%. Về quy hoạch, các CCN phân bổ dọc các tuyến đường chính (QL10, QL39, QL37B) và tập trung chủ yếu ở các huyện phía Bắc thành phố Thái Bình – chiếm ~70% diện tích đất cụm công nghiệp.

**Các CCN nằm gần thành phố Thái Bình có tỷ lệ lấp đầy cao hơn trung bình:** Các CCN tiếp giáp Tp. Thái Bình (Kiến Xương, Vũ Thư) có tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 62% cao hơn 20 đpt so với trung bình và 30 đpt so với các huyện ở xa (Hưng Hà, Thái Thụy), nhờ vị trí gần thị trường tiêu thụ lớn (Tp. Thái Bình) và nguồn cung lao động dồi dào, trình độ cao (tỷ lệ lao động đã qua đào tạo tại Tp. Thái Bình ~42,1% cao hơn 20 đpt so với trung bình tỉnh).

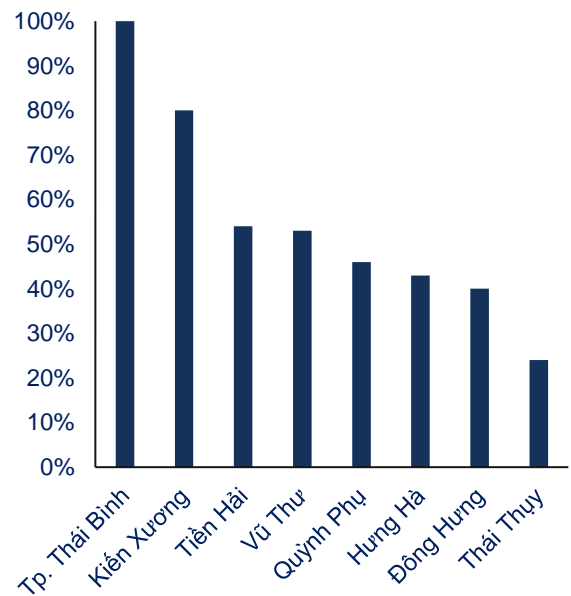
### Biểu đồ 57: CCN ở các huyện nằm gần Tp. Thái Bình có tỷ lệ lấp đầy cao hơn

Bản đồ quy hoạch tỉnh Thái Bình



Nguồn: Hệ thống bản đồ hành chính Việt Nam

Tỷ lệ lấp đầy các CCN tại Tp Thái Bình và các huyện



Nguồn: Quy hoạch tỉnh Thái Bình, FPTIS ước tính

**Nguồn cung định hướng tăng chậm lại, tập trung ở các huyện phía Bắc.** Theo quy hoạch của tỉnh, đến 2030 diện tích đất CCN sẽ đạt ~3.900ha (+56% so với 2022) – tương ứng tốc độ tăng nguồn cung bình quân đạt ~5,8%/năm chúng tôi ước tính chậm hơn 8,4 đpt so với CAGR giai đoạn 2013 – 2022 (đạt ~13,8%).

Về quy hoạch, ~76% nguồn cung tăng thêm phân bổ ở các huyện phía Bắc (Hưng Hà, Đông Hưng và Quỳnh Phụ), theo đó diện tích tại khu vực này sẽ tăng 108% so với 2022. Ngược lại các huyện phía Đông Nam như Tiền Hải, Kiến Xương chỉ chiếm 14% phần tăng thêm, tương ứng nguồn cung đất chỉ tăng 32%.

**Nhu cầu sử dụng tăng trưởng cao.** Năm 2022, diện tích đất CCN được sử dụng ước đạt ~1.000 ha, tỷ lệ lấp đầy đạt ~45%, lần lượt cao hơn 4,2 lần và 13 đpt so với năm 2013. Chúng tôi cho rằng, nhu cầu sử dụng đất CCN được hỗ trợ một phần bởi số lượng doanh nghiệp của Thái Bình tăng trưởng tốt, đạt ~9,5%/năm từ 2012 – tương đương với các tỉnh lân cận như Nam Định, Hải Phòng.

Về giá cho thuê và dịch vụ: không có sự khác biệt lớn giữa các khu vực trong tỉnh Thái Bình, phổ biến từ 55 – 65 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê năm. Các phí dịch vụ khác (quản lý, sử dụng điện, nước) chênh lệch nhỏ chỉ từ 0,3 – 0,5 USD.

