

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (UPCOM: QNS)
Nguyễn Thị Thanh Thu

Chuyên viên phân tích

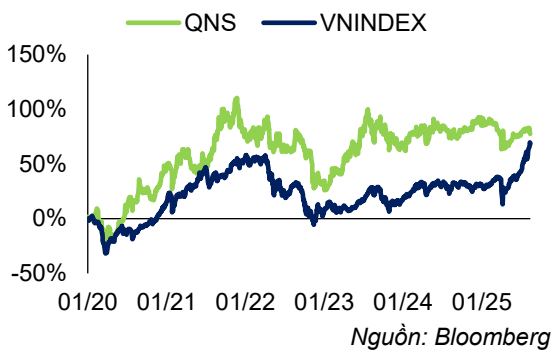
Email: thuntt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá QNS & VNIndex


Thông tin giao dịch	05/09/2025
Giá hiện tại (VND/cp)	47.200
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	48.414
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	41.377
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	368
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	368
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	224.254
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9,58%
Vốn hóa (tỷ VND)	17.500
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	5.691
P/E Trailing 12 tháng	8,36

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Đường Quảng Ngãi
Địa chỉ	Số 02 Nguyễn Chí Thanh, TP. Quảng Ngãi, Tỉnh Quảng Ngãi
Doanh thu chính	Chế biến và kinh doanh sữa đậu nành, đường, bánh kẹo và các thực phẩm khác
Chi phí chính	Đậu nành, mía nguyên liệu
Rủi ro chính	Biến động giá đậu nành và giá đường

Giá hiện tại:

47.200

Giá mục tiêu:

51.500

Tăng/(giảm):

+9,1%
**Khuyến nghị
THEO DÕI**
DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG THU HỢP

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu QNS, với mức giá mục tiêu là **51.500 VND/cp** (cao hơn **9,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 05/09/2025, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền). Quý nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu QNS ở mức 44.750 VND/cp, tương đương với lợi nhuận đạt +15,0%.

LUÂN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu chững lại khi dự địa của mảng sữa đậu nành và mảng đường thu hẹp. Cụ thể:

- **Mảng sữa đậu nành (46% DTT):** tiêu thụ sữa đậu nành QNS tăng trưởng tích cực (+4,7% YoY) năm 2025 nhờ tiêu dùng phục hồi khả quan. Sau 2025, tiêu thụ dự phóng tăng tương đương với tăng trưởng ngành hàng sữa đậu nành nội địa (+1,5%/năm) cùng giai đoạn, do cạnh tranh ngày càng gay gắt và QNS khó tăng thị phần khi đã lên tới ~90%. ([chi tiết](#))
- **Mảng đường (34% DTT):** tiêu thụ đường giảm nhẹ 4,8% YoY năm 2025 nhờ Nghị định 70 giúp giảm bớt cạnh tranh gay gắt từ đường tiểu ngạch trong 2H2025. Tuy vậy, tăng trưởng dự phóng sau đó ở mức thấp +1,3%/năm do rào cản từ (1) nhà máy đường gần đạt tối đa công suất; (2) hạn ngạch nhập khẩu đường thô hạn chế và (3) giao dịch đường tiểu ngạch khó kiểm soát hoàn toàn. ([chi tiết](#))

Lợi nhuận giảm mạnh từ mức nền cao 2024 sau đó phục hồi nhẹ trong năm 2026 nhờ chi phí đậu nành giảm và không tiêu thụ bổ sung đường RE từ đường thô chi phí cao. Cụ thể:

- **Mảng sữa đậu nành:** BLNG tăng mạnh 4,4 đpt YoY năm 2025 chủ yếu do thay đổi kế toán khiến giá bán ghi nhận tăng, trong khi chi phí sản xuất neo cao do ảnh hưởng từ tỷ giá tăng. Năm 2026, BLNG duy trì tăng +0,9 đpt YoY nhờ chi phí đậu nành nguyên liệu giảm. ([chi tiết](#))
- **Mảng đường:** BLNG giảm mạnh 10,2 đpt YoY năm 2025 do giá bán đường giảm, cộng thêm ảnh hưởng từ tiêu thụ bổ sung đường RE từ đường thô với biên lợi nhuận thấp hơn. Năm 2026, BLNG dự phóng phục hồi +2,4 đpt YoY với kỳ vọng giá thu mua mía không đổi so với niên vụ trước (chủ yếu tăng lại do doanh nghiệp không tiêu thụ thêm đường RE). ([chi tiết](#))

YẾU TỐ THEO DÕI ([chi tiết](#))

- **Kỳ vọng ngành đường được tiếp tục bảo hộ từ gia hạn Thuế CBPG và CTC với đường nhập khẩu có nguồn gốc từ Thái Lan sau tháng 06/2026.**
- **Chu kỳ thời tiết ảnh hưởng đến biến động giá đường.**

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Tổng quan doanh nghiệp

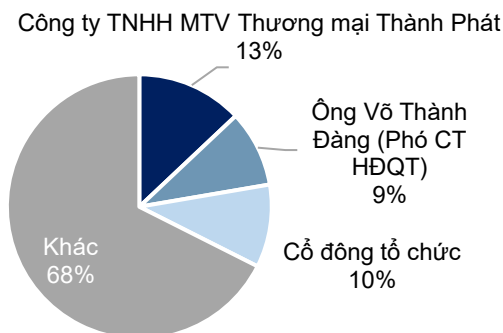


CTCP Đường Quảng Ngãi (UPCOM: QNS) chính thức đi vào hoạt động từ năm 2006 trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm & đồ uống. Tới 2024, QNS là một trong những doanh nghiệp đầu ngành về quy mô sản xuất sữa đậu nành và sản xuất mía đường thông qua sở hữu 03 nhà máy sữa đậu nành (công suất 390 triệu lít/năm) và 01 nhà máy đường (công suất 18.000 tấn mía/ngày).

Nhìn chung, mảng sữa đậu nành của QNS đang bước vào giai đoạn chững lại khi doanh nghiệp đạt gần tối đa về thị phần (~90% thị phần năm 2024) và cạnh tranh trong ngành sữa nói chung ngày càng gay gắt. Ngược lại, mảng đường tăng trưởng khả quan nhờ các chính sách phòng vệ thương mại (thuế CBPG và CTC) từ năm 2021 giúp hạn chế cạnh tranh từ đường Thái Lan chính ngạch giá rẻ.

2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông của QNS phân mảnh



Nguồn: QNS

Cổ đông lớn nhất của QNS là Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát với tỷ lệ nắm giữ ~13%. Đây là công ty con của QNS, với ngành nghề kinh doanh chính là thương mại các sản phẩm bia, nước giải khát, bánh kẹo, sữa, đường. Tiếp đến là ông Võ Thành Đăng – Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc của QNS với tỷ lệ sở hữu ~9% và các cổ đông là tổ chức với tỷ lệ sở hữu ~10%.

3. Cơ cấu doanh nghiệp

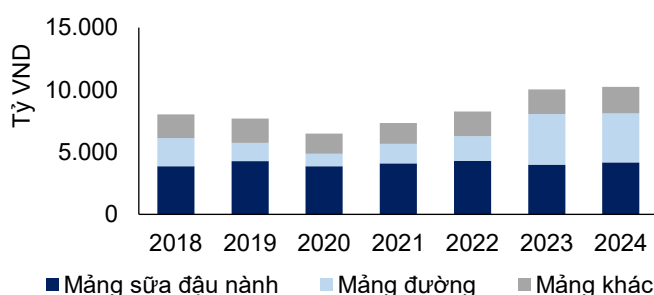
Hiện nay, QNS có 1 công ty con là Công ty TNHH MTV Thương mại Thành Phát hoạt động trong lĩnh vực thương mại các sản phẩm bia, bánh kẹo, nước giải khát, sữa và đường.

4. Tổng quan hoạt động kinh doanh

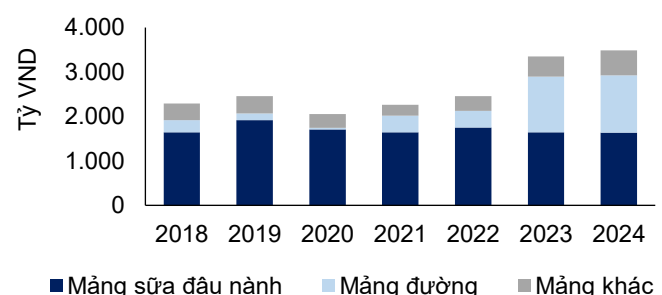
QNS hoạt động chính trong mảng sản xuất sữa đậu nành và sản xuất mía đường (chiếm 79% doanh thu và 84% lợi nhuận gộp 2024). Ngoài ra, doanh nghiệp còn sản xuất bia, bánh kẹo, nước giải khát và sản xuất điện sinh khối (chiếm 21% doanh thu và 16% lợi nhuận gộp). Do hạn chế về mặt thông tin, trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi sẽ chỉ tập trung phân tích hoạt động kinh doanh của mảng sữa đậu nành và mảng đường.

Biểu đồ 2. Mảng đường đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận QNS giai đoạn 2021 – 2024

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: QNS, FPTs Research

Giai đoạn 2018 – 2024, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mảng sữa đậu nành có xu hướng chững lại do dư địa mở rộng thị phần của QNS thu hẹp dần bởi cạnh tranh trong ngành sữa ngày càng gay gắt. Thêm nữa, mảng này còn chịu ảnh hưởng từ (1) sức mua của người tiêu dùng kém khả quan do tình hình kinh tế khó khăn và (2) giá đậu nành biến động mạnh.

Ngược lại với mảng sữa, **doanh thu và lợi nhuận của mảng đường tăng tích cực trong 2023 – 2024** nhờ (1) đường nội địa lấy lại vị thế cạnh tranh bởi thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp (CBPG & CTC) áp dụng lên đường Thái Lan (từ 06/2021) và đường Thái Lan lẫn tránh thuế qua 05 nước ASEAN (từ 08/2022) và (2) giá đường thế giới bật tăng và duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2020 – 2024.

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2025

Kế hoạch 2025: QNS đặt kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt 10.000 tỷ VND (-2,4% YoY) & 1.790 tỷ VND (-24,7% YoY) trên nhận định giá đường Việt Nam suy giảm cùng với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG).

Trong 1H2025, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của QNS đạt lần lượt 5.187 tỷ VND (-2,9% YoY & 52% KH2025) và 938 tỷ VND (-23,3% YoY & 52% KH2025) chủ yếu do mảng đường giảm mạnh.

Đơn vị: Tỷ VND	1H2025	%YoY	KH2025	%KH2025
Doanh thu thuần	5.187	-2,9%	10.000	52%
Sữa đậu nành	2.278	+15,4%		
Đường	1.689	-22,7%		
Khác	1.221	+3,1%		
Lợi nhuận gộp	1.702	-5,0%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32,8%	-0,7 đpt		
Sữa đậu nành	980	+29,1%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,0%	+4,6 đpt		
Đường	390	-43,6%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,1%	-8,6 đpt		
Khác	332	-2,7%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,2%	-1,6 đpt		
Doanh thu tài chính	139	+7,4%		
Chi phí tài chính	62	+9,1%		
Chi phí bán hàng	581	+49,3%		
Chi phí bán hàng/DTT	11,2%	+3,9 đpt		
Chi phí QLDN	149	+6,3%		
Chi phí quản lý/DTT	2,9%	+0,2 đpt		
LN trước thuế	1.059	-21,2%	2.000	53%
Tỷ suất LN TT	20,4%	-4,8 đpt		
Sữa đậu nành*	18,2%	-1,5 đpt		
Đường*	18,4%	-10,0 đpt		
LN sau thuế	938	-23,3%	1.790	52%
Tỷ suất LN ST	18,1%	-4,8 đpt		

Nguồn: QNS, FPTs Research

*FPTS tính toán theo chia sẻ của QNS

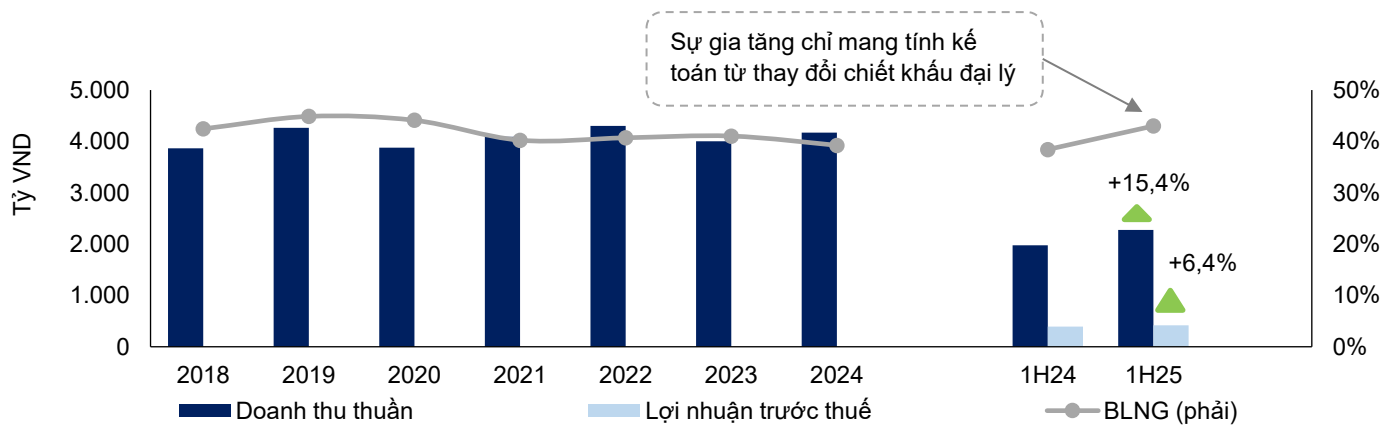
1. Mảng sữa đậu nành (44% doanh thu): tăng trưởng nhờ tiêu dùng phục hồi, tuy nhiên khả năng sinh lời đi ngang do chi phí sản xuất duy trì ở mức cao

Trong 1H2025, mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu +15,4% YoY (2.278 tỷ VND) nhờ nhu cầu tiêu thụ được thúc đẩy bởi sức mua của người tiêu dùng phục hồi tích cực. Dù vậy, lợi nhuận trước thuế chỉ tăng 6,5% YoY, tương ứng biên lợi nhuận trước thuế giảm 1,5 đpt YoY (dù biên lợi nhuận gộp tăng 4,6 đpt YoY), chủ yếu do:

- (1) Chi phí sản xuất vẫn neo ở mức cao;
- (2) Giá bán tăng 8,1% YoY chỉ mang tính kế toán và đã ghi nhận vào chi phí khuyến mãi & dùng thử tăng tương ứng.

