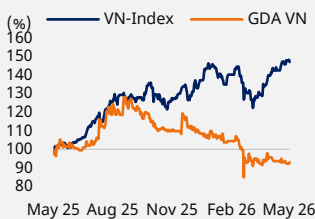


(Cập nhật)	<b>Mua</b>
Giá mục tiêu (VND)	<b>16,600</b>
Thị giá (19/05/2026, VND)	13,800
Lợi nhuận kỳ vọng	20.3%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	420
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	11.8%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	6.9
P/E thị trường (x)	14.5
VNIndex	1,913

Vốn hóa (tỷ đồng)	2,058
SLCP đang lưu hành (triệu)	149
% tự do chuyển nhượng (%)	37.7
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18.2
Beta (12T)	0.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	19,400

(%)	<b>1T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối	-3.5	-16.5	-7.7
Tương đối	-9.6	-33.4	-55.9



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

**Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên**  
nguyen.nhb@miraeasset.com.vn

GDA • Tôn mạ

# CTCP Tôn Đông Á

## Vững vàng giữa thách thức ngành

### Tôn mạ vẫn còn khó khăn, nhưng GDA là cổ phiếu được ưu tiên

Ngành tôn mạ đã kém hấp dẫn trong khoảng 18 tháng qua do xuất khẩu suy yếu, cạnh tranh nội địa cao và biến động giá HRC khiến các doanh nghiệp khó quản trị tồn kho cũng như duy trì biên lợi nhuận. Điều này khiến tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành chậm lại và định giá bị chiết khấu đáng kể. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, phần lớn các yếu tố tiêu cực hiện đã phản ánh vào kết quả kinh doanh. Trong khi đó, giá thép đã phục hồi trong 2026, lợi nhuận có thể cải thiện dần nhờ hiệu ứng so sánh nền thấp trong các quý tới.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi đánh giá cao GDA nhờ yếu tố định giá, hiện ở mức chiết khấu lớn sv. trung bình ngành. Dữ liệu bán hàng gần đây cũng cho thấy tác động tiêu cực từ xuất khẩu đang giảm dần khi tỷ trọng xuất khẩu hiện chỉ còn dưới 15% sản lượng, thấp hơn đáng kể so với các năm trước. Trong khi đó, kênh nội địa vẫn duy trì ổn định với tăng trưởng sản lượng trong 2025 tăng mạnh hơn so với ngành (+58% CK) với thị phần duy trì top 2, tương đương 18% sản lượng tiêu thụ nội địa. Chúng tôi cũng lưu ý rằng tuy tổng sản lượng bán hàng của GDA trong 2025 giảm 14% svck nhưng vẫn tương đương 83% công suất hiện hữu. Điều này cho thấy doanh nghiệp vẫn duy trì mức vận hành công suất tương đối cao trong bối cảnh ngành còn khó khăn. Với kỳ vọng tăng trưởng nhờ kênh nội địa, công suất có thể đẩy thêm nhờ dự án Phú Mỹ giai đoạn 1 với 35% công suất bổ sung từ giữa 2027.

Dựa trên các luận điểm trên, mức định giá khoảng 6.9x P/E 2026F của GDA tương đối hấp dẫn so với mức dự phóng tăng trưởng EPS 14% CAGR trong giai đoạn 2025–2028.

### Triển vọng

Đối với KQKD 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 5.6% svck lên 16,172 tỷ đồng, nhờ sản lượng phục hồi nhẹ từ mức nền thấp của năm 2025. Biên lợi nhuận góp dự kiến thu hẹp ở mức 5.7% (sv. 6.5% trong 2025) do độ trễ giữa giá bán và chi phí HRC đầu vào trong giai đoạn đầu năm. Tuy nhiên, việc giá tôn mạ đã bắt đầu điều chỉnh tăng từ T3/2026 theo xu hướng giá HRC có thể giúp biên lợi nhuận cải thiện dần trong các quý tới. Với giả định chi phí hoạt động và chi phí ngoài HĐKD thấp hơn, chúng tôi dự phóng LNST năm 2026 đạt 304 tỷ đồng (+11.8% svck).

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với Tôn Đông Á (GDA) với giá mục tiêu 16,600 đồng/cp, tương đương P/B mục tiêu 0.6x. Mức định giá này tương ứng chiết khấu khoảng 50% so với P/B trung bình 5 năm của các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam (1.2x), phản ánh đặc tính biến động theo chu kỳ của giá thép cũng như quy mô vốn hóa và thanh khoản thấp hơn của GDA sv. các doanh nghiệp cùng ngành.

FY (31/12)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	19,136	15,310	16,172	18,415	19,898
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	311	407	420	520	604
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	1.6	2.7	2.6	2.8	3.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	342	272	304	343	406
EPS (VND)	2,981	1,823	2,038	2,297	2,720
ROE (%)	9.2	7.0	7.6	8.2	9.2
P/E (x)	5.6	9.2	8.2	7.3	6.1
P/B (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
Lợi suất cổ tức (%)	7.3	5.6	7.3	7.3	7.3

Ghi chú: lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ  
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

## Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với Tôn Đông Á (HSG) với giá mục tiêu VND16,600/cp, tương đương suất sinh lời kỳ vọng 20.3%.

