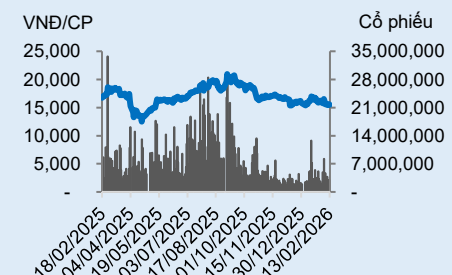


Ngành Tôn mạ

Báo cáo cập nhật

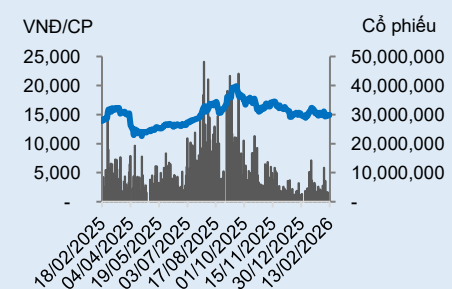
Tháng 02, 2026

BIẾN ĐỘNG GIÁ - HSG



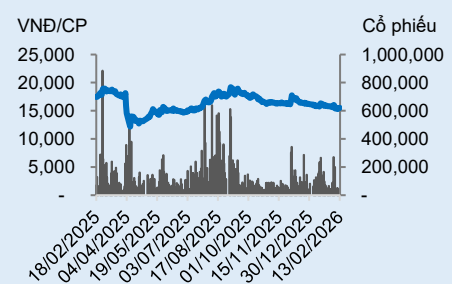
	YTD	1T	3T	6T
HSG	0,3%	-7,7%	-9,4%	-16,0%
VNIndex	2,0%	-3,8%	10,2%	9,4%

BIẾN ĐỘNG GIÁ - NKG



	YTD	1T	3T	6T
NKG	2,7%	-5,4%	-11,0%	-5,7%
VNIndex	2,0%	-3,8%	10,2%	9,4%

BIẾN ĐỘNG GIÁ - GDA



	YTD	1T	3T	6T
GDA	-3,7%	-3,9%	-5,5%	-13,9%
UPCOMIndex	5,6%	0,8%	6,6%	17,0%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext: 260

minhtnn@bvsc.com.vn

Ngành Tôn mạ 2026

Khó khăn bủa vây: Xuất khẩu duy trì đà giảm, nội địa cạnh tranh gay gắt

Triển vọng ngành: Tăng trưởng vẫn đến từ tiêu thụ nội địa, tuy nhiên cạnh tranh gay gắt do dư cung

Sản lượng tiêu thụ duy trì đà tăng trong 2026. BVSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng trưởng đạt 3,52 triệu tấn (+10%YoY) trong 2026, được dẫn dắt bởi nhu cầu xây dựng nhà ở, nhà xưởng từ BĐS và các KCN; bù đắp cho mức sụt giảm mạnh từ kênh xuất khẩu do chịu áp lực từ các rào cản thuế quan từ một số quốc gia lớn.

Các doanh nghiệp lớn kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì hoặc gia tăng thị phần trong 2026, các doanh nghiệp nhỏ lẻ đối mặt với rủi ro mất thị phần. Bước sang 2026, chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh sẽ diễn ra gay gắt hơn khi các doanh nghiệp lớn như NKG sẽ hoạt động nhà máy mới. BVSC dự báo thị phần tôn mạ của NKG có thể tăng thêm 5% trong 2026, thị phần tôn mạ của các ông lớn khác như HSG, GDA và HPG ước tính sẽ duy trì đi ngang so với 2025.

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp tôn mạ sẽ giảm nhẹ trong 2026 do áp lực cạnh tranh về giá ở thị trường nội địa. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ sẽ sụt giảm từ 0,2-0,5 điểm phần trăm so với 2025 do (1) Áp lực cạnh tranh về giá do nguồn cung thặng dư trong nước, nhất là trong 2026 nhà máy mới của NKG sẽ đi vào hoạt động (giai đoạn 1 NKG vẫn sẽ ưu tiên sản xuất tôn mạ dân dụng); (2) Mức tăng giá nguyên vật liệu đầu vào thép HRC có thể sẽ cao hơn giá bán tôn mạ từ cuối quý 1 trở đi do Bộ Công Thương sẽ tiếp tục áp thuế CBPG thép HRC khổ lớn nhập khẩu từ Trung Quốc, khiến cơ cấu tỷ trọng nhập HRC giá rẻ của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ giảm đi trong 2026; và (3) Mức hoàn nhập khoản trích lập dự phòng giảm giá nguyên liệu đầu vào trong 2026 sẽ không cao như trong 2025 do biên độ biến động giá HRC thu hẹp, mức dự phòng giảm giá tồn kho cuối 2025 không còn lớn như giai đoạn trước.

Định giá ngành Tôn mạ Việt Nam đang cao hơn định giá ngành Tôn mạ thế giới. P/E và P/B trung bình ngành Tôn mạ Việt Nam lần lượt ở mức 15,5x và 1,06x, cao hơn mức tương ứng 10,6x và 0,8x của ngành Tôn mạ thế giới.

Khuyến nghị cổ phiếu trong ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL đối với HSG và NKG**, do mức định giá hiện tại được đánh giá là kém hấp dẫn trong bối cảnh triển vọng ngành Tôn mạ chưa thực sự khởi sắc, trong khi rủi ro biên lợi nhuận giảm và mảng xuất khẩu vẫn ảnh hưởng tiêu cực bởi thuế quan. **Đối với GDA**, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** nhờ định giá đang ở mức thấp so với mặt bằng ngành, cùng với câu chuyện chuyển sản dự kiến trong năm 2026 có thể đóng vai trò là yếu tố hỗ trợ cho việc tái định giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Thị trường Tôn mạ