Nếu loại trừ tác động kế toán từ thay đổi chính sách chiết khấu, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận trước thuế mảng sữa của QNS 1H2025 đạt mức 19,7% (-0,1 đpt YoY).

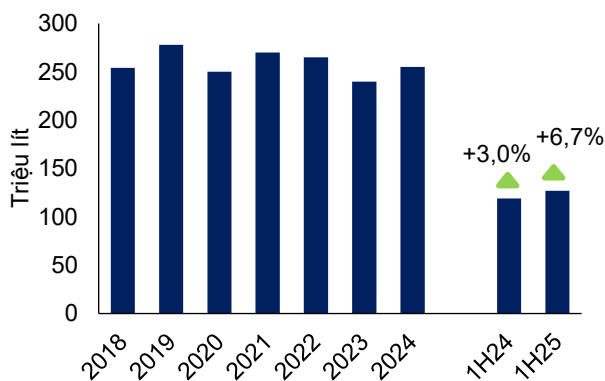
Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh mảng sữa đậu nành của QNS tăng trưởng khả quan trong 1H2025



Nguồn: QNS

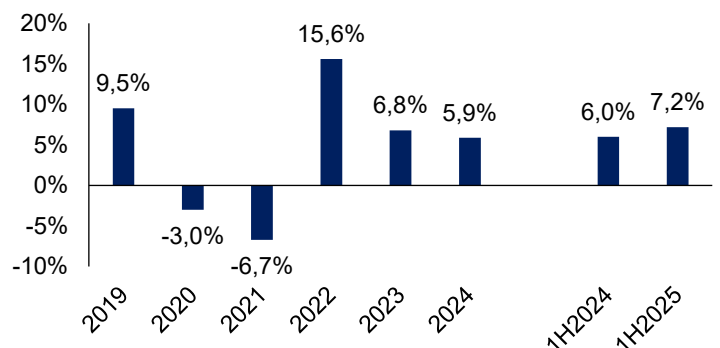
1.1. Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS tăng 6,7% YoY nhờ tiêu dùng phục hồi khả quan

Biểu đồ 4. Tiêu thụ sữa đậu nành của QNS tăng tích cực trong 1H2025



Nguồn: QNS

Biểu đồ 5. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa & doanh thu dịch vụ tiêu dùng loại yếu tố về giá trong 1H2025 cao hơn 1,2 đpt YoY



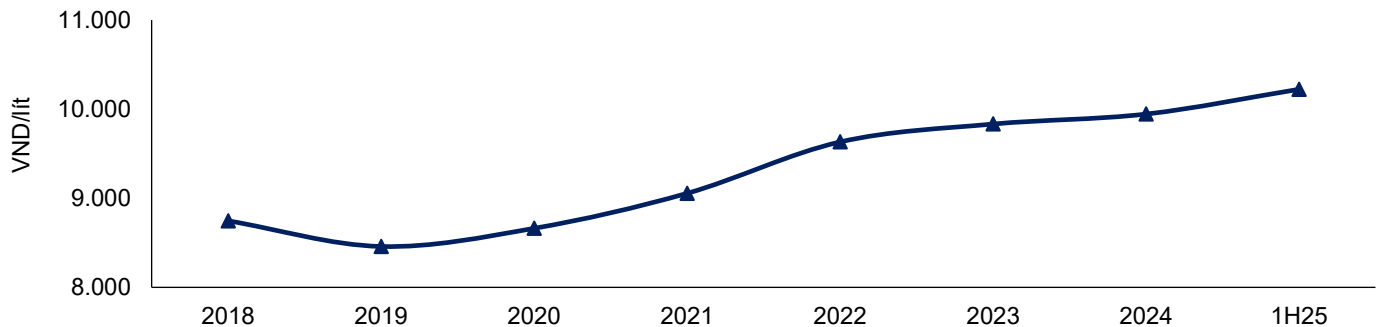
Nguồn: GSO

Sản lượng tiêu thụ 1H2025 tăng 6,7% YoY (127 triệu lít) nhờ sức mua của người tiêu dùng cải thiện khả quan thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành. Sức mua phục hồi thể hiện qua tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 1H2025 loại trừ yếu tố về giá cao hơn 1,2 đpt YoY. Xu hướng này được thúc đẩy bởi thu nhập bình quân tháng của người lao động tăng trưởng tích cực (+10,1% YoY & cao hơn 2,7 đpt YoY) và tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn so với giai đoạn 2023 – 2024 ở 2,22% ([chi tiết](#)).

1.2. Chi phí sản xuất sữa bình quân neo ở mức cao do ảnh hưởng bởi tỷ giá neo thang

Trong 1H2025, chi phí sản xuất bình quân đi ngang so với mức nền cao cùng kỳ 2024 khi tỷ giá USD/VND bình quân tăng 2,8% YoY khiến chi phí bao bì (~33% chi phí sản xuất) ước tăng 4,6% YoY; và chi phí đậu nành nguyên liệu (~30% chi phí sản xuất) chỉ giảm khoảng 6,6% YoY dù giá thế giới đã giảm đáng kể.

Biểu đồ 6. Chi phí sản xuất sữa đậu nành bình quân 1H2025 tương đương mức nền cao cùng kỳ 2024



Nguồn: QNS, FPTs Research

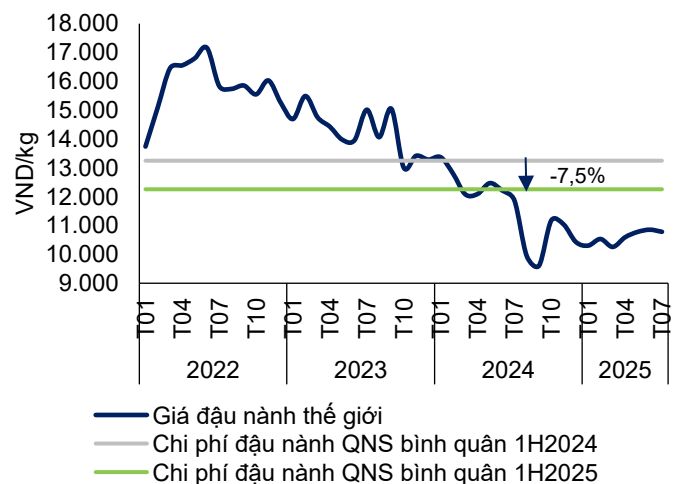
Cụ thể về chi phí đậu nành, QNS thường đặt hàng và chốt giá trước khi bước vào năm sản xuất (theo chia sẻ của Ban lãnh đạo). Cho năm 2025, doanh nghiệp đã chốt trước giá từ cuối năm 2024 khi giá đậu nành thế giới duy trì ở vùng giá thấp nhờ nguồn cung dồi dào. Trong đó, giá đậu nành nhập khẩu (75 – 80% tổng sản lượng) ước giảm 7,5% YoY (thấp hơn so với mức giảm 10% YoY dựa trên giá USD), và đậu nành nội địa thấp hơn 3 - 5% YoY.

Biểu đồ 7. Tỷ giá gia tăng khiến chi phí đậu nành nguyên liệu của QNS 1H2025 giảm chậm hơn so với mức giảm giá gốc đã chốt

Biến động giá đậu nành thế giới dựa trên giá USD



Biến động giá đậu nành thế giới quy đổi sang VND

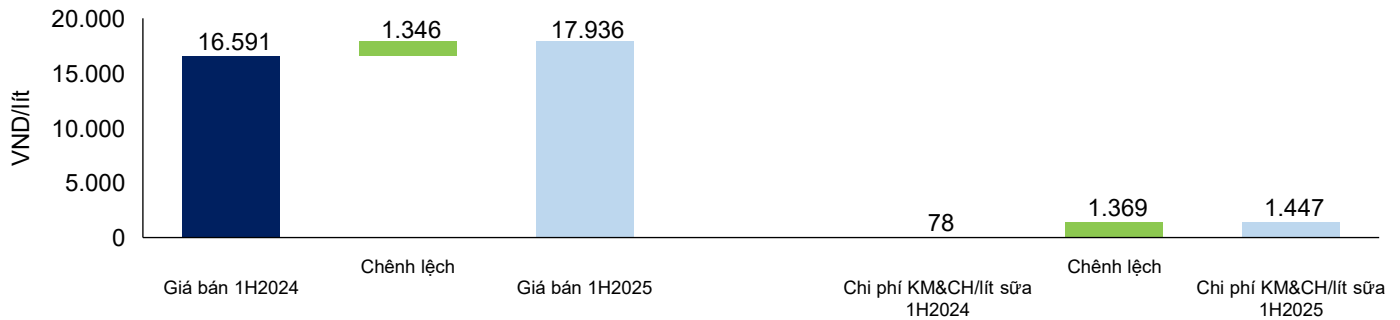


Nguồn: World Bank, FPTs Research

1.3. Giá bán tăng 8,1% YoY chỉ mang tính kế toán và đã ghi nhận vào chi phí bán hàng tăng tương ứng

Từ 2025, QNS điều chỉnh chính sách chiết khấu cho đại lý tiêu thụ từ chiết khấu giảm giá và hoa hồng sang chiết khấu bằng sản phẩm. Sự điều chỉnh này làm giá bán sữa đậu nành bình quân tăng 8,1% YoY đồng thời chi phí bán hàng cũng tăng mạnh 49,3% YoY trong 1H2025. Với giả định các chi phí liên quan đến hoạt động tiếp thị và bán hàng chủ yếu để phục vụ mảng sữa, ước tính chi phí khuyến mãi, dùng thử & chào hàng bình quân trên lít sữa tiêu thụ 1H2025 tăng 1.369 VND/lít so với 1H2024, tương ứng với mức tăng của giá bán bình quân.

Biểu đồ 8. Thay đổi chính sách chiết khấu đại lý khiến giá bán sữa bình quân tăng đồng thời chi phí khuyến mãi, dùng thử & chào hàng/lit sữa cũng tăng lên tương ứng trong 1H2025

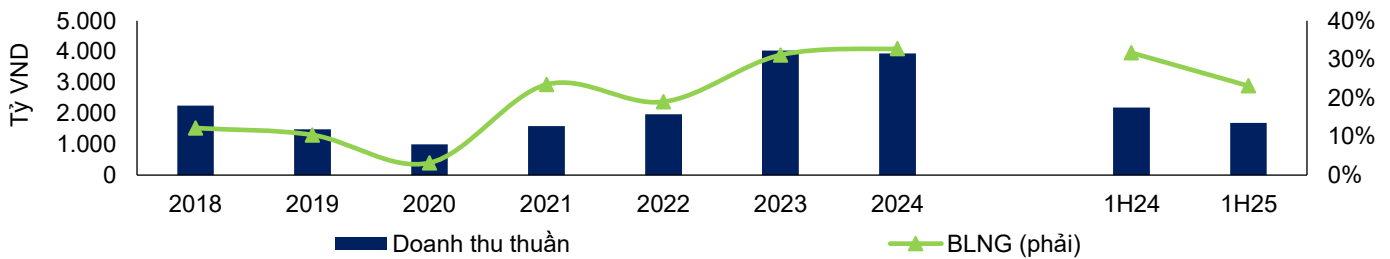


Nguồn: QNS, FPTs Research

2. Mảng đường (33% doanh thu): suy giảm mạnh do cạnh tranh gay gắt từ đường tiêu ngạch

Trong 1H2025, mảng đường của QNS giảm mạnh khi ghi nhận doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế lần lượt 1.689 tỷ VND (-22,7% YoY), 390 tỷ VND (-43,6% YoY), và 310 tỷ VND (-50,0% YoY).