Giá mục tiêu được xác định dựa trên P/B mục tiêu 0.6x áp dụng cho giá trị sổ sách dự phóng 2026F VND28,585/cp. Mức định giá này tương đương mức chiết khấu 50% so với P/B trung bình 5 năm của các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam (1.2x). Theo quan điểm của chúng tôi, biến động giảm của giá HRC khiến các doanh nghiệp hạ nguồn gặp khó trong việc quản lý tồn kho và bảo vệ biên lợi nhuận, qua đó làm suy yếu khả năng dự báo lợi nhuận và khiến định giá bị chiết khấu.

Trong quá khứ, diễn biến giá cổ phiếu và định giá của các doanh nghiệp tôn mạ duy trì tương quan cao với giá HRC. Sản lượng tiêu thụ phụ thuộc lớn vào xu hướng giá và chu kỳ tích trữ/xả hàng tồn kho của các đơn vị phân phối, trong khi lợi nhuận chủ yếu phụ thuộc vào chênh lệch giữa giá bán và giá HRC đầu vào. Khi các yếu tố này diễn biến kém thuận lợi, doanh nghiệp thường đối mặt với suy giảm lợi nhuận và định giá bị điều chỉnh xuống.

Dù GDA cũng đối mặt với các khó khăn tương tự, cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/B thấp hơn 30% sv. các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi cho rằng định giá đã phần lớn phản ánh các rủi ro hiện tại, trong khi việc giá bán bắt đầu điều chỉnh tăng theo xu hướng phục hồi của HRC có thể hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận từ nền thấp và thu hẹp chiết khấu định giá.

**Hình 1. Tóm tắt định giá**

		Ghi chú
P/B mục tiêu	0.6x	Chiết khấu 50% sv. định giá trung bình ngành 5 năm
2026F BPS	27,625	
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>16,600</b>	
Giá thị trường	13,800	
Lợi nhuận kỳ vọng (%)	20.3	

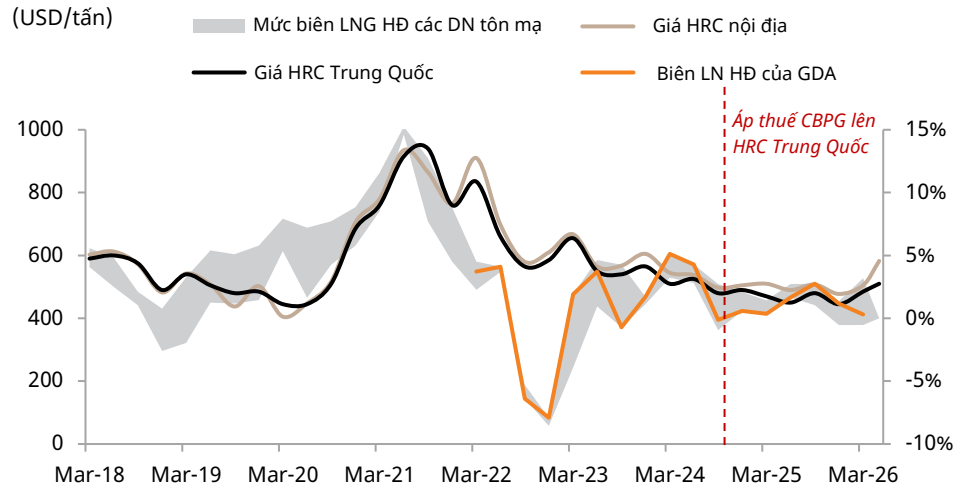
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

**Hình 2. So sánh định giá và chỉ tiêu tài chính giữa GDA và các doanh nghiệp cùng ngành**

		HSG	NKG	Bình quân	GDA
Quy mô vốn hóa (tỷ đồng)		10,060	6,624		2,043
Sản lượng bán hàng (kt)		1,696	782		758
Xuất khẩu		556	288		195
Tiêu thụ nội địa		1,141	495		563
Thị phần trong nước (%)		23.3	15.6		17.8
Doanh thu	2025	36,538	14,808		15,310
	2026F	38,100	19,739		16,172
	2027F	42,131	25,642		18,415
Biên lợi nhuận HĐ (%)	2025	2	1.6	1.8	2.7
	2026F	2.5	3.1	2.8	2.6
	2027F	2.3	3.5	2.9	2.8
PE (x)	2025	14.8	32.2	23.5	7.5
	2026F	13.6	17.4	15.5	6.7
	2027F	12.3	13.3	12.8	5.6
PB (x)	2025	0.9	0.9	0.9	0.5
	2026F	0.9	0.8	0.9	0.5
	2027F	0.8	0.8	0.8	0.5
ROE (%)	2025	5.6	1.3	3.5	7.0
	2026F	5.3	4.8	5.1	7.6
	2027F	7.4	6	6.7	8.6
Đòn bẩy tài chính ròng (x)	2025	0.5	0.7	0.6	0.8
	2026F	0.5	0.8	0.7	0.7
	2027F	0.4	0.8	0.6	0.7