Một số điểm nhấn chính trong 2025

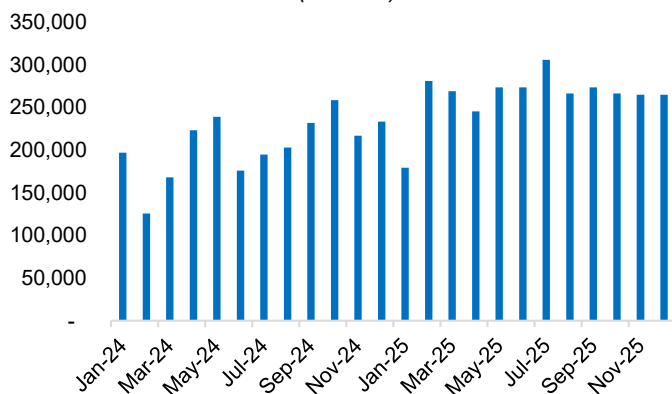
- **Sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng mạnh trong 2025.** Sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa trong 2025 đạt gần 3,2 triệu tấn (+29,6%YoY) nhờ (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, (2) Bất động sản dân dụng phục hồi; (3) Việc Mỹ áp thuế đối ứng ở mức 20% cho Việt Nam – mức khá thấp đối với các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á giúp Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI với chi phí nhân công rẻ, chi phí vận hành ở mức thấp, mạng lưới FTAs sâu rộng cùng với sự cải thiện nhanh chóng về cơ sở hạ tầng; (4) Chính sách bảo hộ ngành Thép của Bộ Công Thương giúp tôn mạ nội địa giảm bớt áp lực cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc; và (5) Sản lượng tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc giảm trong bối cảnh quốc gia vẫn cắt giảm sản lượng.
- **Sản lượng xuất khẩu “ngắm đôn” thuế quan từ các quốc gia lớn.** Sản lượng xuất khẩu tôn mạ trong 2025 đạt gần 1,6 triệu tấn (-52,7%YoY). Năm 2025 là năm khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất thép Việt Nam khi Tổng thống Donald Trump của Mỹ liên tục tăng thuế nhập khẩu, đặt mức thuế trợ cấp và thuế CBPG thép ở mức cao, đồng thời các quốc gia khác như EU, Úc, Brazil, Canada cũng đưa ra các biện pháp tự vệ với tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam trong bối cảnh dư cung thép và nhu cầu tiêu thụ trên thế giới trong 2025 vẫn còn yếu. EU và Mỹ đều là hai thị trường chiếm tỷ trọng xuất khẩu lớn của Việt Nam lần lượt khoảng 25% và 14%. Riêng đối với Mỹ, do giá tại thị trường này rất cao nên trước đây các doanh nghiệp tôn mạ tập trung bán hàng nhiều tại thị trường này. Tuy nhiên, sau khi chịu mức thuế cao trong 2025, các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam đang mất đi thị trường “màu mỡ” nhất.
- **Hầu hết các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam không tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào.** Các doanh nghiệp tôn mạ tại Việt Nam (ngoại trừ Hòa Phát) nhìn chung chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào là thép cuộn cán nóng (HRC). Trong cơ cấu chi phí, HRC chiếm khoảng 80–90% tổng chi phí đầu vào, khiến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp tôn mạ rất nhạy cảm với biến động giá HRC, đặc biệt trong bối cảnh dư thừa nguồn cung tôn mạ. Sau khi Bộ Công Thương áp thuế chống bán phá giá đối với HRC khổ nhỏ nhập khẩu từ Trung Quốc và một số thị trường xuất khẩu không chấp nhận tôn mạ sử dụng HRC có xuất xứ Trung Quốc, các doanh nghiệp tôn mạ trong nước buộc phải thu hẹp nguồn cung HRC đầu vào. Theo đó, nguồn HRC chủ yếu được mua từ các nhà sản xuất trong nước như Hòa Phát, Formosa Hà Tĩnh, hoặc nhập khẩu từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Indonesia và Ấn Độ thay vì nhập từ Trung Quốc.
- **Chính phủ áp dụng thuế CBPG đối với tôn mạ đã góp phần ổn định mặt bằng giá bán tại thị trường nội địa.** Ngành Tôn mạ Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm tôn mạ nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc. Chính vì vậy, tháng 8.2025, Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm thép mạ có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Mức thuế được thiết lập ở ngưỡng cao, với 37,13% áp dụng cho hàng hóa từ Trung Quốc và 15,67% cho sản phẩm từ Hàn Quốc. BVSC nhận định sự kiện

Ngành Tôn mạ 2026

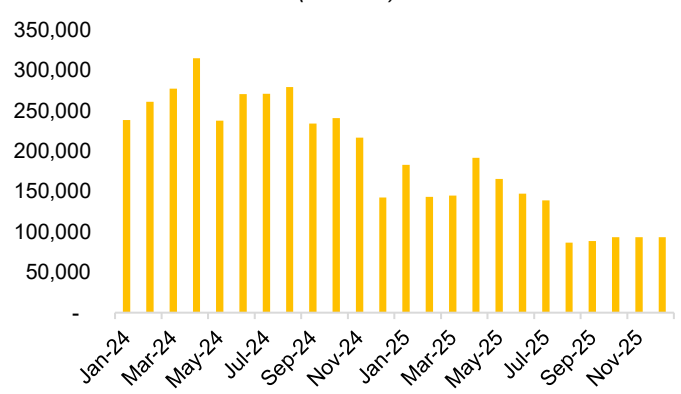
này giúp các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ trong nước có khả năng cạnh tranh về giá với sản phẩm thép nhập khẩu, chúng tôi ước tính giá tôn mạ nhập khẩu của Hàn Quốc sau khi áp thuế sẽ dao động 20.000-21.000 đồng/kg (tương đương 780–830 USD/tấn) và của Trung Quốc dao động từ 22.000-23.300 đồng/kg (tương đương 860–915 USD/tấn), giảm mức chênh lệch so với giá bán tôn mạ của Việt Nam từ mức 35-40%, xuống còn 5-10%.

- **Biên lợi nhuận gộp kênh nội địa của các doanh nghiệp tôn mạ được cải thiện trong 2025.** Trong năm 2025, giá HRC trong nước biến động tương đối ổn định, dao động quanh 490–500 USD/tấn sau lệnh áp thuế của Bộ Công Thương. Ước tính bình quân giá HRC đầu vào của các doanh nghiệp tôn mạ năm 2025 khoảng 480 USD/tấn, giảm khoảng 4% so với năm 2024. Trong khi đó, giá bán tôn mạ chỉ giảm nhẹ khoảng 2% hoặc gần như đi ngang, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp mảng nội địa của các doanh nghiệp tôn mạ được cải thiện rõ rệt so với năm trước. Đơn cử, HSG ghi nhận biên lợi nhuận gộp kênh nội địa năm 2025 đạt khoảng 12,8% (đã loại trừ tác động hoàn nhập khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho), tăng khoảng 1,8 điểm phần trăm so với năm 2024, phản ánh rõ lợi thế từ mặt bằng giá nguyên liệu đầu vào ổn định trong khi giá bán duy trì tương đối tốt.

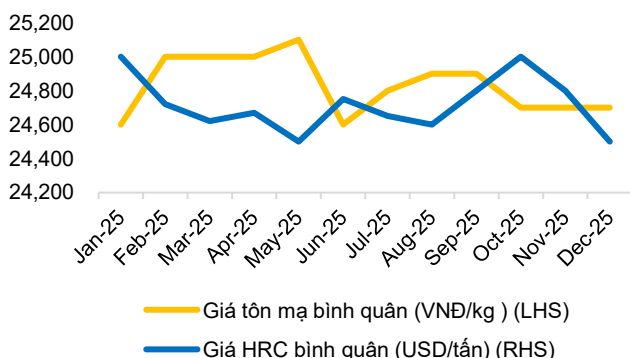
Sản lượng tôn mạ nội địa duy trì mức nền cao trong 2025
(đvt: tấn)



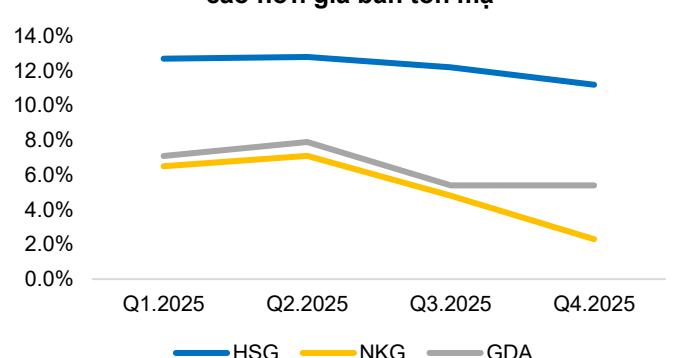
Sản lượng xuất khẩu tôn mạ giảm mạnh vào các tháng cuối năm 2025
(đvt: tấn)