## 8. Vị trí các dự án bất động sản dân cư của ADS ([quay lại](#))

Nhìn chung, các dự án đều nằm ở khu vực nhiều tiện ích và giao thông thuận lợi. Cụ thể,

**Tiện ích:** 03 dự án phân bổ xung quanh khu vực trung tâm T.p Thái Bình, nằm gần các dịch vụ tiện ích lớn như: Bệnh viện đa khoa Thái Bình, Đại học y dược Thái Bình, Bảo tàng, Quảng trường Thái Bình

**Thuận tiện di chuyển:** Các dự án nằm gần các trục đường lớn: Quang Trung, Trần Thái Tông, Lý Bôn - kết nối vùng trung tâm thành phố với các khu vực lân cận theo cả 4 hướng.

**Hình 5: Vị trí các dự án bất động sản dân cư**



Nguồn: ADS

## 9. Tổng quan ngành sản xuất pin mặt trời thế giới [\(quay lại\)](#)

**Nhìn chung ngành sản xuất pin mặt trời đang dư thừa công suất.** Đến cuối năm 2022, công suất sản xuất pin mặt trời vượt quá nhu cầu ít nhất 100%, chủ yếu đến từ sản lượng của Trung Quốc bùng nổ khi nước này có những cải tiến công nghệ đáng kể giúp tăng hiệu quả sản xuất theo quy mô.

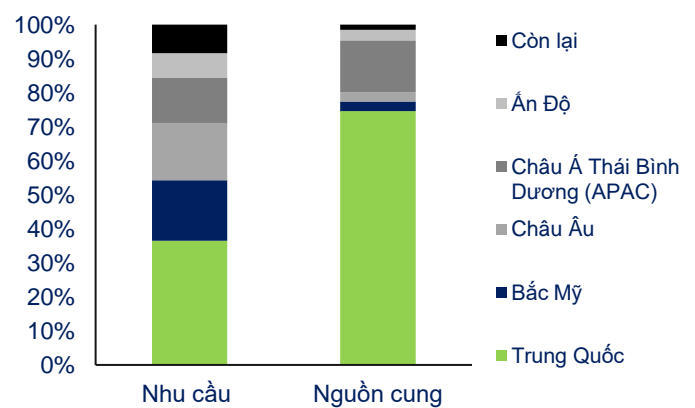
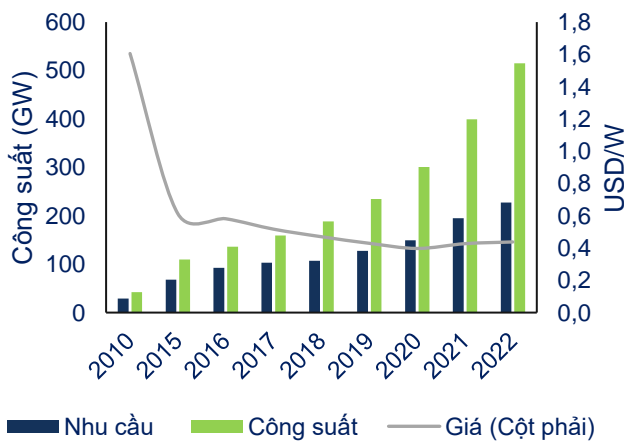
**Giá pin mặt trời giảm hơn 80% trong thập kỷ qua** (từ ~1,6 USD/W ở 2010 xuống 0,48 USD/W ở 2022) do chi phí sản xuất giảm mạnh nhờ năng suất theo quy mô cải thiện. Năm 2021, giá bán tấm pin tăng lần đầu tiên sau 07 năm - khoảng 20% so với năm 2020 chủ yếu do giá nguyên liệu và vận chuyển cao hơn.

**Biểu đồ 58: Sản xuất pin mặt trời dư thừa công suất**

**Biểu đồ 59: Trung Quốc là nước sản xuất và tiêu thụ lớn**

Nhu cầu, công suất và giá pin mặt trời

Nguồn cung và nhu cầu pin mặt trời theo quốc gia



Nguồn: EIA

Nguồn: EIA

**Về cơ cấu cung cầu, Trung Quốc là nước sản xuất và tiêu thụ lớn** lần lượt chiếm 74% nguồn cung và 36% nhu cầu, Châu Âu và Bắc Mỹ là 2 khu vực có nhu cầu cao tuy nhiên năng lực sản xuất thấp.