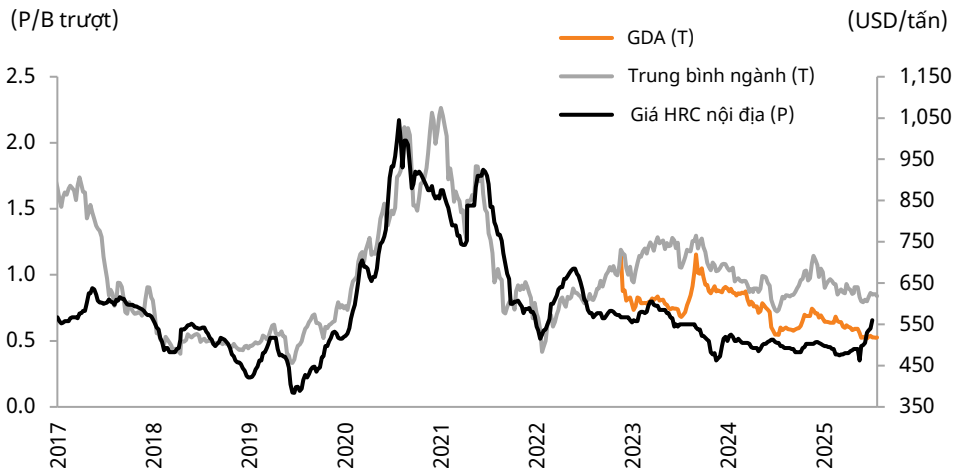
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Research

**Hình 3. Do HRC là nguyên liệu đầu vào chính của tôn mạ, xu hướng tăng của giá HRC thường kéo theo giá bán tôn mạ tăng theo. Trong môi trường giá lên, khả năng quản trị tồn kho và chênh lệch giá bán/giá vốn là yếu tố chính thúc đẩy lợi nhuận**



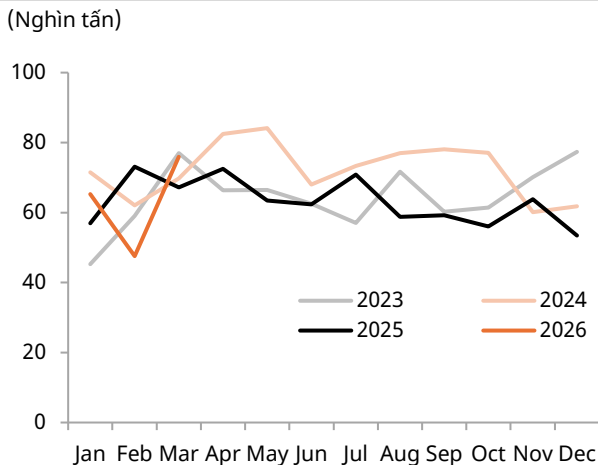
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Research

**Hình 4. Theo đó, định giá của các doanh nghiệp tôn mạ cũng thường diễn biến cùng xu hướng giá HRC**



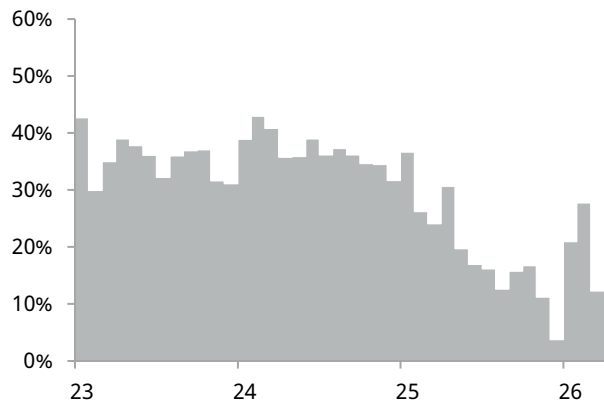
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