Diễn biến giá tôn mạ và giá HRC qua các tháng trong 2025. Mức tăng giá tôn mạ cao hơn giá bán tôn mạ trong 1H2025

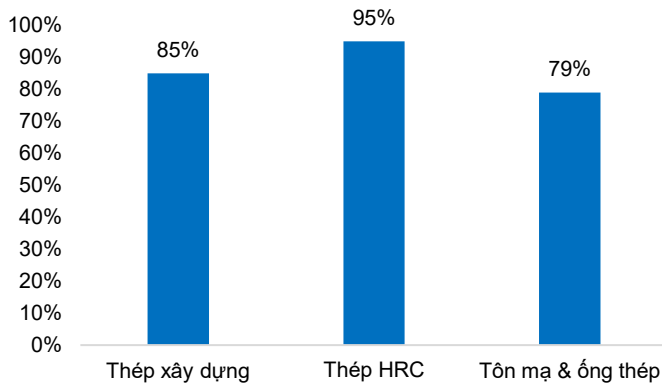


Biên lợi nhuận các doanh nghiệp tôn mạ duy trì ở mức cao trong 1H2025, tuy nhiên giảm trong 2H2025 do mức tăng giá HRC cao hơn giá bán tôn mạ

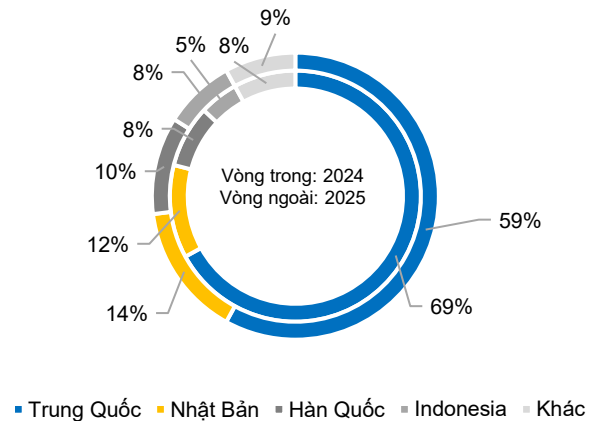


Ngành Tôn mạ 2026

Tỷ lệ Cầu/Cung của các phân khúc thép trong 2025. Tôn mạ là phân khúc thép có mức "hấp thu" lượng cung thấp nhất



Tỷ trọng nhập khẩu thép từ 4 thị trường lớn nhất trong 2025



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VSA, Tổng cục Hải quan, BVSC tổng hợp & ước tính

Chính phủ Việt Nam áp thuế chống bán phá giá với thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc

Tên vụ việc	Mức thuế	Quốc gia áp	Thời gian áp thuế
Tôn mạ màu (AD04)	- Trung Quốc: 2,56% đến 34,27% - Hàn Quốc: 4,95% đến 19,25%	Trung Quốc và Hàn Quốc.	2019-24/10/2024.
Tôn mạ kẽm/mạ lạnh (AD19)	- Trung Quốc: 0% đến 37,13% - Hàn Quốc: 0% đến 15,67%	Trung Quốc và Hàn Quốc.	Thời hạn 5 năm từ 14/08/2025.
Tôn cán nguội (AD08)	- Trung Quốc: 4,43%	Trung Quốc.	2020-21/12/2025.
Thép không gỉ (AD01)	- Trung Quốc: 4,64% đến 6,87% - Indonesia: 3,07% - Malaysia: 10,71% - Đài Loan: 13,79% đến 37,29%	Trung Quốc, Indonesia, Malaysia và Đài Loan.	2014-2019 và đang được rà soát.

Nguồn: Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Triển vọng ngành Tôn mạ trong năm 2026: Xuất khẩu duy trì đà giảm, nội địa cạnh tranh gay gắt

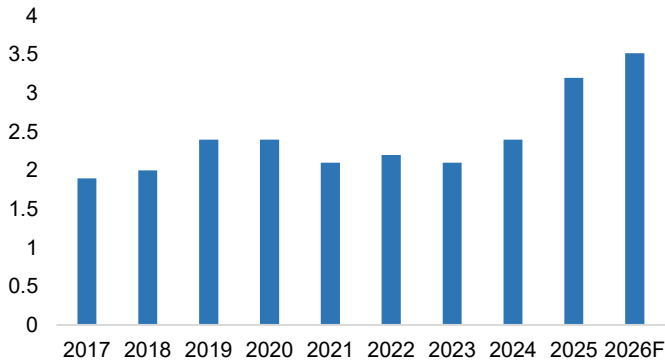
- **Nguồn cung tôn mạ gia tăng khi các nhà máy mới bắt đầu đi vào hoạt động.** Trong năm 2026, điểm nhấn nổi bật của ngành Tôn mạ là dự án Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ của Thép Nam Kim dự kiến đi vào hoạt động vào cuối quý 1, với công suất giai đoạn 1 khoảng 500 nghìn tấn/năm, đóng góp khoảng 10% vào tổng cung tôn mạ Việt Nam.
- **Trong khi đó, mức tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ tôn mạ dự kiến chậm lại so với 2025.** Với dư địa tăng trưởng từ đầu tư công và cộng hưởng từ sự kiện Trung Quốc tiếp tục cắt giảm sản lượng trong 2026, tăng trưởng tiêu thụ thép nội địa có thể duy trì khoảng 18-20% trong 2026, dao động từ 33-34 triệu tấn. Trong đó, phân khúc thép tăng trưởng mạnh có thể ghi nhận mức tăng trưởng 15-25% là HRC và thép xây dựng, nhóm tôn mạ ước tính ghi nhận mức tăng khoảng 10% - thấp hơn so các phân khúc khác do (1) Thị trường BĐS dân dụng sẽ gặp một số áp lực nhất định khi chi phí lãi vay và khả năng tiếp cận tín dụng sẽ

khó khăn hơn so với 2025; (2) việc Ấn Độ chịu mức thuế đối ứng chỉ 18% có thể khiến dòng vốn FDI vào Việt Nam trong năm 2026 có thể sẽ kém tích cực hơn 2025. Trong trung và dài hạn, BVSC nhận định nhu cầu tiêu thụ thép tại thị trường nội địa vẫn sẽ có nhiều điểm sáng, nhất là đầu tư tư nhân. Với Nghị quyết 68 về thúc đẩy phát triển kinh tế tư nhân – đây sẽ trở thành động lực tăng trưởng lớn cho nhu cầu thép, vượt lên trên vai trò của đầu tư công nếu những điểm khó khăn của các dự án bất động sản của các ông lớn như Vingroup, Novaland hay Sun Group,... được tháo gỡ hoàn toàn.