Biểu đồ 9. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng đường QNS giảm mạnh trong 1H2025



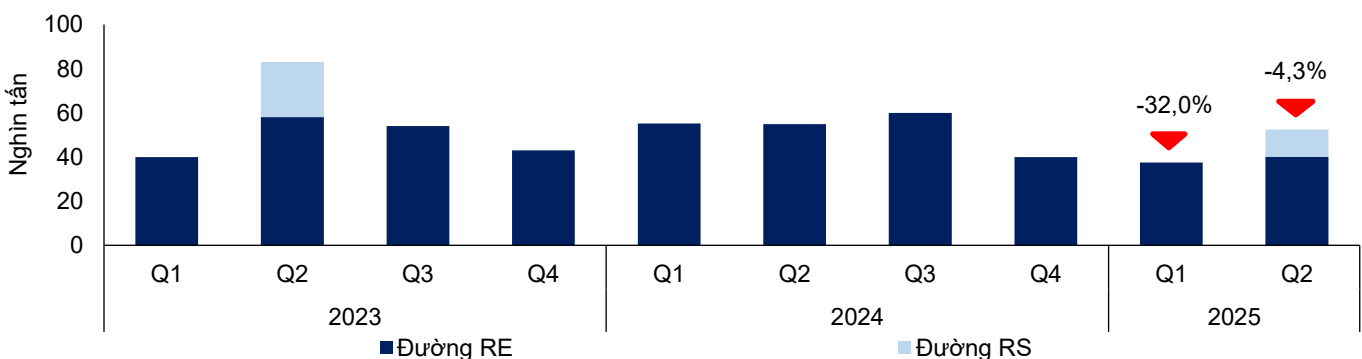
Nguồn: QNS, FPTs Research

2.1. Sản lượng đường tiêu thụ giảm mạnh 18,2% YoY do cạnh tranh từ đường tiêu ngạch gia tăng

Trong 1H2025, sản lượng đường tiêu thụ của QNS giảm -18,2% YoY (90 nghìn tấn) và chỉ tương đương khoảng 37% sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25 (cùng kỳ tỷ lệ này là 51%) ([chi tiết tình hình sản xuất đường của QNS](#)). Trong đó, đường RS sản xuất từ mía chiếm ~86% cơ cấu tiêu thụ trong 1H2025. Còn lại là đường RE sản xuất từ đường thô nhập khẩu và được tiêu thụ chủ yếu trong Q2.

Việc tiêu thụ đường RE mang tính cơ hội (phụ thuộc vào hạn ngạch nhập khẩu được cấp) và không ảnh hưởng tới tiêu thụ đường RS vì nhóm khách hàng khác nhau (QNS chủ yếu phân phối đường RE cho các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống do đường RE có độ tinh khiết cao; còn đường RS chủ yếu tiêu thụ qua các các nhà bán buôn, mua sỉ). Đường RE có biên lợi nhuận thấp hơn so với đường RS (dù có giá bán cao khoảng 6%) do QNS chỉ gia công đường RE từ đường thô nhập khẩu (thay vì sản xuất từ mía như đường RS).

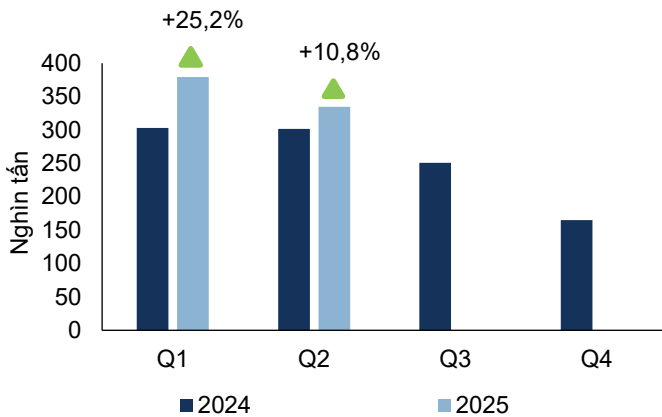
Biểu đồ 10. Sản lượng đường tiêu thụ của QNS giảm mạnh vào Q1 trước khi cải thiện ở Q2 do cạnh tranh gay gắt từ đường tiêu ngạch



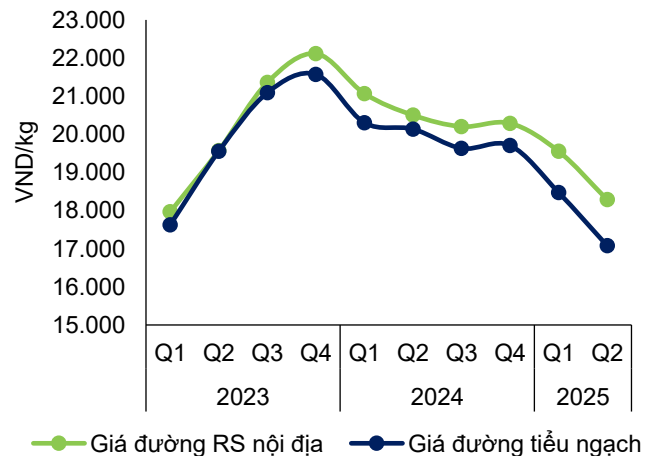
Nguồn: QNS, FPTs Research

Với đường RS, trong 1H2025 sản lượng tiêu thụ giảm 29,4% YoY (77,6 nghìn tấn) chủ yếu do gia tăng cạnh tranh tại khu vực tiêu thụ chính của QNS từ đường tiểu ngạch (có nguồn gốc từ Thái Lan, qua biên giới Campuchia & Lào về khu vực miền Trung và miền Tây).

Biểu đồ 11. Lượng đường tiểu ngạch Thái Lan về Việt Nam qua biên giới Campuchia và Lào tăng mạnh trong 1H2025



Biểu đồ 12. Giá đường tiểu ngạch thấp hơn ~6% so với giá đường RS Việt Nam trong 1H2025



Nguồn: Agromonitor

Sản lượng đường tiểu ngạch về Việt Nam Q1/2025 tăng mạnh +25,2% YoY (379 nghìn tấn & tương đương 29,2% lượng đường sản xuất nội địa niên vụ 2024/25) với giá bình quân thấp hơn ~6% so với đường trong nước. Đường tiểu ngạch Thái Lan về Việt Nam gia tăng chủ yếu do sản lượng đường sản xuất của Thái Lan vụ 2024/25 tăng tích cực 13,6% YoY so với mức nền thấp của niên vụ trước nhờ tình hình thời tiết duy trì trạng thái trung tính hỗ trợ cho vụ ép mía. Cạnh tranh gay gắt khiến sản lượng đường RS tiêu thụ của QNS giảm mạnh 32,0% YoY trong Q1.

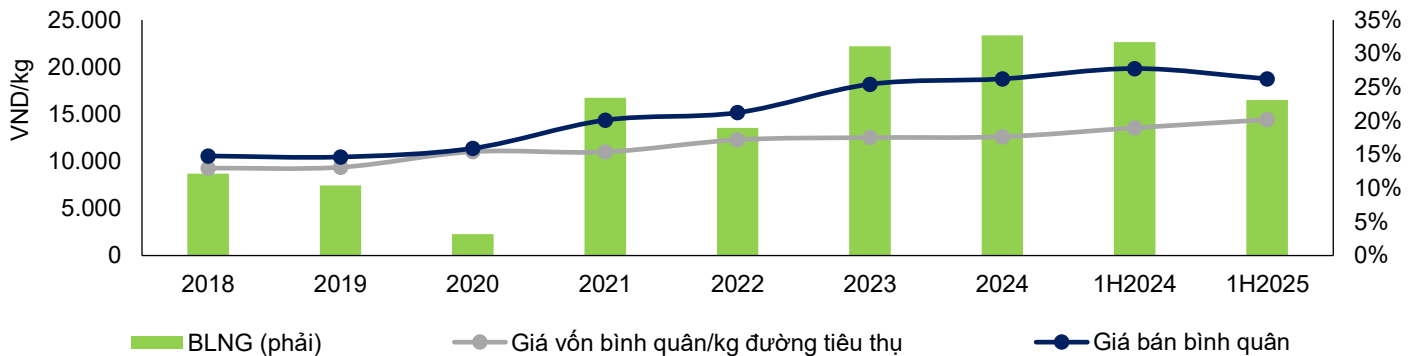
Sang Q2, sản lượng đường tiểu ngạch về Việt Nam chậm lại với tăng trưởng YoY thấp hơn 14,4 đpt so với Q1. Diễn biến này giúp tiêu thụ đường của QNS cải thiện khi mức giảm YoY thấp hơn 5,1 đpt so với quý trước. Nguyên nhân khiến lượng đường tiểu ngạch chậm lại gồm:

- Nhà nước mở đợt cao điểm chống buôn lậu & hàng giả trong tháng 5.
- Nghị Định 70/2025/NĐ – CP quy định từ ngày 01/06/2025, hộ kinh doanh và cá nhân kinh doanh phải sử dụng hóa đơn điện tử và thiết bị tính tiền kết nối dữ liệu với cơ quan thuế. Điều này khiến các đơn vị thương mại đường tiểu ngạch lo ngại rủi ro trong mua bán và chứng minh nguồn gốc xuất xứ.

Với đường RE, trong 1H2025 ước tính QNS tiêu thụ khoảng 12,4 nghìn tấn sản xuất từ đường thô trong hạn ngạch nhập khẩu 20 nghìn tấn doanh nghiệp đã trúng thầu và nhập về từ cuối năm 2024. Việc sản xuất và tiêu thụ RE từ đường thô của QNS chủ yếu phụ thuộc vào hạn ngạch nhập khẩu loại đường này do Bộ Công Thương phân giao hàng năm ([chi tiết về nguồn cung đường thô nguyên liệu của QNS](#)). Hạn ngạch thuế quan nhập khẩu đường (mức thuế ≤ 5% tùy quốc gia xuất khẩu) chủ yếu nhập đường thô từ các quốc gia ngoài Thái Lan và 05 nước ASEAN bị áp thuế phòng vệ thương mại. Nhờ mức thuế thấp, giá đường thô nhập theo hạn ngạch ước tính thấp hơn khoảng 10 -15% so với nhập từ Thái Lan và các nước ASEAN. Tuy nhiên, hạn ngạch này rất hạn chế đối với các doanh nghiệp. QNS trúng thầu đợt 1 vào cuối năm 2022 và đến cuối năm 2024 mới trúng thêm một đợt thầu mới.

2.2. Biên lợi nhuận gộp giảm 8,6 đpt YoY chủ yếu do thay đổi cơ cấu tiêu thụ sản phẩm làm gia tăng chi phí bình quân và giá bán đường điều chỉnh giảm

Biểu đồ 13. Giá bán đường suy giảm cùng với chi phí sản xuất bình quân gia tăng làm BLNG mảng đường của QNS giảm mạnh trong 1H2025

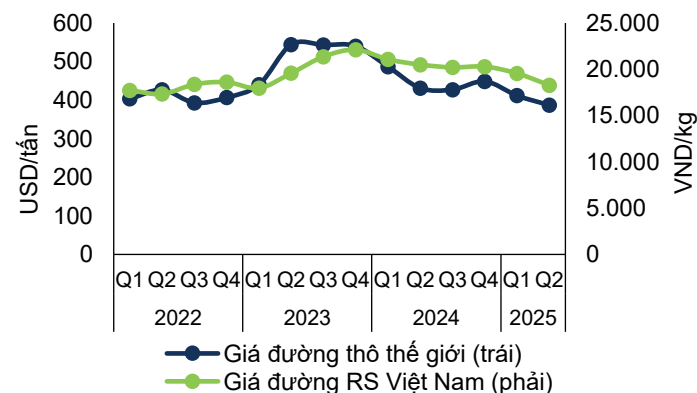


Nguồn: QNS, FPTs Research

Chi phí sản xuất đường bình quân trong 1H2025 ước tăng 6,4% YoY, chủ yếu do QNS tiêu thụ bổ sung đường RE từ đường thô có chi phí sản xuất cao hơn so với đường từ mía. Chi phí sản xuất đường từ đường thô (~15% chi phí sản xuất 1H2025) ước cao hơn ~36% so với sản xuất từ mía, do đường thô là bán thành phẩm nên khi nhập khẩu về đến nhà máy của doanh nghiệp sẽ phải chịu thêm nhiều loại chi phí (vận chuyển, tỷ giá, thuế...). Mặt khác, chi phí mía nguyên liệu (~68% chi phí sản xuất) bình quân ước tăng nhẹ 2,0% YoY cũng góp phần vào sự gia tăng chi phí sản xuất đường của QNS. Theo chia sẻ từ BLĐ, giá thu mua mía của doanh nghiệp niên vụ 2024/25 không đổi so với niên vụ trước. Tuy vậy, tỷ lệ thu hồi đường niên vụ này giảm nhẹ 0,2 đpt YoY do mưa nhiều trong giai đoạn thu hoạch mía khiến chi phí mía bình quân trên tấn đường tiêu thụ tăng nhẹ.