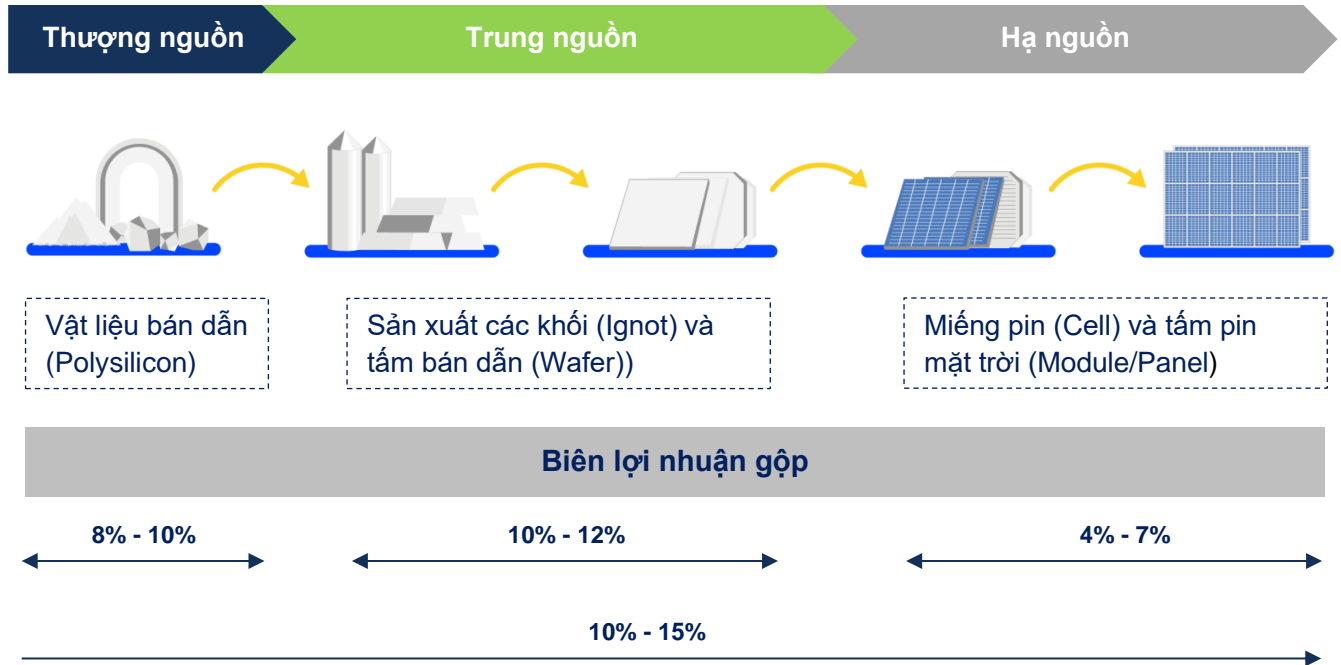
### Chuỗi giá trị

Chuỗi giá trị sản xuất pin mặt trời thế giới bao gồm 03 phân khúc, trong đó lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất toàn bộ chuỗi giá trị là lớn nhất, của các doanh nghiệp lắp ráp là thấp nhất. Hiện nay, công đoạn lắp ráp đang được chuyển dần sang các quốc gia như Việt Nam – đây này là kết quả của quá trình dịch chuyển sản xuất của Trung Quốc nhằm tránh biện pháp thuế quan của Mỹ.

**Thượng nguồn:** Doanh nghiệp khai thác và sản xuất vật liệu bán dẫn từ khoáng sản (Polysilicon).

**Trung nguồn:** Doanh nghiệp nghiên cứu, sản xuất tấm bán dẫn (Wafer).

**Hạ nguồn:** Doanh nghiệp sản xuất miếng pin (Cell) và lắp ráp thành tấm pin (Module).



Nguồn: EIA, FPTIS tổng hợp

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu ADS, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường  
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT  
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí  
Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.23) 6355 3888