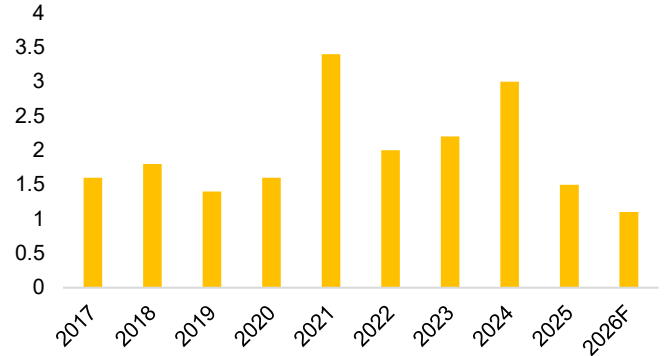
- **Sản lượng xuất khẩu có thể tiếp tục sụt giảm trong 2026.** BVSC ước tính sản lượng xuất khẩu tôn mạ trong 2026 khoảng 1,1 triệu tấn (-31%YoY). Năm 2026 sẽ là năm khó khăn hơn khi EU gia hạn các biện pháp tự vệ với thép tới tháng 6.2026 đồng thời áp dụng cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) từ đầu năm 2026. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đánh giá dư địa tiếp tục gia tăng xuất khẩu sang các thị trường thay thế như Malaysia, Campuchia, Úc, Brazil là hạn chế trong 2026. Nguyên nhân đến từ quy mô thị trường không lớn, trong khi cạnh tranh ngày càng gay gắt do tình trạng dư cung tôn mạ toàn cầu, đặc biệt là từ Trung Quốc, cùng với sự gia tăng xuất khẩu của các quốc gia như Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ. Một số thị trường trong khu vực ASEAN như Malaysia, Indonesia hay Thái Lan còn tiềm ẩn rủi ro gia tăng các biện pháp phòng vệ thương mại nếu lượng nhập khẩu tăng nhanh, trong khi các thị trường như Campuchia chỉ có thể hấp thụ sản lượng với mặt bằng giá thấp. Do đó, trong năm 2026, xuất khẩu sang các thị trường thay thế nhiều khả năng chỉ đóng vai trò duy trì sản lượng và đảm bảo công suất vận hành, khó tạo ra tăng trưởng đáng kể về doanh thu cũng như cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam.
- **Dự báo HRC trong 2026.** Chúng tôi dự báo giá thép HRC tiếp tục dao động trong biên độ hẹp, ước tính giá HRC trung bình cả năm 2026 khoảng 520-530 USD/tấn FOB (+4-6%YoY), phục hồi so với mức giảm hơn 4% của 2025 với kỳ vọng Bộ Công Thương sẽ áp thuế CBPG với thép HRC khổ lớn.
- **Dự báo giá tôn mạ trong 2026.** Các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ sẽ tăng giá bán theo khi giá thép HRC tăng trong bối cảnh nhu cầu tăng để “bảo vệ” một phần biên lợi nhuận. Chúng tôi ước tính giá tôn mạ và ống thép có thể tăng từ 2-3%, tuy nhiên mức tăng sẽ không quá cao do áp lực cạnh tranh.
- **Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ sẽ sụt giảm do áp lực cạnh tranh về giá trong thị trường nội địa.** Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ sẽ sụt giảm từ 0,2–0,5 điểm phần trăm so với 2025 do (1) Áp lực cạnh tranh về giá do nguồn cung thặng dư trong nước, nhất là trong 2026 nhà máy mới của NKG sẽ đi vào hoạt động (giai đoạn 1 NKG vẫn sẽ ưu tiên sản xuất tôn mạ dân dụng); (2) Mức tăng giá nguyên vật liệu đầu vào thép HRC có thể sẽ cao hơn giá bán tôn mạ từ cuối quý 1 trở đi do Bộ Công Thương sẽ tiếp tục áp thuế CBPG thép HRC khổ lớn nhập khẩu từ Trung Quốc, khiến cơ cấu tỷ trọng nhập HRC giá rẻ của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ giảm đi trong 2026; và (3) Mức hoàn nhập khoản trích lập dự phòng giảm giá nguyên liệu đầu vào trong 2026 sẽ không cao như trong 2025 do biên độ biến động giá HRC thu hẹp, mức dự phòng tồn kho cuối 2025 không còn lớn như giai đoạn trước.

Ngành Tôn mạ 2026

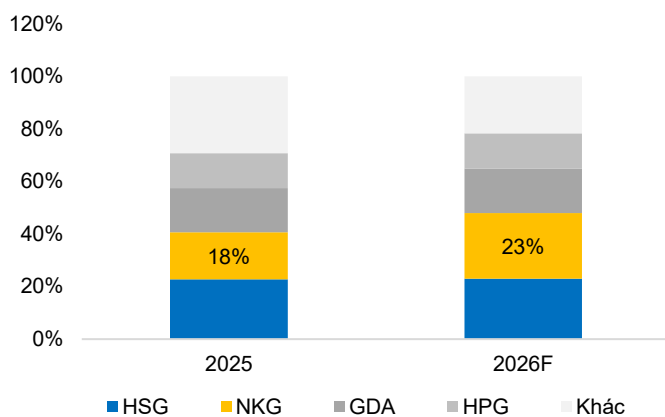
Sản lượng tôn mạ tiêu thụ nội địa duy trì đà tăng trong 2026
(đvt: triệu tấn)



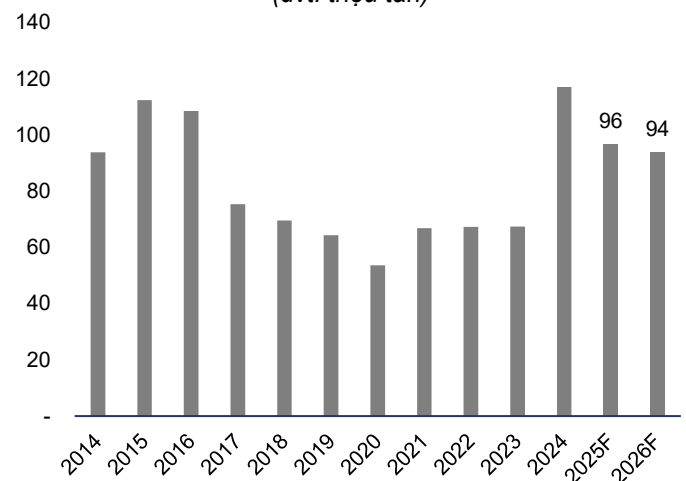
Sản lượng tôn mạ xuất khẩu tiếp tục giảm trong 2026
(đvt: triệu tấn)



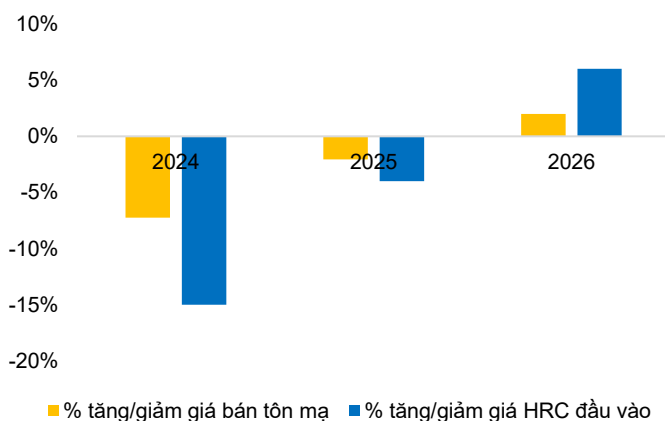
NKG sẽ gia tăng thị phần sau khi nhà máy mới đi vào hoạt động, các doanh nghiệp lớn khác như HSG, GDA & HPG kỳ vọng duy trì thị phần trong 2026