**Hình 5. Sản lượng bán hàng của GDA trong năm 2025 nhìn chung thấp hơn bình quân các năm trước...**

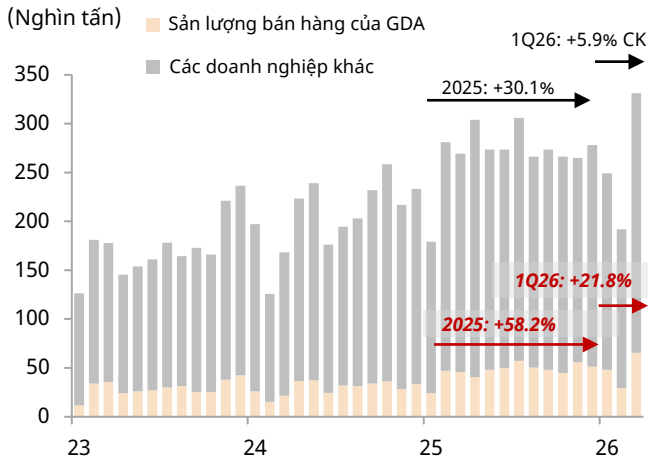


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, VSA, Mirae Asset Research

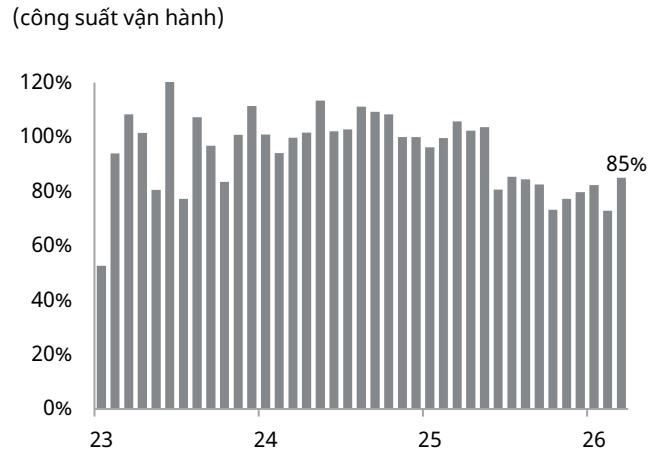
**Hình 6. ... do giảm xuất khẩu. Tuy nhiên, với tỷ trọng xuất khẩu hiện dưới 15%, dự địa tác động giảm không còn lớn**



**Hình 7. Tiêu thụ tôn mạ nội địa vẫn duy trì tăng trưởng với GDA tăng cao hơn so với ngành, bù đắp cho kênh xuất khẩu**

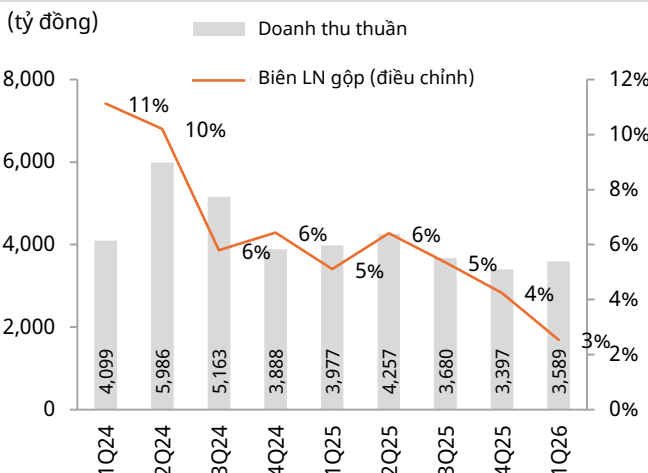


**Hình 8. Dù sản tổng sản lượng giảm, HD sản xuất của GDA vẫn duy trì tối ưu, với công suất vận hành đạt trên 80%**

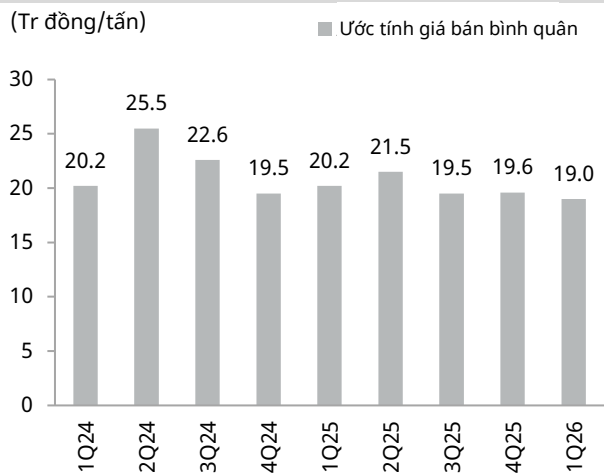


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, VSA, Mirae Asset Research

**Hình 9. Doanh thu 1Q26 +5.7% sv 4Q25, với sản lượng phục hồi (+8.9%). Trong khi đó, biên biên lợi nhuận tiếp tục giảm**