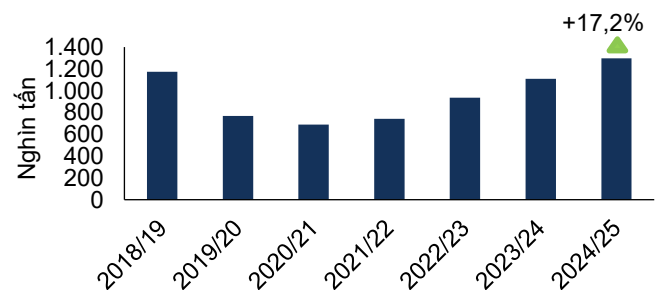
Giá bán đường bình quân của QNS điều chỉnh giảm 5,5% YoY trong 1H2025 theo xu hướng của giá đường nội địa do áp lực từ nguồn cung mía đường nội địa dồi dào, giá đường thế giới giảm xuống mức thấp và cạnh tranh gay gắt từ đường tiểu ngạch giá rẻ.

Biểu đồ 14. Giá đường RS Việt Nam suy giảm trong 1H2025



Nguồn: Agromonitor, World Bank

Biểu đồ 15. Sản lượng đường mía sản xuất của Việt Nam duy trì đà tăng tích cực trong niên vụ 2024/25*



Nguồn: Agromonitor

*Niên vụ sản xuất đường mía của Việt Nam bắt đầu từ tháng 12 năm trước và kết thúc vào tháng 4-5 năm sau

Sản lượng đường mía sản xuất của Việt Nam niên vụ 2024/25 ước đạt ~1,3 triệu tấn (+17,2% YoY & đáp ứng khoảng 52% nhu cầu tiêu thụ trong nước) nhờ tình hình thời tiết thuận lợi và vùng mía nguyên liệu mở rộng (+7,6% YoY) do giá đường neo cao trong giai đoạn đầu vụ (nửa cuối năm 2024).

Giá đường thô thế giới bình quân 1H2025 giảm 13,0% YoY nhờ tình hình sản xuất tích cực tại Thái Lan và Brazil (hai quốc gia xuất khẩu đường lớn nhất thế giới) ([chi tiết](#)).

III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2025F, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất của QNS dự phóng đạt lần lượt 10.339 tỷ VND (+0,9% YoY & 103% KH2025) và 1.845 tỷ VND (-22,4% YoY & 103% KH2025). Chúng tôi dự phóng doanh thu của QNS 2H2025 tăng +5,1% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành duy trì tăng trưởng và tiêu thụ đường phục hồi. Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế giảm 21,4% YoY chủ yếu do lợi nhuận mảng đường tiếp tục chịu áp lực kép từ giá bán giảm & chi phí tăng cao do thay đổi cơ cấu tiêu thụ sản phẩm. Mặc dù giảm so với mức đỉnh giai đoạn 2023 - 2024, lợi nhuận sau thuế của QNS vẫn duy trì ở mức nền cao so với giai đoạn 2018 - 2022.

Giai đoạn 2026 - 2029F, doanh thu của QNS dự phóng tăng +1,1%/năm trong đó:

- Mảng sữa đậu nành: doanh thu dự phóng tăng chậm +1,5%/năm do cạnh tranh ngành sữa gia tăng.
- Mảng đường: doanh thu kỳ vọng phục hồi với kỳ vọng thuế CPBG và CTC tiếp tục gia hạn và Nghị định 70 giúp hạn chế cạnh tranh từ đường tiểu ngạch. Tuy vậy, tăng trưởng sẽ ở mức thấp +1,3%/năm dựa trên quan điểm thận trọng khi: (1) nhà máy đường đạt gần tối đa công suất; (2) không tiêu thụ đường RE từ đường thô do hạn ngạch nhập khẩu hạn chế và (3) giao dịch đường tiểu ngạch khó kiểm soát hoàn toàn.

Lợi nhuận sau thuế dự phóng tăng ~5,7% năm 2026 với biên LNST tăng 0,9 đpt YoY đến từ (1) BLNG mảng sữa duy trì đà tăng nhờ chi phí đậu nành nguyên liệu giảm và (2) BLNG mảng đường phục hồi với giả định không tiêu thụ RE từ đường thô có chi phí sản xuất cao trong năm này. Giai đoạn 2027 - 2029, biên LNST giả định ở mức 18,4% - 17,3%.

Các giả định trong dự phóng được chúng tôi tóm gọn chi tiết trong bảng sau:

Chỉ tiêu	2025 (Tỷ VND)	%YoY	2026 - 2029	Cơ sở giả định
Tổng doanh thu	10.339	+0,9%	+1,1%/năm	
Sữa đậu nành	4.726	+13,2%	+1,5%/năm	Năm 2025: tăng mạnh do (1) sản lượng tăng trưởng nhờ tiêu dùng phục hồi và (2) giá bán tăng do thay đổi chính sách chiết khấu đại lý. Giai đoạn 2026 - 2030: Giả định giá bán không đổi và sản lượng dự phóng tăng theo đà tăng mảng sữa đậu nành nội địa cùng giai đoạn (dự phóng của Euromonitor) do cạnh tranh ngành sữa ngày càng gay gắt, QNS khó tăng thị phần.
Đường	3.465	-12,0%	+1,3%/năm	Năm 2025: giảm mạnh do (1) sản lượng tiêu thụ giảm bởi cạnh tranh gay gắt từ đường tiểu ngạch và (2) giá bán điều chỉnh theo đà giảm giá đường nội địa. Giai đoạn 2026 - 2030: Giá bán giả định không đổi. Sản lượng dự phóng phục hồi với kỳ vọng thuế CBPG và CTC tiếp tục gia hạn và Nghị định 70 giúp giảm bớt cạnh tranh từ đường tiểu ngạch. Tuy vậy mức tăng chỉ đạt +1,3%/năm dựa trên quan điểm thận trọng khi: (1) nhà máy đường An Khê đã gần đạt mức tối đa về công suất ép mía (niên vụ 2024/25 đạt 96%); (2) giả định QNS không tiêu thụ RE từ đường thô do việc phân giao hạn ngạch nhập khẩu hàng năm hạn chế và (3) giao dịch đường tiểu ngạch khó kiểm soát hoàn toàn.
Khác	2.148	+0,8%	+0,1%/năm	
BLNG	32,8%	-1,2 đpt	34,1% - 33,7%	

Sữa đậu nành 43,6% 4,4 đpt 44,5% - 43,6%

Năm 2025: tăng mạnh chủ yếu nhờ giá bán tăng do thay đổi chính sách chiết khấu đại lý trong khi chi phí sản xuất bình quân vẫn neo ở mức cao.

Giai đoạn 2026 - 2029: dự phóng duy trì đà tăng trong năm 2026 nhờ chi phí đậu nành nguyên liệu kỳ vọng giảm. Giai đoạn còn lại giả định ở mức 44,5% - 43,6%.

Đường 22,5% -10,2 đpt 24,9% - 25,0%

Năm 2025: giảm mạnh do giá bán đường điều chỉnh và chi phí sản xuất tăng do tiêu thụ bổ sung RE từ đường thô có chi phí sản xuất cao hơn so với RS từ mía.

Giai đoạn 2026 - 2029: phục hồi 2,4 đpt YoY trong năm 2026 với giả định QNS không tiêu thụ RE từ đường thô và chi phí thu mua mía dự kiến đi ngang. Giai đoạn còn lại giả định duy trì ở mức 25,0%.

Khác 25,7% -0,5đpt 25,6% - 25,4%

Chi phí bán hàng/DTT **12,3%** **+3,9 đpt** **12,7% - 13,9%**

Năm 2025: tăng mạnh chủ yếu do thay đổi chính sách chiết khấu đại lý đối với mảng sữa đậu nành.

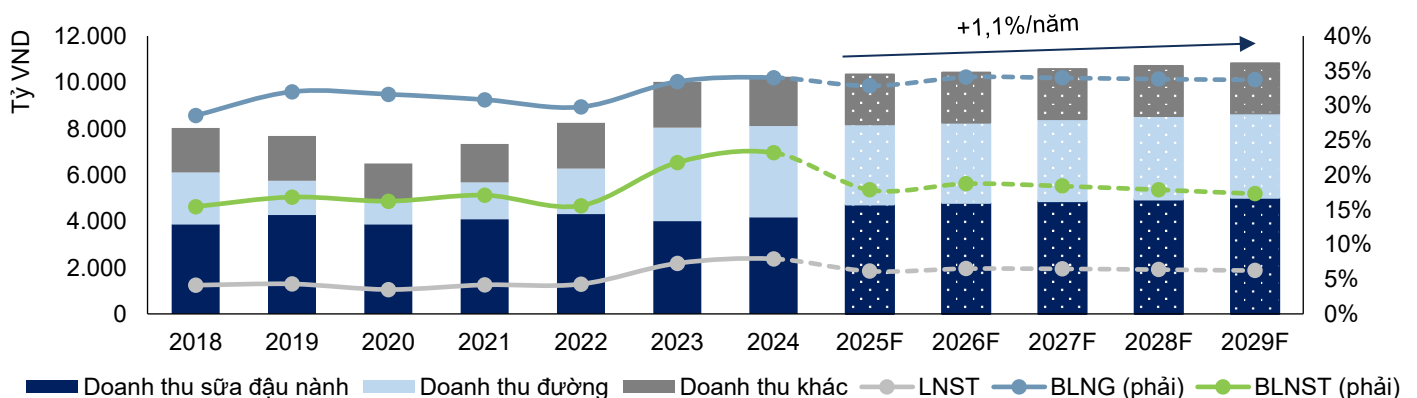
Giai đoạn 2026 - 2029: dự phóng tăng 0,4 đpt/năm do cạnh tranh ngành ngày càng gay gắt và QNS đã đạt ~90% thị phần sữa đậu nành. Do đó, kỳ vọng doanh nghiệp sẽ gia tăng cho hoạt động tiếp thị và bán hàng nhằm duy trì cạnh tranh trên thị trường sữa nói chung.

LNST **1.845** **-22,4%**

Biên LNST **17,8%** **-5,4 đpt** **18,7% - 17,3%**

Với dự phóng trên, lợi nhuận sau thuế dự phóng thấp hơn 10,9% so với [Báo cáo cập nhật tin tức QNS tháng 10/2024](#), nguyên nhân chủ yếu do điều chỉnh giảm doanh thu và lợi nhuận mảng đường bởi cạnh tranh gay gắt từ đường tiểu ngạch và giá đường RS của Việt Nam giảm thấp hơn so với kỳ vọng.

Biểu đồ 16. Doanh thu dự phóng tăng +1,1%/năm, lợi nhuận sau thuế giảm từ mức đỉnh nhưng vẫn cao hơn so với giai đoạn 2018 – 2022



Nguồn: FPTs Research

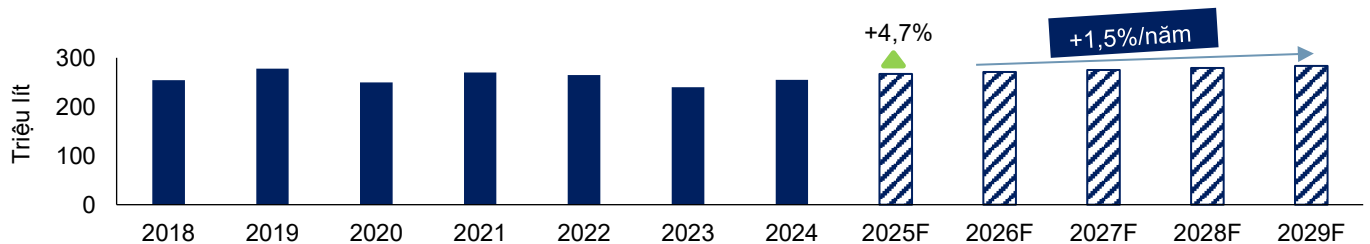
1. Mảng sữa đậu nành: tăng trưởng tích cực năm 2025F nhờ tiêu dùng khả quan, dài hạn tăng trưởng chậm do cạnh tranh trong ngành sữa gia tăng

Năm 2025F, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành QNS dự phóng đạt lần lượt 4.726 tỷ VND (+13,2% YoY) và 2.060 tỷ VND (+25,8% YoY). Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng duy trì đà tăng trong 2H2025 nhờ tiêu dùng khả quan. Tuy nhiên mức tăng chậm lại do ảnh hưởng từ việc giảm tồn kho của các điểm bán lẻ từ tác động Nghị định 70 sửa đổi, bổ sung về quy định hóa đơn chứng từ. Lợi nhuận gộp tăng mạnh chủ yếu nhờ tác động kế toán do thay đổi chính sách chiết khấu đại lý. Chiều ngược lại, biên lợi nhuận sau thuế (loại bỏ tác động kế toán) dự phóng đi ngang do chi phí sản xuất neo cao.