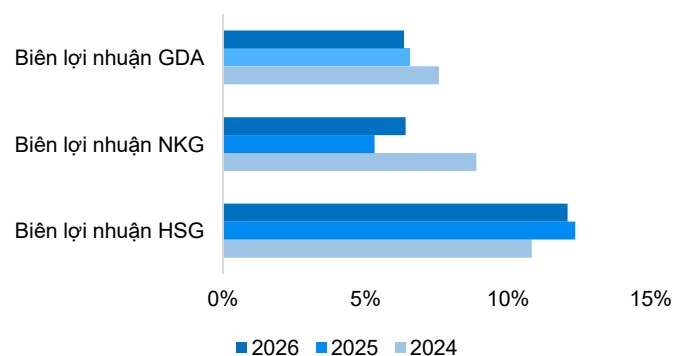
Trung Quốc sẽ giảm xuất khẩu thép trong 2025-2026
(đvt: triệu tấn)



Biến động tăng/giảm giá bán tôn mạ và giá HRC giai đoạn 2024-2026



Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ tăng trong 2024-2025 nhờ mức giảm giá bán tôn mạ thấp hơn mức giảm giá HRC. Sang 2026, biên lợi nhuận lại chịu ảnh hưởng tiêu cực khi giá bán HRC tăng mạnh hơn giá bán tôn mạ



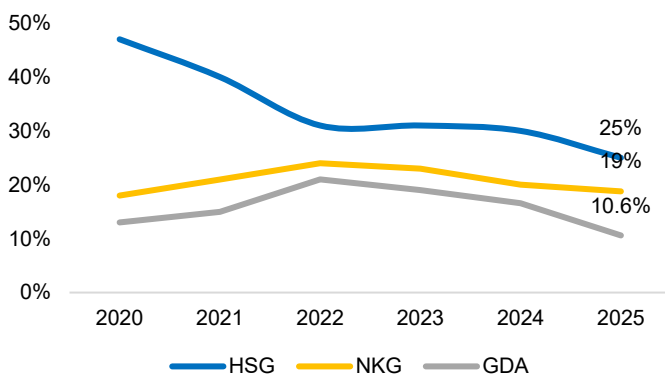
Nguồn: Bloomberg, giatonthep, BVSC ước tính

Các doanh nghiệp trong ngành

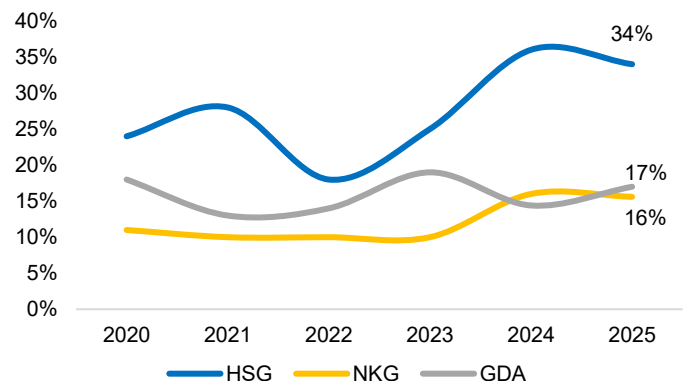
HSG – duy trì dẫn đầu thị phần nội địa lẫn xuất khẩu

Xu hướng dịch chuyển chiến lược thị trường của các doanh nghiệp tôn mạ từ xuất khẩu sang tiêu thụ nội địa diễn ra khá rõ nét trong giai đoạn 2020–2025. Ở mảng xuất khẩu, thị phần của cả HSG, NKG và GDA đều có xu hướng thu hẹp, đặc biệt là HSG khi giảm mạnh từ mức rất cao giai đoạn 2020–2021 xuống khoảng 25% vào năm 2025, phản ánh tác động tiêu cực từ các biện pháp phòng vệ thương mại tại Mỹ và EU cũng như áp lực cạnh tranh gia tăng trên thị trường quốc tế. Trong khi đó, NKG và GDA cũng ghi nhận xu hướng giảm thị phần xuất khẩu sau khi đạt đỉnh vào giai đoạn 2021–2022, cho thấy dư địa mở rộng xuất khẩu của nhóm doanh nghiệp này ngày càng hạn chế. Ngược lại, ở thị trường nội địa, thị phần của các doanh nghiệp, đặc biệt là HSG và NKG có xu hướng tăng lên rõ rệt từ sau năm 2022, cho thấy nỗ lực bù đắp sản lượng thông qua thị trường trong nước. HSG nổi bật với việc mở rộng mạnh thị phần nội địa, trong khi NKG duy trì đà tăng ổn định và GDA có biến động nhưng nhìn chung vẫn giữ được vị thế. Nhìn chung, nội địa đang trở thành trụ cột tiêu thụ chính, trong bối cảnh xuất khẩu gặp nhiều rào cản, dù mức độ cạnh tranh trong nước ngày càng gay gắt có thể tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ.

Thị phần xuất khẩu tôn mạ



Thị phần tôn mạ tiêu thụ nội địa



Cập nhật kết quả kinh doanh 2025

Doanh thu kém khả quan do sản lượng xuất khẩu giảm mạnh

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), năm 2025, tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ (bao gồm nội địa và xuất khẩu) đạt gần 4,8 triệu tấn (-11,1%YoY). Trong đó, tiêu thụ nội địa đạt khoảng 3,2 triệu tấn (+29,6%YoY), qua đó bù đắp một phần cho mức sụt giảm sâu gần 53% của mảng xuất khẩu. Doanh thu thuần của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ lớn (loại trừ HPG) trong năm 2025 ước tính đạt khoảng 66,5 nghìn tỷ đồng (-15,8%YoY). Cụ thể, Tập đoàn Hoa Sen (HSG) ghi nhận mức sụt giảm doanh thu thấp nhất khoảng 7%YoY, nhờ tỷ trọng doanh thu nội địa duy trì ở mức cao trong nhiều năm. Ngược lại, Tôn Đông Á (GDA) và Tôn Nam Kim (NKG) chịu tác động tiêu cực hơn từ sự suy giảm của xuất khẩu, với doanh thu lần lượt giảm khoảng 20% và 28,2%YoY.