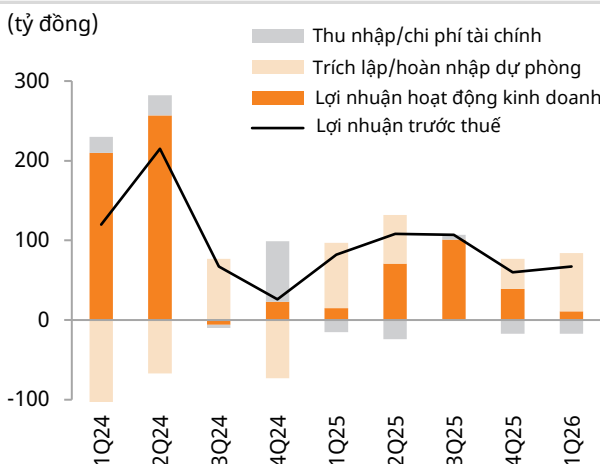


**Hình 10. ... Do giá bán thấp hơn trong Q1, khi GDA không điều chỉnh giá bán kịp với mức tăng của chi phí nguyên liệu**

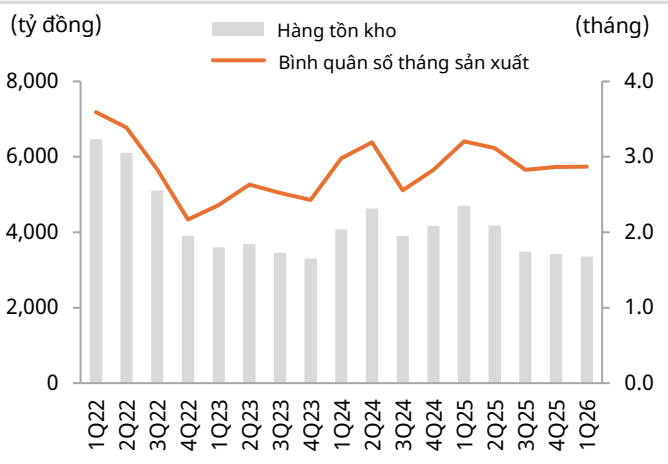


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

**Hình 11. Lợi nhuận của GDA trong quá khứ chịu ảnh hưởng đáng kể từ hoàn nhập/trích lập dự phòng. Trong Q1, khoản hoàn nhập (73 tỷ đồng) tiếp tục đóng góp cao vào LNTT (67)**



**Hình 12. GDA đã giảm lượng tồn kho năm giữ theo xu hướng sản lượng suy giảm từ 2H25, hiện tương đương khoảng 2.9 tháng bán hàng**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

## Tăng trưởng chậm, trên nền so sánh thấp

Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của GDA tăng trưởng nhẹ so với mức nền thấp của năm 2025 (+5.6% svck), với tăng trưởng sản lượng hạn chế (+3.9% svck) do xuất khẩu yếu và cạnh tranh cao tại kênh nội địa. Theo quan điểm của chúng tôi, môi trường kinh doanh hiện tại không thuận lợi cho việc tập trung tăng trưởng sản lượng nên lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào nhiều hơn từ kiểm soát tỷ suất lợi nhuận.

Chúng tôi giả định giá bán bình quân trong 2026 đạt 20.5 triệu đồng/tấn, tăng 1.6% svck nhưng cao hơn 7.9% so với mức thấp ghi nhận trong Q1/2026. Trong giai đoạn 01-03/2026, GDA tương đối chậm trong việc chuyển phần tăng của giá HRC vào giá bán. Ước tính giá bán bình quân trong Q1 giảm 3% sv quý trước trong khi giá HRC tăng 5%, khiến biên lợi nhuận gộp giảm 1.7 điểm % xuống mức thấp chỉ 2.5%. Tuy nhiên, kể từ 03/2026, giá tôn mạ trong nước đã được điều chỉnh tăng khoảng 14%, cho thấy các DN đã bắt đầu chuyển chi phí nguyên liệu vào giá bán và kiểm soát biên lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi trong các quý tới.

Trong bối cảnh giá HRC tiếp tục xu hướng tăng, chúng tôi kỳ vọng GDA sẽ bổ sung tồn kho ở mặt bằng giá cao hơn và điều chỉnh giá bán tương ứng nhằm duy trì tỷ suất lợi nhuận. Với giả định chi phí bán hàng và chi phí ngoài hoạt động kinh doanh giảm so với cùng kỳ, chúng tôi dự phóng LNST năm 2026 đạt 304 tỷ đồng (+11.8% svck).

**Hình 13. Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2026-2028F**

(tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	17,435	19,136	15,310	16,172	18,415	19,898
Giá vốn hàng bán	-16,305	-17,687	-14,311	-15,251	-17,239	-18,585
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,129</b>	<b>1,449</b>	<b>999</b>	<b>921</b>	<b>1,176</b>	<b>1,313</b>
Lợi nhuận gộp (điều chỉnh)	1,130	1,622	818	851	1,176	1,313
Chi phí BH & QLDN	-827	-1,139	-592	-500	-656	-709
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>302</b>	<b>311</b>	<b>407</b>	<b>420</b>	<b>520</b>	<b>604</b>
Lợi nhuận HĐ (điều chỉnh)	302	483	226	347	520	604
Chi phí tài chính ròng	7	82	-47	-37	-91	-97
Thu nhập/chi phí khác	-3	35	-4	-1	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>306</b>	<b>428</b>	<b>356</b>	<b>382</b>	<b>428</b>	<b>507</b>
Thuế TNDN	-22	-86	-84	-80	-86	-101
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>284</b>	<b>342</b>	<b>272</b>	<b>302</b>	<b>343</b>	<b>406</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	0	-2	0	0
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>284</b>	<b>342</b>	<b>272</b>	<b>304</b>	<b>343</b>	<b>406</b>
EBITDA	647	660	672	695	806	898
Lợi nhuận/chi phí nguyên liệu	8.5	9.4	8.3	6.5	8.4	8.5
Biên lợi nhuận gộp (%)	6.5	8.5	5.3	5.3	6.4	6.6
Biên lợi nhuận HĐ (%)	1.7	1.6	2.7	2.6	2.8	3.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0
Biên EBITDA (%)	3.7	3.4	4.4	4.3	4.4	4.5