Giai đoạn 2026 – 2029, doanh thu thuần dự phóng tăng +1,5%/năm do cạnh tranh ngành sữa gia tăng. Biên lợi nhuận gộp duy trì tăng +0,9 đpt YoY trong năm 2026 nhờ chi phí đầu nành giảm. Giai đoạn còn lại của dự phóng, BLNG giả định duy trì ở mức 44,2% - 43,6%. Chi phí bán hàng dự phóng tăng +4,3%/năm trong giai đoạn trên với giả định QNS gia tăng hoạt động bán hàng và tiếp thị nhằm duy trì thị phần.

1.1. Sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ tăng tích cực trong năm 2025F và dự phóng chậm lại trong dài hạn ([quay lại](#))

Biểu đồ 17. Sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ của QNS dự phóng tăng 4,7% YoY năm 2025 và +1,5%/năm giai đoạn 2026 – 2029



Nguồn: FPTs Research

Trong 2H2025, sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ của QNS kỳ vọng duy trì đà tăng và đạt +3,0% YoY nhờ:

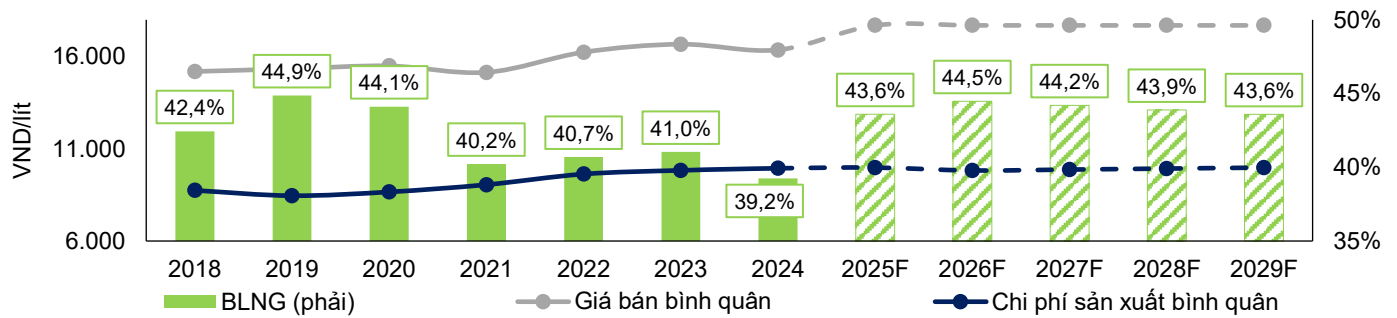
- Kỳ vọng tiêu dùng khả quan nhờ sức mua của người tiêu dùng được thúc đẩy bởi (1) người lao động nhận đủ tiền trợ cấp nghỉ hưu sớm kể từ 30/06/2025 và (2) tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức thấp (theo VBMA).
- QNS tiếp tục gia tăng các hoạt động tiếp thị và bán hàng ([chi tiết](#)) nhằm duy trì thị phần khi cạnh tranh trong ngành sữa nói chung ngày càng gay gắt.

Tuy nhiên, so với 1H2025, tăng trưởng tiêu thụ sữa đậu nành 2H2025 của QNS thấp hơn 3,7 đpt chủ yếu do tác động của Nghị định 70 lên nhu cầu nhập hàng hóa của các hộ kinh doanh nhỏ lẻ tại kênh truyền thống (kênh tiêu thụ chính của QNS). Nghị định 70 có hiệu lực đã gây khó khăn cho các điểm bán nhỏ lẻ khiến sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS trong tháng 6 giảm nhẹ 2,0% YoY và tiêu thụ tiếp tục yếu trong tháng 7 (theo chia sẻ của BLĐ). Chúng tôi cho rằng giao dịch mua bán của các điểm bán nhỏ lẻ sẽ chứng lại trong nửa cuối năm 2025 do cần thời gian để thích nghi và thay đổi theo quy định mới. Lũy kế cả năm 2025, sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ dự phóng đạt ~267 triệu lít (+4,7% YoY).

Giai đoạn 2026 – 2029, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành của QNS tăng trưởng CAGR = +1,5%/năm, tương đương mức tăng trưởng giá trị ngành hàng sữa đậu nành nội địa cùng giai đoạn (theo dự phóng của Euromonitor). Dư địa mở rộng thị phần của doanh nghiệp hạn chế khi thị phần trong ngành hàng sữa đậu nành đã đạt ~90%. Ngoài ra, phân khúc sữa đậu nành trong nước đang chịu áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm sữa thay thế do thị hiếu của người tiêu dùng ngày càng đa dạng. QNS dù đã mở rộng sang phân khúc sữa hạt khác tuy nhiên mảng này hiện mới đóng góp khoảng 5% sản lượng tiêu thụ.

1.2. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng duy trì tăng trong 2026F nhờ chi phí đầu nành giảm ([quay lại](#))

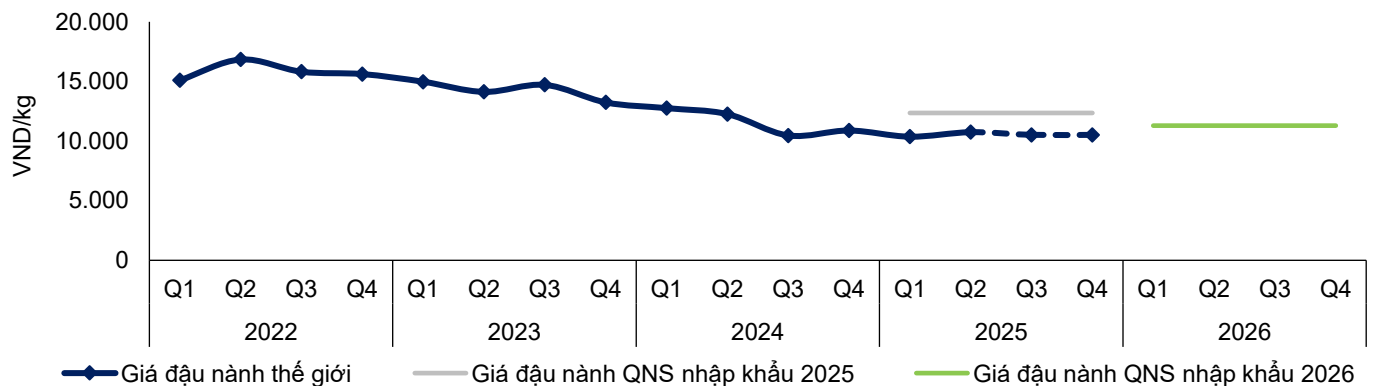
Biểu đồ 18. Biên lợi nhuận gộp mảng sữa đầu nành QNS kỳ vọng tăng trong giai đoạn 2025 – 2026



Nguồn: FPTs Research

Năm 2025, BLNG mảng sữa của QNS dự phóng tăng 4,4 đpt YoY và đạt 43,6% chủ yếu nhờ tác động kế toán từ việc thay đổi chiết khấu đại lý dẫn đến giá bán ước tính tăng +8,1% YoY. Ở chiều ngược lại, chi phí sản xuất dự phóng tăng +0,4% YoY khi tỷ giá leo thang trong 2H2025 (bình quân tăng +4,6% YoY – theo MUGF) khiến chi phí bao bì tiếp tục gia tăng và đà giảm của chi phí đầu nành nguyên liệu cũng bị hạn chế.

Biểu đồ 19. Giá đầu nành thế giới dự phóng duy trì ở mức nền thấp nửa cuối 2025 giúp chi phí đầu nành nhập khẩu của QNS giảm trong 2026

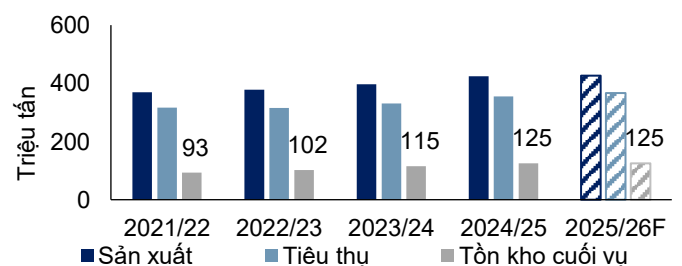


Nguồn: World Bank, FPTs Research

Năm 2026, giả định doanh nghiệp chốt trước giá đầu nành nhập khẩu vào cuối năm 2025 và giá bán sữa bình quân đi ngang. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tăng 0,9 đpt YoY chủ yếu nhờ chi phí đầu nành nguyên liệu ước giảm 8,6% YoY (với giả định tỷ giá ổn định). Giá đầu nành thế giới duy trì ở mức nền thấp trong 2H2025 và giá đầu nành nội địa đã được QNS chốt trước với mức giảm ~5% YoY giúp chi phí đầu nành nguyên liệu duy trì đã giảm trong năm 2026. Ở chiều ngược lại, dựa trên quan điểm thận trọng chúng tôi giả định các chi phí nguyên liệu khác (bao bì, đường, phụ gia,...) tăng 1,0% YoY. Theo đó, chi phí sản xuất sữa bình quân 2026F dự phóng giảm 1,6% YoY. Giai đoạn còn lại, chúng tôi giả định BLNG mảng sữa của QNS duy trì ở mức 44,2% - 43,6%.

Giá đầu nành thế giới kỳ vọng duy trì ở mức nền thấp trong 2H2025 và bình quân giảm 5,8% YoY (theo giá USD) nhờ triển vọng nguồn cung thế giới dồi dào. Sản lượng đầu nành sản xuất niên vụ 2025/26 dự phóng tăng 0,6% YoY nhờ thời tiết thuận lợi tại Brazil (chiếm 41% sản lượng sản xuất toàn cầu) hỗ trợ cho sự phát triển của cây trồng. Tồn kho cuối kỳ niên vụ 2025/26F dự phóng duy trì ở mức nền cao cùng kỳ niên vụ trước.

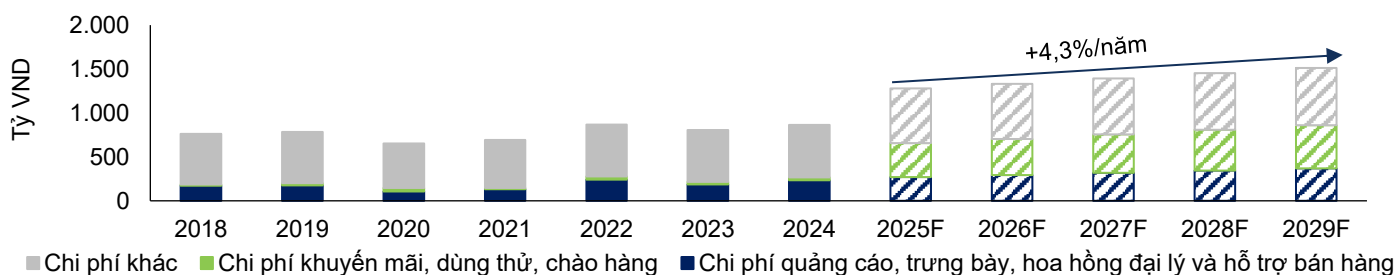
Biểu đồ 20. Nguồn cung đầu nành thế giới kỳ vọng dồi dào nhờ thời tiết thuận lợi



Nguồn: USDA

1.3. Chi phí bán hàng dự kiến tăng trong giai đoạn 2025 – 2029F nhằm duy trì thị phần khi cạnh tranh ngành sữa gia tăng [\(quay lại\)](#)

Biểu đồ 21. Chi phí bán hàng QNS dự phóng tăng +4,3%/năm giai đoạn 2025 – 2029



Nguồn: FPT Research

Trong 2H2025, chi phí bán hàng dự phóng tiếp tục tăng mạnh từ thay đổi chính sách chiết khấu đại lý mảng sữa đậu nành kể từ giai đoạn đầu năm. Bình quân cả năm 2025, chi phí bán hàng dự phóng tăng 47,7% YoY với tỷ lệ trên tổng doanh thu hợp nhất ở mức 12,3% (+3,9 đpt YoY). Nếu loại bỏ tác động kế toán từ thay đổi chiết khấu đại lý, chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng tăng 6,5% YoY với tỷ lệ trên tổng doanh thu tăng 0,8 đpt YoY chủ yếu do kỳ vọng QNS gia tăng hoạt động tiếp thị và bán hàng mảng sữa đậu nành.