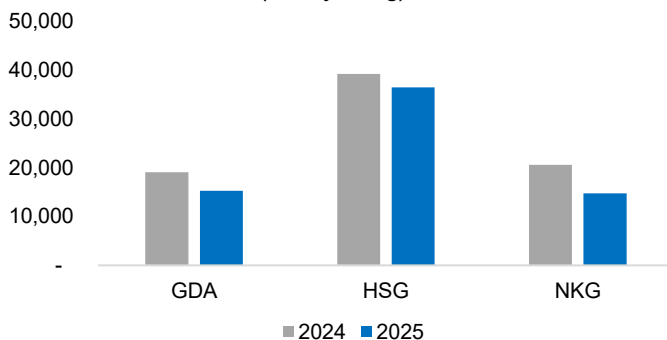
Các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu cao ghi nhận mức sụt giảm lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp năm 2025 ghi nhận sự phân hóa rõ nét giữa các doanh nghiệp tôn mạ, phản ánh khác biệt trong cơ cấu thị trường tiêu thụ. Cụ thể, các doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu xuất khẩu lớn chịu áp lực suy giảm biên lợi nhuận gộp từ 1–3 điểm phần trăm, do tác động tiêu cực từ kênh xuất khẩu, trong khi mức cải thiện nhẹ từ thị trường nội địa không đủ bù đắp cho sự sụt giảm mạnh này. Theo đó, NKG và GDA lần lượt ghi nhận biên lợi nhuận gộp đạt 5,3% và 6,5%, tương ứng giảm 3,6 điểm phần trăm và 1,1 điểm phần trăm so với năm 2024. Ngược lại, HSG – doanh nghiệp có vị thế dẫn đầu tại thị trường nội địa – ghi nhận biên lợi nhuận gộp khoảng 11,9% trong năm 2025 (đã loại trừ tác động từ hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho), tăng 1,1 điểm phần trăm so với cùng kỳ, cho thấy lợi thế rõ rệt từ chiến lược tập trung vào thị trường trong nước.

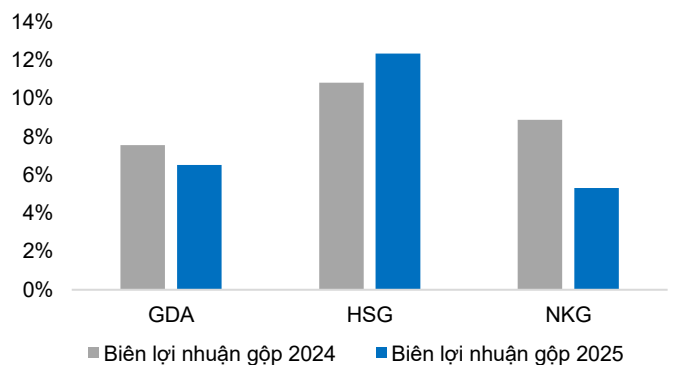
Tiết chế chi phí hoạt động trong 2025

Nhờ kiểm soát tốt chi phí vận hành, cùng với việc thu hẹp hoạt động xuất khẩu giúp tiết giảm chi phí logistics, chi phí bán hàng của các doanh nghiệp tôn mạ đã giảm đáng kể trong năm 2025. Đáng chú ý, NKG và GDA ghi nhận mức giảm chi phí bán hàng trên 50% so với cùng kỳ, qua đó hỗ trợ kìm hãm đà suy giảm lợi nhuận ròng khi biên lợi nhuận gộp đã chịu áp lực giảm mạnh.

Doanh thu của các doanh nghiệp tôn mạ sụt giảm trong 2025
(đvt: tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp 2025 phân hóa theo cơ cấu thị trường tiêu thụ



Nguồn: Fiinpro, BCTC của các công ty sản xuất tôn mạ

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

Tồn kho nguyên vật liệu ở mức cao trước thêm sự kiện “Bộ Công Thương áp thuế chống bán phá giá HRC khổ lớn”

Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ, dao động khoảng 30–50% tổng tài sản, phản ánh đặc thù ngành phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu đầu vào. Tại thời điểm cuối năm 2025, tồn kho nguyên vật liệu của các doanh nghiệp quy mô lớn như HSG và NKG lần lượt tăng khoảng 10% và 46% so với mức tồn kho tại thời điểm giữa năm. Chúng tôi cho rằng việc gia tăng tồn kho vào cuối năm mang tính chủ động, nhằm chuẩn bị cho nhu cầu tiêu thụ gia tăng trong mùa xây dựng từ cuối Q1.2026, đồng thời

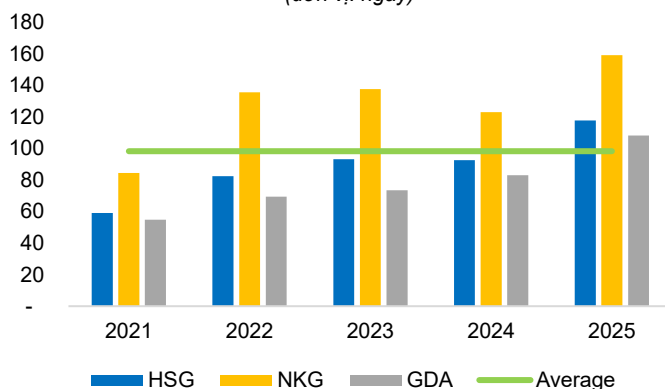
tận dụng mặt bằng giá HRC thấp để tích trữ nguyên liệu trước thời điểm Bộ Công Thương dự kiến áp thuế chống bán phá giá đối với HRC khổ lớn.

Vòng quay tồn kho của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ dao động từ 90-100 ngày. Trong đó, GDA là doanh nghiệp có thời gian xử lý tồn kho nhanh nhất trong vòng 70-80 ngày, tiếp đến là HSG có thời gian xử lý tồn kho từ 80-100 ngày, và cuối cùng là NKG có thời gian xử lý tồn kho từ 90-120 ngày – chậm hơn so với đối thủ cùng ngành.

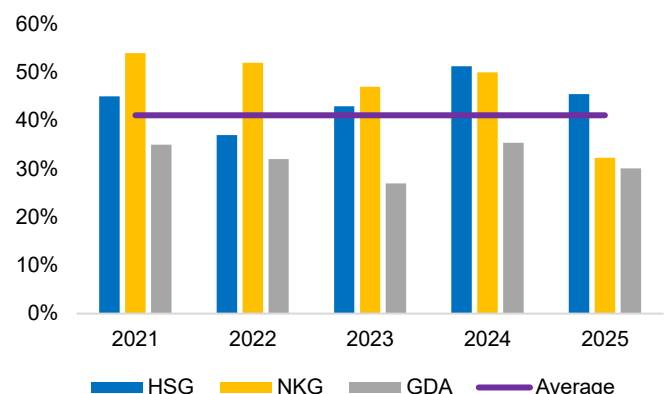
Tỷ lệ nợ ngắn hạn ở mức cao

Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn của các doanh nghiệp tôn mạ ở mức cao chủ yếu nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động, đặc biệt là tồn kho. Bình quân toàn ngành, tỷ lệ nợ vay ngắn hạn/VCSH là 0,9. Trong đó, HSG duy trì mức đòn bẩy thấp nhất, khoảng 0,5; NKG ở mức quanh 0,6; trong khi GDA cao hơn đáng kể, khoảng 1,5. Mức đòn bẩy này không phản ánh chiến lược tài chính rủi ro, mà xuất phát từ đặc thù mô hình kinh doanh sử dụng vốn lớn. Nguyên liệu đầu vào chính là thép cán nóng (HRC) có giá trị cao, chiếm 80–90% giá vốn, buộc doanh nghiệp phải duy trì tồn kho đáng kể để đảm bảo sản xuất liên tục và ổn định thị phần.