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

**Hình 14. Dự phóng doanh thu và các giả định chính**

(nghìn tấn)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Công suất thiết kế	850	850	910	910	1,210	1,210
Công suất hiện tại	850	850	850	910	910	1,210
<b>Công suất bổ sung</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>300</b>	<b>0</b>
Bán hàng/công suất (%)	97%	104%	83%	87%	70%	75%
Sản lượng bán hàng	828	881	758	788	849	909
Bán hàng nội địa	404	371	563	601	641	658
Xuất khẩu	424	509	195	188	208	251
Giá bán TB (tr đồng/tấn)	21.0	21.7	20.2	20.5	21.7	21.9
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>17,435</b>	<b>19,136</b>	<b>15,310</b>	<b>16,172</b>	<b>18,415</b>	<b>19,898</b>
Tăng trưởng sv. cùng kỳ (%)	-19.3	9.8	-20.0	5.6	13.9	8.1

Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

**Hình 15. Kỳ vọng kết quả kinh doanh các quý tiếp theo trong năm 2026 sẽ phục hồi từ mức thấp trong Q1/2026**

(tỷ đồng)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>Doanh thu</b>	<b>4,099</b>	<b>5,986</b>	<b>5,163</b>	<b>3,888</b>	<b>3,977</b>	<b>4,257</b>	<b>3,680</b>	<b>3,397</b>	<b>3,589</b>	<b>4,105</b>	<b>3,984</b>	<b>4,494</b>
LN gộp	347	545	374	184	282	337	197	182	160	196	263	301
LN gộp (điều chỉnh)	100	189	71	-50	97	132	100	78	84	96	122	118
LN hoạt động	456	611	299	250	203	273	197	144	91	196	263	301
LN hoạt động (điều chỉnh)	210	257	-6	23	15	71	101	39	11	96	122	118
LN trước thuế	120	215	67	26	82	108	107	60	67	88	115	111
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>95</b>	<b>171</b>	<b>54</b>	<b>21</b>	<b>63</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>70</b>	<b>92</b>	<b>89</b>
Tăng trưởng DT (%ck)	4.1	25.0	26.3	-15.9	-3.0	-28.9	-28.7	-12.6	-9.7	-3.6	8.2	32.3
Tăng trưởng LNR (%ck)	16.9	39.8	-10.0	8.3	-34.3	-48.9	58.3	71.0	-16.6	-19.7	8.7	143.9

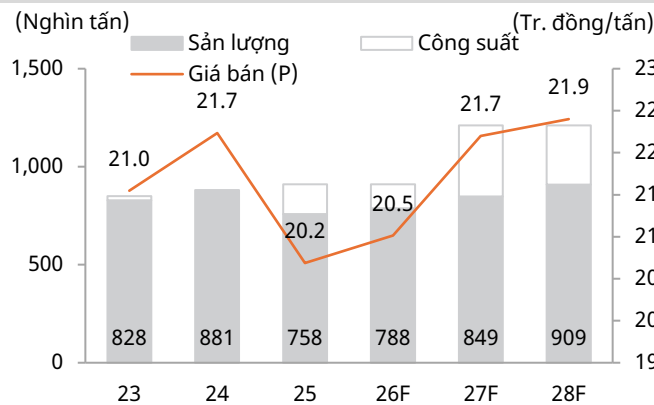
Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

**Hình 16. Động lực cải thiện chủ yếu đến từ việc giá bán tăng nhanh hơn giá HRC, giúp cải thiện biên lợi nhuận**

(Tr. đồng/tấn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Giá bán bình quân	20.2	25.5	22.6	19.5	20.2	21.5	19.5	19.6	19.0	20.7	20.9	21.3
Chi phí nguyên liệu	18.5	22.5	20.9	17.8	18.8	19.7	18.1	18.4	18.2	19.4	19.2	19.5
Giả định phí phí HRC (US\$)	524	640	594	506	534	561	514	522	517	550	545	572
Giá bán - chi phí	1.7	3.0	1.7	1.7	1.3	1.7	1.4	1.2	0.8	1.4	1.8	1.8
Chi phí BH&QLDN/tấn	1.1	1.5	1.3	1.2	0.9	1.0	0.5	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9
LN/chi phí nguyên liệu (%)	8.5	11.7	7.4	8.8	6.7	8.0	7.2	6.2	4.3	6.5	8.4	8.5
Biên LN gộp (%)	11.1	10.2	5.8	6.4	5.1	6.4	5.4	4.3	2.5	4.8	6.6	6.7
Biên LN hoạt động (%)	5.1	4.3	-0.1	0.6	0.4	1.7	2.7	1.2	0.3	2.3	3.1	2.6
Biên LN ròng (%)	2.3	2.9	1.0	0.5	1.6	2.1	2.3	1.1	1.5	1.7	2.3	2.0