Tổng chi phí bán hàng của QNS 1H2025 ước tăng 5,3% YoY (đã loại bỏ tác động kế toán). Trong đó chi phí tiếp thị, khuyến mãi, dùng thử & chào hàng (chiếm 26,3%) ước tăng 19,8% YoY, với tỷ lệ trên doanh mảng sữa là 5,1% (+0,6 đpt YoY). QNS phải gia tăng các hoạt động tiếp thị & bán hàng nhằm giữ vị thế gần như tuyệt đối trong mảng sữa đậu nành (thị phần ước tính ~90%) khi cạnh tranh trong ngành sữa nói chung tăng.

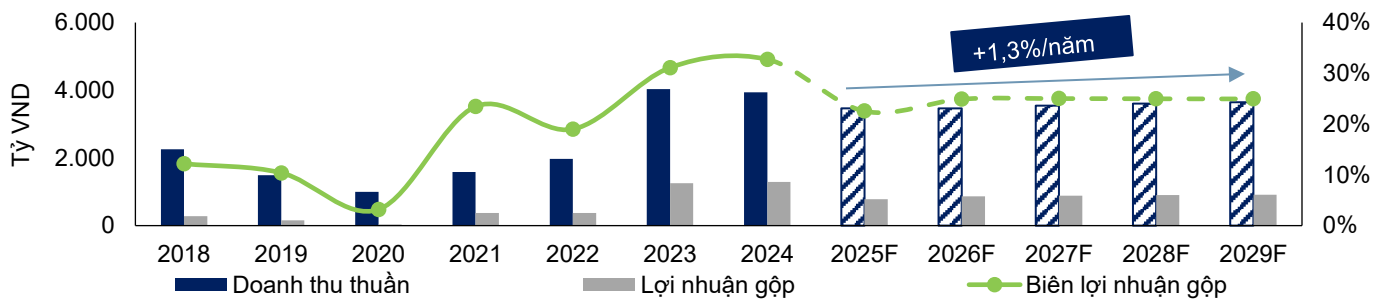
Cạnh tranh trong ngành sữa của Việt Nam ngày càng khốc liệt do (1) ngành sữa dần bước vào giai đoạn bão hòa ([chi tiết](#)) và (2) thị trường phân mảnh với nhiều doanh nghiệp cạnh tranh giành thị phần ([chi tiết](#)) thông qua đẩy mạnh tiếp thị và bán hàng. Có thể kể đến VNM (doanh nghiệp dẫn đầu ngành sữa của Việt Nam) trong 1H2025 đã tiếp tục đẩy mạnh hoạt động tái định vị thương hiệu khi tung mới và tái tung gần 70 sản phẩm và gia tăng cho hoạt động tiếp thị và bán hàng (chi phí cho tiếp thị và bán hàng trên doanh thu thuần tăng 1,4 đpt YoY).

Giai đoạn 2026 – 2029F, chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng tăng +4,3%/năm và tỷ lệ trên tổng doanh thu tăng +0,4 đpt/năm với giả định QNS tăng đầu tư cho hoạt động tiếp thị và bán hàng mảng sữa đậu nành nhằm duy trì thị phần khi cạnh tranh ngày càng gay gắt.

2. Mảng đường: giảm trong 2025 do cạnh tranh từ đường tiểu ngạch & dài hạn phục hồi ở mức thấp

Năm 2025F, doanh thu thuần mảng đường dự phóng đạt 3.465 tỷ VND (-12,0% YoY) và biên lợi nhuận gộp đạt 22,5% (-10,2 đpt YoY). Sau sự suy giảm nửa đầu năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đường của QNS khả quan hơn (+1,2% YoY) trong 2H2025 nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi do cạnh tranh từ đường tiểu ngạch giảm bớt. Tuy vậy, giá đường dự kiến duy trì giảm tiếp tục gây áp lực lên BLNG của doanh nghiệp.

Giai đoạn 2026 – 2029F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của QNS tăng trưởng +1,3%/năm với giả định thuế CBPG và CTC tiếp tục gia hạn và Nghị định 70 giúp hạn chế cạnh tranh từ đường tiểu ngạch hỗ trợ tiêu thụ đường của QNS phục hồi. Tuy vậy, tăng trưởng ở mức thấp trên quan điểm thận trọng khi nhà máy đường An Khê gần đạt tối đa công suất, hạn ngạch nhập khẩu RE hạn chế và giao dịch đường tiểu ngạch khó kiểm soát hoàn toàn. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 24,9% (+2,4 đpt YoY) năm 2026 và duy trì ở mức 25,0% trong giai đoạn còn lại với giả định giá bán đường đi ngang và QNS không tiêu thụ đường RE từ đường thô nhập khẩu. Mặc dù thấp hơn so với mức đỉnh giai đoạn 2023 – 2024, kết quả kinh doanh mảng đường của QNS vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2018 – 2022.

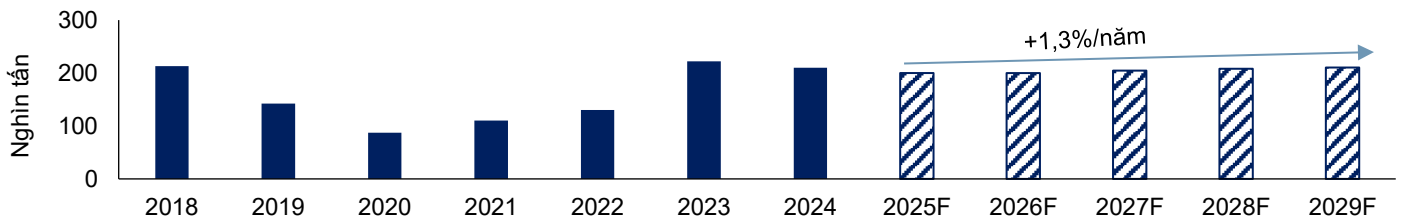
Biểu đồ 22. Doanh thu mảng đường QNS kỳ vọng giảm trong 2025F và tăng trưởng chậm trong 2026 – 2029


Nguồn: FPT Research

2.1. Sản lượng tiêu thụ phục hồi trong 2H2025 và tăng trưởng thấp trong giai đoạn 2026 – 2029 (quay lại)

Năm 2025, sản lượng đường tiêu thụ của QNS dự phóng đạt 200 nghìn tấn (-4,8% YoY) tương đương 82% sản lượng sản xuất. Trong 2H2025, sản lượng đường tiêu thụ của QNS dự phóng phục hồi và tăng 10,0% YoY với kỳ vọng:

- (1) 7,6 nghìn tấn đường RE sản xuất từ lượng đường thô còn lại trong hạn ngạch nhập khẩu sẽ được tiêu thụ hết trong 2H2025. Tiêu dùng khả quan kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng ngành hàng FMCG từ đó gia tăng nhu cầu tiêu thụ đường của các nhà máy sản xuất thực phẩm & đồ uống.
- (2) Cạnh tranh từ đường tiểu ngạch giảm bớt giúp tiêu thụ đường RS phục hồi và tăng 2,4% YoY.

Biểu đồ 23. Sản lượng đường tiêu thụ của QNS dự phóng giảm 4,8% YoY năm 2025F và tăng trưởng thấp +1,3%/năm trong giai đoạn 2026 – 2029F


Nguồn: FPT Research

Cạnh tranh từ đường tiểu ngạch dự phóng giảm bớt trong giai đoạn nửa cuối năm 2025 với động lực từ:

- (1) Cao điểm về chống buôn lậu hàng giả, hàng lẫn tránh gian lận thương mại vẫn sẽ tiếp tục trong thời gian tới.
- (2) Nghị định 70/2025/NĐ – CP khiến cho việc hợp thức hóa chứng từ đối với các sản phẩm đường lậu khó khăn hơn từ đó hạn chế hoạt động giao dịch đường nhập lậu.
- (3) Hoạt động giao dịch đường từ Thái Lan qua biên giới Campuchia dự kiến bị gián đoạn khi hai quốc gia siết chặt kiểm soát biên giới sau xung đột.

Trong tháng 07, sản lượng đường tiểu ngạch về Việt Nam đã chậm lại và dự kiến giảm mạnh 46,7% YoY trong tháng 08 (theo Agromonitor). Nhờ đó, sản lượng đường tiêu thụ của QNS trong tháng 7 đạt 20 nghìn tấn, cao hơn 14,4% so với bình quân tháng trong Q2 và tương đương với mức bình quân tháng cùng kỳ 2024.

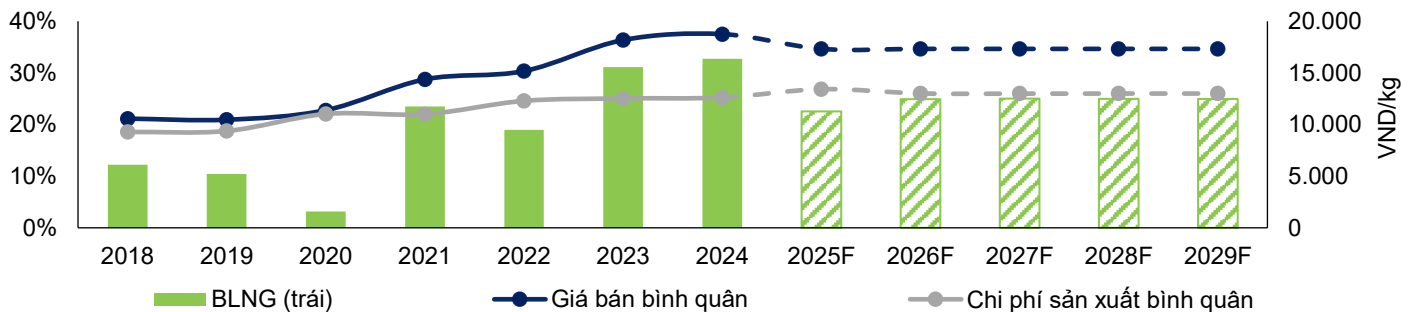
Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng dự phóng mức tăng trưởng tiêu thụ đường RS của doanh nghiệp trong nửa cuối năm chỉ đạt +2,4% YoY. Nghị định 70/2025/NĐ – CP có hiệu lực từ 01/06/2025 không chỉ tác động đến các đơn vị thương mại đường tiểu ngạch và còn ảnh hưởng đến các đơn vị thương mại đường chính ngạch/chính thống. Theo Agromonitor, các đơn vị này hạn chế giao dịch mua bán do vướng mắc trong quá trình áp dụng các quy định về hóa đơn, chứng từ mới. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giao dịch mua bán đường sẽ chậm lại trong nửa cuối năm do các đơn vị cần thời gian thích nghi với các quy định mới.

Giai đoạn 2026 – 2029, chúng tôi dự phóng tiêu thụ đường của QNS dần phục hồi với kỳ vọng Nghị định 70 sẽ hạn chế cạnh tranh từ đường tiểu ngạch và thuế CBPG và CTC tiếp tục được gia hạn. Tuy nhiên mức tăng trưởng dự phóng chỉ đạt +1,3%/năm dựa trên quan điểm thận trọng khi:

- (1) Nhà máy đường An Khê đã gần đạt tối đa công suất (niên vụ 2024/25, công suất ép mía đạt ~96%) và dự án mở rộng công suất nhà máy vẫn chưa khởi công.
- (2) Giả định QNS không tiêu thụ đường RE sản xuất từ đường thô do hạn ngạch nhập khẩu hạn chế.
- (3) Giao dịch đường tiểu ngạch nhỏ lẻ và phức tạp khiến khó có thể kiểm soát hoàn toàn.

2.2. Biên lợi nhuận gộp giảm do chi phí sản xuất gia tăng & giá bán đường điều chỉnh trong 2H2025 và phục hồi trở lại kể từ 2026F ([quay lại](#))

Biểu đồ 24. BLNG mảng đường QNS dự phóng giảm mạnh 2025F và phục hồi nhẹ trong năm 2026F



Nguồn: FPTTS Research

Biên lợi nhuận gộp dự phóng duy trì giảm trong 2H2025 do chi phí sản xuất gia tăng và giá bán đường giảm. Lũy kế cả năm 2025, biên lợi nhuận gộp của mảng đường đạt mức 22,5% (-10,2 đpt YoY).