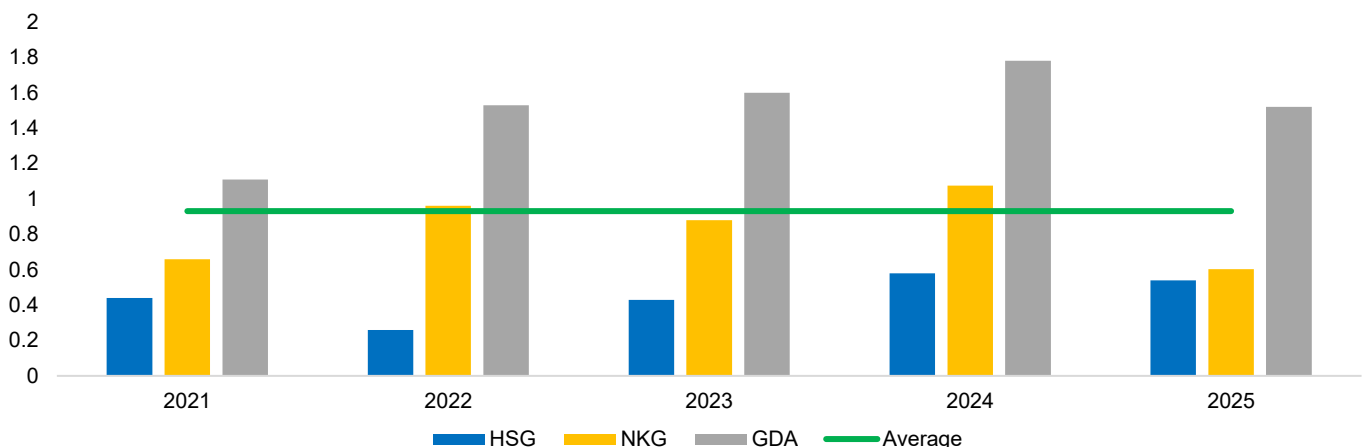
Thời gian xử lý tồn kho của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ
(đơn vị: ngày)



Tỷ lệ tồn kho/TTS của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ



Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn/VCSH của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ



Nguồn: Fiinpro, BCTC của các doanh nghiệp tôn mạ, BVSC ước tính

Định giá

Dựa trên bảng so sánh định giá các doanh nghiệp thép có mảng tôn mạ niêm yết toàn cầu, ngành Tôn mạ Việt Nam ở mức định giá cao hơn đáng kể so với mặt bằng chung thế giới. Cụ thể, P/E bình quân gia quyền của nhóm doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam đạt khoảng 15,5x, cao hơn rõ rệt so với mức 10,6x của nhóm doanh nghiệp tôn mạ và thép dẹt toàn cầu; trong khi, P/B bình quân của nhóm tôn mạ Việt Nam ở mức 1,06x, so với khoảng 0,8x của nhóm toàn cầu. Bước sang năm 2026, câu chuyện tăng trưởng của ngành Tôn mạ Việt Nam chưa đủ thuyết phục để biện minh cho mức định giá cao hiện tại, trong bối cảnh mảng xuất khẩu dự kiến tiếp tục kém tích cực do nhu cầu tại các thị trường chủ lực như Mỹ và EU phục hồi chậm, rủi ro gia tăng từ các biện pháp phòng vệ thương mại và thị trường nội địa vẫn duy trì mức độ cạnh tranh gay gắt khi cung ngành lớn. Do đó, xét trên cả phương diện định giá và triển vọng tăng trưởng, ngành Tôn mạ Việt Nam nhìn chung kém hấp dẫn trong năm 2026.

Bảng định giá một số công ty tôn mạ toàn cầu

Mã cổ phiếu	Tên công ty	Quốc gia	P/E trung bình 5 năm (x)	P/B trung bình 5 năm (x)
005490 KS Equity	Posco	Hàn Quốc	17,0	0,42
MT	ArcelorMittal	USA	9,0	0,8
BSL AU	BlueScope Steel	Úc	26,0	0,9
PASTEEL MK	Perusahaan Sadur Timah	Malaysia	9,5	0,8
CSC TB	CSC Steel Holdings	Thái Lan	10,6	0,4
004020 – KRX	Hyundai Steel	Hàn Quốc	7,8	0,3
STLD US Equity	Steel Dynamics	USA	9,6	2,1
Trung bình ngành			10,6	0,8
HSG VN Equity	Hoa Sen Group	Việt Nam	16,0	1,1
NKG VN Equity	Nam Kim Steel JSC	Việt Nam	25,0	1,06
GDA VN Equity	Ton Dong A Corporation	Việt Nam	9,2	0,7
Trung bình ngành			15,5	1,06

Dự báo kết quả kinh doanh các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ

	HSG			NKG			GDA		
	2023/2024	2024/2025	2025/2026F	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	39.272	36.538	37.169	20.609	14.808	21.200	19.136	15.310	13.737
% tăng trưởng	24%	-7,0%	1,7%	10,8%	-28%	43%	9,8%	-20%	-10,3%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	4.263	4.520	4.535	1.832	785	1.134	1.449	999,5	824
Biên lợi nhuận gộp	10,8%	12,4%	12,2%	8,9%	5,3%	5,3%	7,6%	6,5%	6%
EBITDA (tỷ đồng)	1.336	1.654	1.568	1.064	592	779	660	666	530
% tăng trưởng	-34,8%	27,8%	-5,2%	42%	-44%	31%	2%	1%	-20%
Biên EBITDA	3,7%	4,6%	4,2%	5,2%	4,0%	3,6%	3,5%	4,4%	3,8%
LNST Cổ đông Công ty mẹ (tỷ đồng)	514,6	735	577	453	197	220	342	272	235
% tăng trưởng	1158%	42,8%	-21%	287%	-36%	11,6%	21%	-19%	-15%

Ngành Tôn mạ 2026

EPS (đồng/cp)	821	1.164	930	1.434	441	467	2.980	1.823	1.576
BVPS (đồng/cp)	17.572	18.678	19.319	18.585	17.026	12.480	33.245	26.425	30.269
D/E	50%	46%	44%	107%	90%	142%	181%	157%	130%
Tỷ suất cổ tức	6,4%	3,85%	N/a	0%	0%	0%	6,40%	N/a	N/a
ROA	2,9%	3,1%	2,8%	3,5%	1,3%	1,4%	2,8%	2,2%	2%
ROE	5,3%	5,6%	4,9%	8,0%	2,9%	3,4%	9,2%	7,0%	5,3%