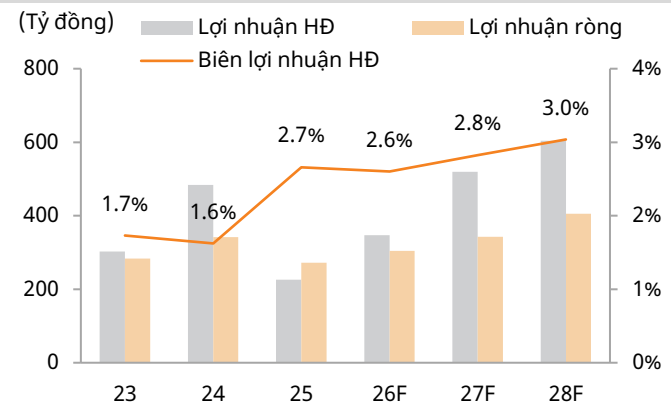
Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

**Hình 17. Dự báo sản lượng tiếp tục tăng trưởng chậm trong môi trường kinh doanh không thuận lợi**

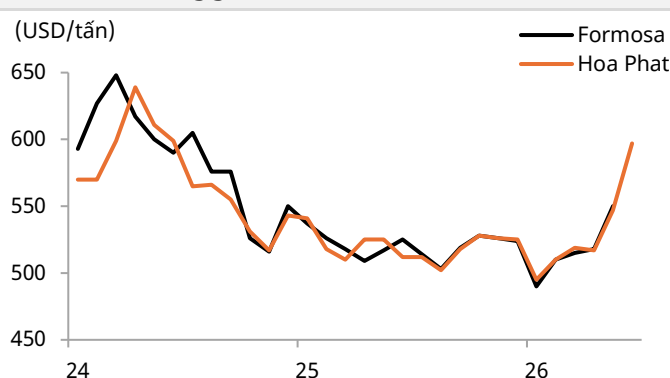


Nguồn: Mirae Asset Research ước tính

**Hình 18. Chính sách giá bán và kiểm soát giá vốn sẽ là yếu tố chính thúc đẩy lợi nhuận**

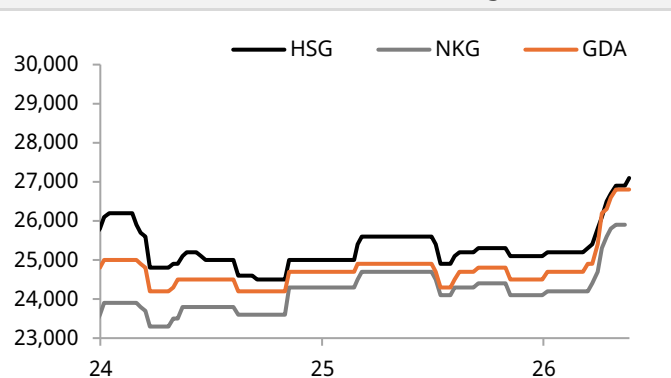


**Hình 19. Xu hướng giá bán HRC nội địa**



Nguồn: Mirae Asset Research

**Hình 20. Giá bán tôn mạ được điều chỉnh tăng mạnh từ T3**



Nguồn: Mirae Asset Research

CTCP Tôn Đông Á (GDA)

**Báo cáo tài chính (tóm tắt)**

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>15,310</b>	<b>16,172</b>	<b>18,415</b>	<b>19,898</b>
Giá vốn hàng bán	-14,311	-15,251	-17,239	-18,585
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>999</b>	<b>921</b>	<b>1,176</b>	<b>1,313</b>
Chi phí bán hàng & quản lý	-592	-500	-656	-709
<b>Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)</b>	<b>407</b>	<b>420</b>	<b>520</b>	<b>604</b>
Lợi nhuận hoạt động	360	383	428	507
<b>Lợi nhuận ngoài HĐKD</b>	<b>-51</b>	<b>-39</b>	<b>-91</b>	<b>-97</b>
Thu nhập tài chính thuần	-47	-37	-91	-97
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	-4	-1	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>356</b>	<b>382</b>	<b>428</b>	<b>507</b>
Thuế TNDN	-84	-80	-86	-101
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>272</b>	<b>302</b>	<b>343</b>	<b>406</b>
LNST cổ đông công ty mẹ	272	304	343	406
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	-2	0	0
EBITDA	672	695	806	898
Biên lợi nhuận gộp (%)	6.5	5.7	6.4	6.6
Biên EBITDA (%)	4.4	4.3	4.4	4.5
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	2.7	2.6	2.8	3.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.8	1.9	1.9	2.0