- Giá bán đường thành phẩm của QNS kỳ vọng tiếp tục điều chỉnh trong 2H2025 theo đà giảm của giá đường nội địa và bình quân cả năm 2025 dự phóng giảm 7,6% YoY. Sản xuất nội địa dồi dào cùng với giá đường thế giới duy trì ở mức thấp tiếp tục gây áp lực lên giá đường của Việt Nam ([chi tiết](#)).
- Chi phí sản xuất bình quân của QNS năm 2025F ước tính tăng 5,8% YoY chủ yếu do QNS tiêu thụ bổ sung đường RE từ đường thô nhập khẩu theo hạn ngạch có chi phí sản xuất cao hơn so với đường RS từ mía. Mặt khác, tỷ lệ thu hồi đường từ mía giảm nhẹ do mưa nhiều khiến chi phí mía bình quân/tấn đường tiêu thụ tăng 2,0% YoY cũng là yếu tố làm gia tăng chi phí sản xuất.

Năm 2026, chúng tôi giả định doanh nghiệp không tiêu thụ đường RE từ đường thô nhập khẩu và giá thu mua mía tương đương so với niên vụ trước để khuyến khích nông dân trồng mía nhằm mở rộng thêm vùng nguyên liệu. Chi phí sản xuất bình quân ước giảm 3,1% YoY giúp biên lợi nhuận gộp phục hồi 2,4 đpt YoY. Giai đoạn 2027 – 2029, BLNG giả định duy trì ở mức 25,0%.

IV. YẾU TỐ THEO DÕI ([quay lại](#))

➤ Khả năng gia hạn Thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường nhập khẩu có nguồn gốc từ Thái Lan

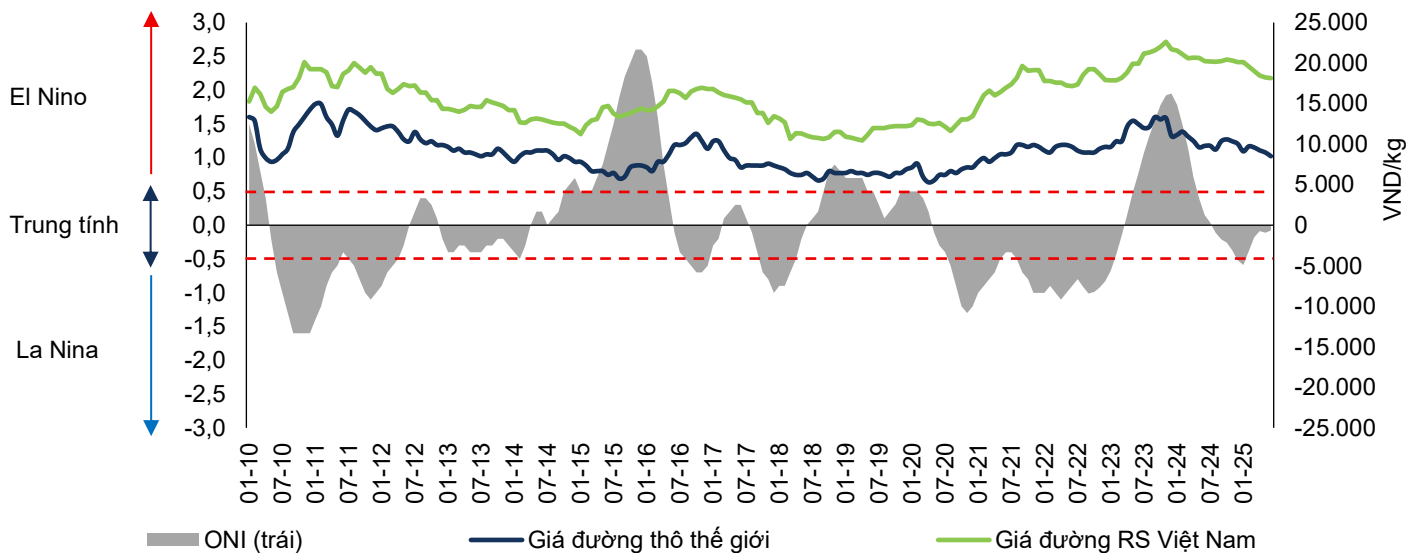
Thuế Chống bán phá giá và chống trợ cấp áp dụng cho đường nhập khẩu từ Thái Lan và từ 05 nước ASEAN sẽ hết hiệu lực vào tháng 6/2026. Ngày 13/06/2025, Bộ Công Thương đã ra Quyết định số 1686/QĐ-BCT về Rà soát cuối kỳ việc áp dụng biện pháp CBPG và CTC một năm trước khi kết thúc thời hạn áp dụng biện pháp này nhằm đánh giá khả năng tiếp tục được gia hạn. Kết quả rà soát kỳ vọng sẽ có trong giai đoạn nửa cuối năm 2025 đến đầu năm 2026.

Chúng tôi kỳ vọng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp sẽ tiếp tục được gia hạn khi đường nội địa khó cạnh tranh với đường Thái Lan do giá thành sản xuất của đường Thái Lan thấp hơn (ước tính thấp hơn 15,5% niên vụ 2023/24). Lợi thế này chủ yếu đến từ chính sách trợ cấp của Chính phủ Thái (ấn định giá thu mua mía tối thiểu, gói hỗ trợ tài chính trực tiếp cho nông dân nhằm giảm ô nhiễm từ đốt mía,...) cùng điều kiện thổ nhưỡng thuận lợi và vùng nguyên liệu mía tập trung với tỷ lệ cơ giới hóa cao.

Các dự phóng trong báo cáo này dựa trên giả định Thuế CBPG và CTC tiếp tục được gia hạn. Tuy vậy, trong trường hợp thuế không được gia hạn, đường của Việt Nam sẽ rất bất lợi khi chịu cạnh tranh trực tiếp từ đường giá rẻ chính ngạch từ Thái Lan.

➤ **Chu kỳ thời tiết ảnh hưởng đến biến động giá đường**

Biểu đồ 25. Giai đoạn El Nino/La Nina hoạt động mạnh khiến giá đường gia tăng



Nguồn: CPC, FPTs Research

*Note: Giả định tỷ giá USD/VND = 23.000

Do sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng khoảng ~52% nhu cầu tiêu thụ, nguồn cung đường của Việt Nam vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu. Vì vậy, biến động giá đường thế giới tác động lớn đến giá đường nội địa.

Với đặc thù của ngành sản xuất nông nghiệp, giá đường thế giới chịu ảnh hưởng bởi diễn biến thời tiết. Hiện tượng El Nino hoặc La Nina hoạt động mạnh gây hiện tượng thời tiết cực đoan (lũ lụt/hạn hán) và ảnh hưởng xấu đến canh tác mía. Năng suất và chất lượng mía giảm dẫn tới sản lượng đường sản xuất từ mía giảm từ đó khiến giá đường tăng mạnh. Trái lại, thời tiết ở trạng thái trung tính thuận lợi cho vụ mùa mía giúp sản lượng đường dồi dào trên toàn cầu, khi đó giá đường sẽ giảm thấp.

V. CẬP NHẬT DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Song hành với kế hoạch mở rộng vùng mía nguyên liệu thêm 3.000 – 4.000 ha/năm lên 40.000 ha vào niên vụ 2027/28, QNS có kế hoạch đầu tư mở rộng các dự án xây dựng lớn với tổng vốn đầu tư 3.758 tỷ VND (tương đương 25,4% tổng tài sản của doanh nghiệp tính đến BCTC Q2/2025).

Chúng tôi chưa thêm các dự án vào dự phóng kết quả kinh doanh của QNS và sẽ cập nhật ngay khi có thêm thông tin do các dự án tới nay vẫn chưa được chính thức khởi công, trong đó thủ tục pháp lý Dự án Nhà máy Điện và Nhà máy Ethanol vẫn còn chậm tiến độ.

Tên dự án	Tổng vốn đầu tư (Tỷ VND)	Vốn tự có	Vốn vay
Đầu tư mở rộng Nhà máy đường An Khê, nâng công suất chế biến đường mía lên 25.000 TMN (tăng ~40%).	1.169	30%	70%
Đầu tư mở rộng Nhà máy Điện sinh khối An Khê nâng công suất thiết kế từ 95MW lên 135MW.	847		
Dự án Nhà máy Ethanol An Khê công suất 200.000 lít/ngày.	1.742		

Nguồn: QNS, FPTs Research

VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá QNS bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu (FCFE) và chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo hai phương pháp có mức giá bình quân là **51.500** đồng/cp, cao hơn **9,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 05/09/2025 và tương đương với mức khuyến nghị đã điều chỉnh trong Báo cáo cập nhật tin tức T10/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Phương pháp	Kết quả (làm tròn)	Trọng số
Phương pháp chiết khấu dòng tiền	51.500	
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	49.987	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	53.001	50%

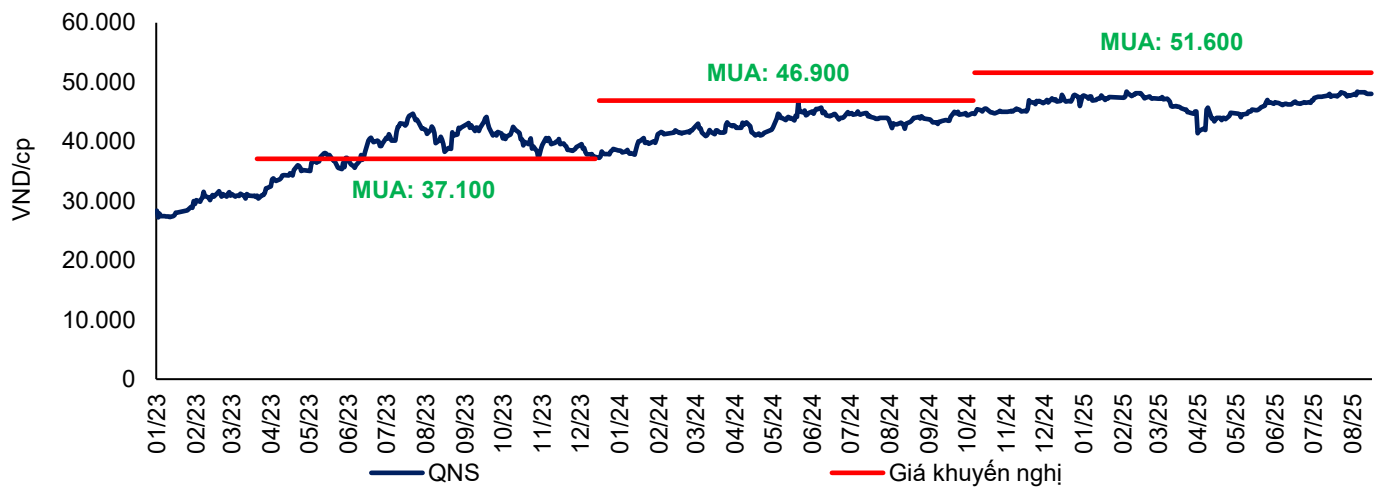
➤ CÁC GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	T9/2025	Thay đổi so với T10/2024	Giá định mô hình	T9/2025	Thay đổi so với T10/2024
WACC 2025	10,86%	-0,24 đpt	Phần bù rủi ro	10,35%	+0,02 đpt
Chi phí sử dụng nợ	3,7%	-2,1 đpt	Hệ số beta không đòn bẩy	0,80	-2,4%
Chi phí sử dụng VCSH	13,25%	+0,44 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1%	-
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	2,7%	+0,4 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

➤ KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	9.059.399
(+) Tiền mặt	-
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	2.713.581
(-) Cổ tức tiền mặt đã trả từ đầu năm 2025 tới thời điểm định giá	1.470.593
Giá trị vốn chủ sở hữu	19.485.735
Số cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	368
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	53.001

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	18.377.498
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	49.987

Biểu đồ 26. Lịch sử khuyến nghị


Nguồn: Bloomberg, FPT S

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	MUA	Tháng 10/2024	51.600	Báo cáo cập nhật tin tức
2	MUA	Tháng 12/2023	46.900	Báo cáo cập nhật định giá
3	MUA	Tháng 03/2023	37.100	Báo cáo cập nhật định giá

VII.TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả Hoạt động kinh doanh	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	10.021	10.243	10.339	10.420
Giá vốn hàng bán	(6.670)	(6.759)	(6.946)	(6.871)
Lợi nhuận gộp	3.351	3.484	3.393	3.549
Chi phí bán hàng	(805)	(863)	(1.275)	(1.326)
Chi phí quản lí DN	(391)	(241)	(263)	(266)
Lợi nhuận thuần HĐKD	2.154	2.381	1.855	1.957
(Lỗ)/lãi HĐTC	338	260	251	277
Lợi nhuận khác	91	98	99	100
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	2.583	2.739	2.205	2.334
Chi phí lãi vay	(136)	(94)	(108)	(118)
Lợi nhuận trước thuế	2.447	2.645	2.096	2.216
Thuế TNDN	(263)	(268)	(252)	(266)
Lợi nhuận sau thuế	2.183	2.377	1.845	1.950
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST cổ đông CT Mẹ	2.183	2.377	1.845	1.950
EPS (đ)	7.172	7.680	5.017	5.305