Các cổ phiếu khuyến nghị

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Điểm nhấn đầu tư
HSG	NEUTRAL	17.300	+11,6%	Sản lượng tiêu thụ phục hồi, trong đó thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính của HSG trong niên độ 2025-2026. Ước tính tổng tiêu thụ tôn mạ và ống thép nội địa khoảng 1,78 triệu tấn (-1,1%YoY). Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 12%, bù đắp cho mức sụt giảm của kênh xuất khẩu. Giá HRC tăng hỗ trợ đà tăng cho giá bán tôn mạ, tuy nhiên mức tăng sẽ không quá cao do áp lực cạnh tranh. BVSC ước tính giá tôn mạ có thể tăng từ 2-3% nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ thép nội địa phục hồi; (2) Kỳ vọng Bộ Công Thương áp thuế CBPG với thép HRC khổ lớn giúp giá HRC duy trì đà phục hồi mạnh mẽ hơn năm 2025; và (3) Duy trì các biện pháp áp thuế chống bán phá giá tôn mạ nhập khẩu.
				Biên lợi nhuận sụt giảm nhẹ. Ước tính biên lãi gộp của HSG ở mức 12,2% trong 2026, giảm 0,2 điểm phần trăm so với 2025 do (1) Áp lực về giá tại thị trường nội địa; (2) Dự báo mức tăng giá HRC đầu vào có thể cao hơn mức tăng của giá bán tôn mạ; và (3) Mức hoàn nhập khoản trích lập dự phòng giảm giá nguyên liệu đầu vào trong 2026 sẽ không cao như trong 2025.
				Một số câu chuyện hỗ trợ định giá: (1) Thành lập Công ty cổ phần Hoa Sen Home, tiếp tục mở rộng thêm 22 cửa hàng Hoa Sen Home, từ 143 cửa hàng lên 165 cửa hàng trong 2026. Hoa Sen Home là bước đi dài hạn của Tập đoàn với kỳ vọng ghi nhận mức biên lợi nhuận tốt từ mảng bán lẻ, giảm phụ thuộc vào NVL; và (2) Đề án phát triển nhà ở xã hội cũng nằm trong tổng thể chiến lược phát triển mới của Tập đoàn Hoa Sen, trong đó hệ thống Hoa Sen Home giữ vai trò quan trọng trong việc hoàn thiện hệ sinh thái.
NKG	NEUTRAL	15.000	+0,3%	Nhu cầu tiêu thụ nội địa tăng, nhà máy mới đi vào hoạt động giúp sản lượng tiêu thụ của NKG tăng mạnh sau nền thấp của 2025. Nhà máy mới sẽ chạy thử trong Q1.2026 và bắt đầu ghi nhận doanh thu thương mại từ 2H2026, đóng góp khoảng 300 nghìn tấn trong 2026 (giả định nhà máy mới chạy được 60% công suất của giai đoạn 1). Ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 40% so với 2025. Giá HRC tăng hỗ trợ đà tăng cho giá bán tôn mạ, tuy nhiên mức tăng sẽ không quá cao do áp lực cạnh tranh. BVSC ước tính giá tôn mạ có thể tăng từ 2-3% nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ thép nội địa phục hồi; (2) Kỳ vọng Bộ Công Thương áp thuế CBPG với thép HRC khổ lớn giúp giá HRC duy trì đà phục hồi mạnh mẽ hơn năm 2025; và (3) Duy trì các biện pháp áp thuế chống bán phá giá tôn mạ nhập khẩu.
				Gánh nặng chi phí lãi vay từ xây dựng nhà máy mới trong bối cảnh ngành Tôn mạ chịu áp lực cạnh tranh khiến lợi nhuận ròng bị ăn mòn. Chúng tôi ước tính lãi vay 2026 của NKG tăng 60% so với 2025, khiến biên lợi nhuận ròng của NKG chỉ ở mức 1,2%, giảm nhẹ 0,1 điểm phần trăm so với 2025.

Sản lượng tiêu thụ là động lực tăng trưởng 2026. Ước tính sản lượng tiêu thụ đạt hơn 760 nghìn tấn (+5%YoY), trong đó sản lượng tôn mạ tiêu thụ nội địa khoảng 594 nghìn tấn (+10%YoY).

Bắt đầu đẩy mạnh mảng ống thép. GDA tăng công suất 2 nhà máy hiện tại thêm 200 nghìn tấn ống thép/năm. Bên cạnh đó, Công ty thành lập Công ty PT Indo Vina Steel với tổng đầu tư nhà máy 15 triệu USD, công suất 100 nghìn tấn, đã khởi công trong quý 3.2025, đi vào hoạt động và đưa sản phẩm ra thị trường năm 2027.

Biên lợi nhuận sụt giảm trong 2026. Ước tính biên lãi gộp của GDA ở mức 6% trong 2026, giảm 0,5 điểm phần trăm so với 2025 do (1) Áp lực về giá tại thị trường nội địa; (2) Dự báo mức tăng giá HRC đầu vào có thể cao hơn mức tăng của giá bán tôn mạ; và (3) Biên lợi nhuận mảng ống thép thấp hơn biên lợi nhuận mảng tôn mạ.

GDA OUTPERFORM 18.000 +16%

Định giá hấp dẫn. GDA là một trong những cổ phiếu hiếm hoi trong ngành Tôn mạ đang ở định giá thấp, với mức P/E fw và P/B 2026 lần lượt ở 11,4x/0,6x, mức định giá hấp dẫn so với vị thế doanh nghiệp – công ty tôn mạ chiếm thị phần thứ 2 tại thị trường nội địa.

Một số câu chuyện hỗ trợ định giá trong 2026: niềm yết cổ phiếu lên sàn HOSE.

Tăng trưởng dài hạn từ nhà máy mới. GDA đã chính thức khởi công nhà máy thép lá mạ (nhà máy số 4) với công suất thép lá mạ thêm 1,2 triệu tấn/năm vào cuối năm 2025. Nhà máy mới sẽ tập trung sản xuất sản phẩm tôn mạ chất lượng cao cho sản xuất nội thất và thiết bị điện gia dụng để phục vụ cả nội địa và xuất khẩu (khách hàng tiềm năng tại thị trường Bắc Mỹ, Châu Âu và Đông Nam Á). Ước tính dự án nhà máy mới ghi nhận doanh thu khoảng 28 nghìn tỷ và gần 2.300 tỷ đồng lợi nhuận gộp (sau khi chạy full công suất vào 2032), đóng góp 60% tổng lợi nhuận của Công ty (biên của nhà máy mới khi full công suất khoảng ~8,2%).

Rủi ro dự phóng:

- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành có thể bị thu hẹp nhiều hơn so với ước tính của chúng tôi trong trường hợp giá HRC tăng nhanh hơn so với mức tăng của giá bán đầu ra. Do đặc thù ngành Tôn mạ có độ trễ nhất định trong việc điều chỉnh giá bán, đặc biệt đối với các hợp đồng đã ký hoặc thị trường cạnh tranh cao, doanh nghiệp có thể gặp khó khăn trong việc chuyển toàn bộ chi phí đầu vào tăng thêm sang người tiêu dùng, qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp trong ngắn hạn.
- Triển vọng xuất khẩu có thể kém thuận lợi hơn dự báo khi các thị trường lớn, đặc biệt là EU, chính thức áp dụng Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) từ năm 2026. Việc tuân thủ các yêu cầu về phát thải, truy xuất nguồn gốc và chi phí carbon bổ sung có thể làm gia tăng chi phí xuất khẩu, giảm lợi thế cạnh tranh về giá của các doanh nghiệp thép Việt Nam, nhất là trong bối cảnh năng lực chuyển chi phí sang khách hàng quốc tế còn hạn chế.
- Nhu cầu tiêu thụ nội địa có rủi ro phục hồi chậm hơn kỳ vọng trong bối cảnh thị trường bất động sản, tăng trưởng tín dụng, giải ngân đầu tư công và dòng vốn FDI năm 2026 được dự báo kém tích cực hơn so với năm 2025. Diễn biến này có thể làm suy yếu động lực tiêu thụ thép từ các lĩnh vực xây dựng dân dụng, công nghiệp và hạ tầng, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong ngành.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhnd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888