**Bản cân đối kế toán (tóm tắt)**

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>9,110</b>	<b>9,795</b>	<b>10,344</b>	<b>11,126</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	728	464	505	608
Phải thu và các khoản phải thu khác	1,673	2,253	2,565	2,785
Hàng tồn kho	3,582	3,928	4,062	4,481
Tài sản ngắn hạn khác	3,127	3,150	3,212	3,252
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2,790</b>	<b>2,436</b>	<b>2,417</b>	<b>2,354</b>
Tài sản cố định hữu hình	2,081	1,726	1,708	1,644
Đầu tư liên doanh	267	267	267	267
Tài sản dài hạn khác	442	442	442	442
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11,901</b>	<b>12,230</b>	<b>12,761</b>	<b>13,480</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>7,747</b>	<b>7,893</b>	<b>8,203</b>	<b>8,651</b>
Phải trả người bán	1,640	1,714	1,969	2,171
Nợ vay ngắn hạn	6,101	6,173	6,227	6,473
Nợ ngắn hạn khác	6	6	7	7
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>186</b>	<b>219</b>	<b>225</b>	<b>214</b>
Nợ vay dài hạn	186	200	200	200
Nợ dài hạn khác	0	19	25	14
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>7,934</b>	<b>8,112</b>	<b>8,428</b>	<b>8,866</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,940</b>	<b>4,094</b>	<b>4,308</b>	<b>4,589</b>
Vốn cổ phần	1,491	1,491	1,491	1,491
Lợi nhuận giữ lại	1,610	1,765	1,979	2,260
Thặng dư vốn và các khoản khác	839	838	838	838
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	25	25	25
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3,967</b>	<b>4,119</b>	<b>4,333</b>	<b>4,614</b>

**Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)**

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh</b>	<b>511</b>	<b>-278</b>	<b>405</b>	<b>237</b>
Lợi nhuận sau thuế	272	304	363	430
Các khoản điều chỉnh trước VDL	-141	275	286	294
Khấu hao và khấu trừ	265	275	286	294
Khác	-406	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	417	-856	-245	-487
Thay đổi khoản phải thu	-232	-664	-301	-199
Thay đổi hàng tồn kho	1,182	-345	-134	-419
Thay đổi khoản phải trả	-497	135	249	191
Các thay đổi khác	-36	19	-59	-60
Các khoản mục khác	-37	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>57</b>	<b>80</b>	<b>-268</b>	<b>-230</b>
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-224	80	-268	-230
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-8,812	0	0	0
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	9,094	0	0	0
Các khoản mục khác	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>-1,472</b>	<b>-67</b>	<b>-95</b>	<b>96</b>
Nợ vay	-587	85	54	245
Vốn và các quỹ	-851	-149	-149	-149
Cổ tức tiền mặt	-115	-149	-149	-149
Các khoản mục khác	-34	-3	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>-904</b>	<b>-264</b>	<b>42</b>	<b>103</b>
Số dư đầu kì	811	728	464	505
Số dư cuối kì	728	464	505	608

**Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu**

	2025F	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	7.5	6.7	5.6	4.8
P/CF (x)	7.1	-10.3	14.9	304.6
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	3.0	2.9	2.5	2.3
EPS (VND)	1,823	2,038	2,437	2,882
CFPS (VND)	1,925	-1,324	917	45
BPS (VND)	26,606	27,625	29,062	30,944
DPS (VND)	-769	-1,000	-1,000	-1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	0.0	49.1	41.0	34.7
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	5.6	7.3	7.3	7.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	-20.0	5.6	13.9	8.1
Tăng trưởng EBITDA (%)	1.8	3.5	15.9	11.5
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	31.1	3.3	23.6	16.3
Tăng trưởng EPS (%)	-38.8	11.8	19.6	18.3
Vòng quay phải thu (x)	7.4	7.4	7.4	7.4
Vòng quay tồn kho (x)	4.0	3.9	4.2	4.1
Vòng quay phải trả (x)	10.1	9.9	9.6	9.3
ROE (%)	7.0	7.6	8.6	9.7
ROA (%)	2.2	2.5	2.9	3.3
ROIC (%)	3.9	4.3	4.1	4.1
Nợ vay ròng trên vốn chủ (x)	71.9	77.7	74.1	72.7
Tiền mặt trên nợ ngắn hạn (%)	56.3	51.4	51.6	51.3
Chỉ số thanh khoản hiện hành (x)	1.2	1.2	1.3	1.3
Chỉ số thanh khoản nhanh (x)	0.6	0.7	0.7	0.7

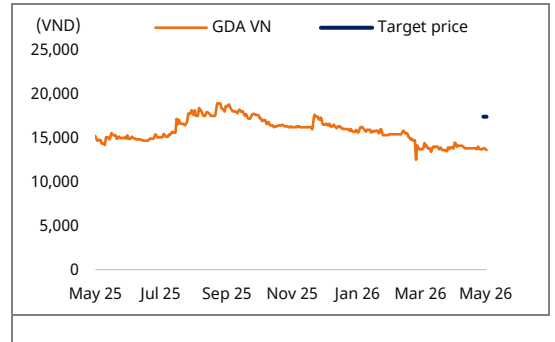
Nguồn: GDA, Mirae Asset Securities Research

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Tôn Đông Á	15/5/2026	Mua	16,600



### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

- Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
- Tăng Tỷ Trọng: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
- Nằm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
- Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

### Thang đánh giá ngành

- Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
- Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
- Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

\* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.  
 \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.  
 \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

## Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

## Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

**Mirae Asset Securities International Network****Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

**Mirae Asset Securities (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

**PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia**

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

**Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

**Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

**Mirae Asset Securities (HK) Ltd.**

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
Tel: 852-2845-6332

**Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

**Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

**Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd**

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

**Ho Chi Minh Representative Office**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

**Mirae Asset Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

**Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM**

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil  
Tel: 55-11-2789-2100

**Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC**

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

**Beijing Representative Office**

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

**Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited**

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,  
Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336