Chỉ số khả năng sinh lời	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33,4%	34,0%	32,8%	34,1%
Tỷ suất LNST	21,8%	23,2%	17,8%	18,7%
ROE DuPont	27,2%	25,6%	18,2%	18,9%
ROA DuPont	19,6%	18,4%	13,0%	13,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	25,8%	26,7%	21,3%	22,4%
LNST / EBIT	94,7%	96,6%	95,1%	95,0%
LNST/LNTT	89,2%	89,8%	88,0%	88,0%
Vòng quay tổng tài sản	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
Đòn bẩy tài chính	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2023	2024	2025F	2026F
Thời gian luân chuyển tiền	31,8	44,0	61,9	69,4
Số ngày phải thu	22,7	26,2	29,9	31,2
Số ngày tồn kho	52,1	61,6	75,6	82,1
Số ngày phải trả	43,1	43,9	43,6	43,8
COGS / Hàng tồn kho	7,0x	7,1x	5,2x	4,4x

Cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản				
Tiền, TĐT và ĐTTC	6.454	7.838	8.648	8.992
Các khoản phải thu	661	810	886	893
Hàng tồn kho	958	1.323	1.553	1.536
Tài sản ngắn hạn khác	19	39	40	40
Tổng tài sản ngắn hạn	8.093	10.011	11.127	11.461
Tài sản CDHH	3.666	3.452	3.150	2.844
Nguyên giá	9.279	9.459	9.637	9.817
Khấu hao lũy kế	(5.613)	(6.007)	(6.487)	(6.974)
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	240	264	267	269
Xây dựng cơ bản dở dang	53	82	82	82
Tổng tài sản dài hạn	3.959	3.797	3.499	3.194
Tổng Tài sản	12.053	13.808	14.626	14.655

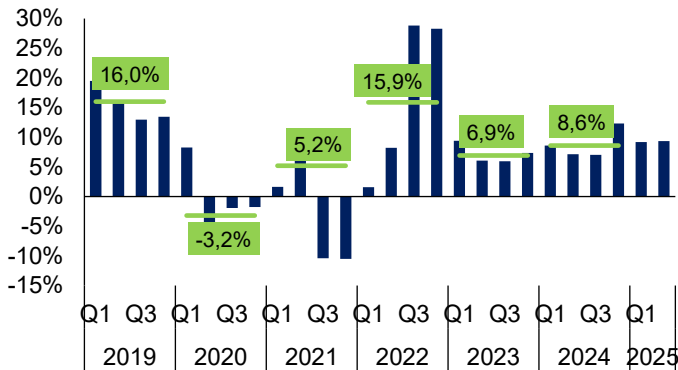
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	2.411	2.714	3.219	3.218
Các khoản phải trả	795	830	830	821
Quỹ khen thưởng	75	84	84	85
Nợ ngắn hạn	3.281	3.627	4.133	4.123
Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	191	180	185	183
Nợ dài hạn	191	180	185	183
Tổng nợ	3.472	3.807	4.318	4.306
Vốn góp chủ sở hữu	3.569	3.676	3.676	3.676
Thặng dư	353	529	529	529
LN chưa phân phối	4.778	5.851	6.150	6.185
Các khoản khác	(120)	(55)	(47)	(41)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	8.581	10.002	10.308	10.349
Tổng cộng nguồn vốn	12.053	13.808	14.626	14.655

Lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	2.201	2.388	1.845	1.950
Tiền từ hoạt động KD	2.408	2.033	1.700	2.085
Tiền từ hoạt động đầu tư	(1.782)	(1.151)	75	99
Tiền từ hoạt động TC	(539)	(632)	(965)	(1.840)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	87	250	810	344

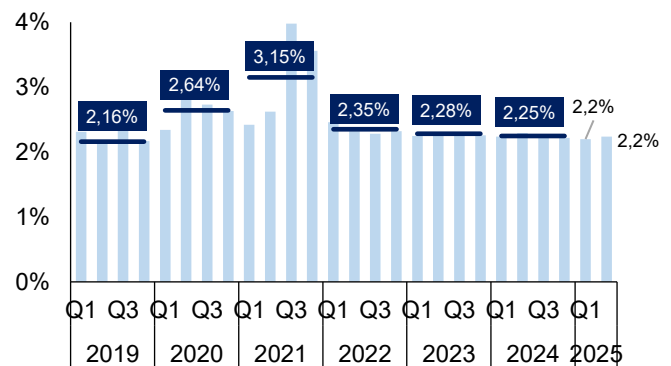
VIII. PHỤ LỤC

1. Sức mua của người tiêu dùng Việt Nam phục hồi khả quan trong 1H2025 nhờ thu nhập bình quân tăng và tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức thấp ([quay lại](#))

Biểu đồ 27. Thu nhập bình quân tháng của người lao động 1H2025 tăng trưởng cao hơn 1,2đpt YoY

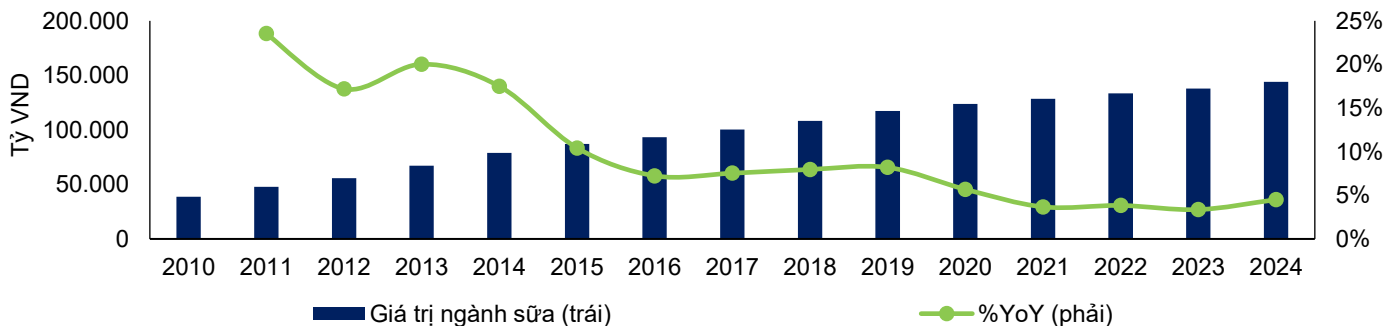


Biểu đồ 28. Tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức thấp so với 2023 – 2024



Nguồn: GSO

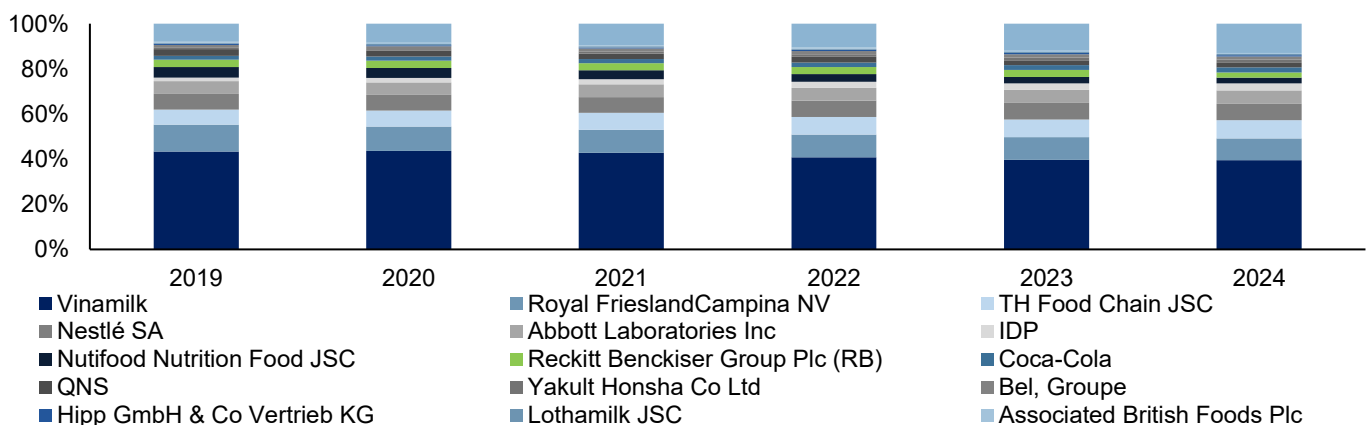
2. Tăng trưởng giá trị toàn ngành sữa của Việt Nam giảm tốc giai đoạn 2010 – 2024 ([quay lại](#))



Nguồn: Euromonitor

3. Thị trường sữa của Việt Nam phân mảnh với nhiều doanh nghiệp cạnh tranh giành thị phần ([quay lại](#))

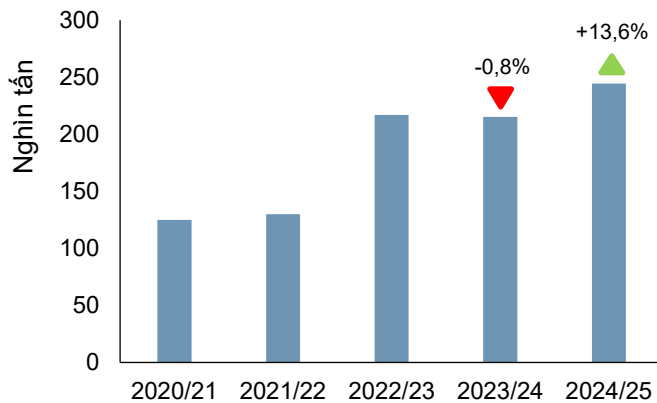
Thị phần toàn ngành sữa của Việt Nam giai đoạn 2019 – 2024



Nguồn: Euromonitor

4. Sản xuất đường của QNS niên vụ 2024/25 tăng 13,6% YoY ([quay lại](#))

Biểu đồ 29. Sản lượng đường sản xuất của QNS theo niên vụ



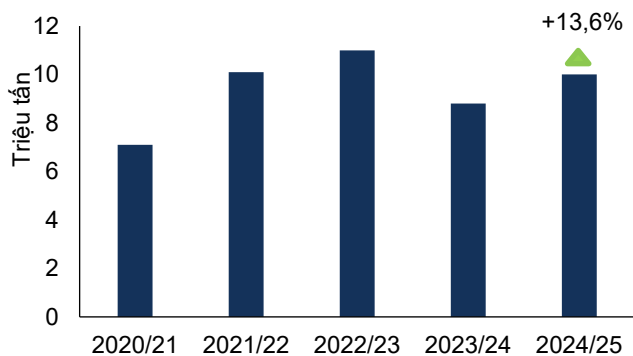
Nguồn: QNS, FPTs Research

*Lưu ý: Niên vụ sản xuất đường của QNS thường bắt đầu từ tháng 11 năm trước và kết thúc vào tháng 4 - 5 năm sau

Sản lượng đường sản xuất của QNS niên vụ 2024/25 đạt ~244,5 nghìn tấn (+13,6% YoY) nhờ (1) mở rộng vùng nguyên liệu mía (+6,7% YoY) trong điều kiện giá đường ngoài thị trường neo ở mức cao (giai đoạn cuối năm 2024) và (2) được phân hạn ngạch nhập khẩu 20.000 tấn đường thô cuối năm 2024.

5. Sản lượng đường Thái Lan niên vụ 2024/25 phục hồi tích cực và sản lượng đường Brazil niên vụ 2025/26 có xu hướng cải thiện là yếu tố gây áp lực lên giá đường thế giới ([quay lại](#))

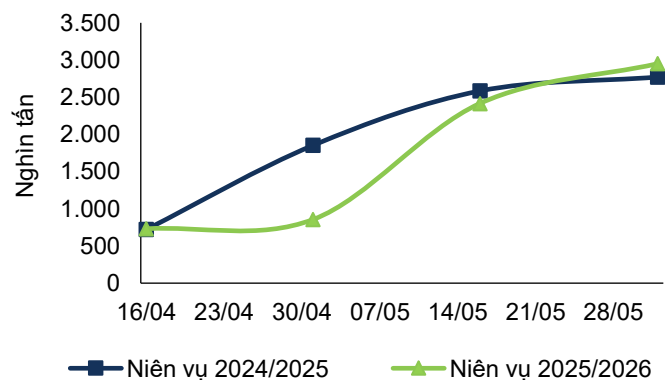
Biểu đồ 30. Sản lượng đường Thái Lan phục hồi nhờ tình hình thời tiết ở trạng thái trung tính hỗ trợ tích cực cho vụ ép mía



Nguồn: Văn phòng mía đường Thái Lan

*Niên vụ đường Thái Lan bắt đầu từ tháng 11 năm trước và kết thúc vào tháng 4 năm sau

Biểu đồ 31. Sản lượng đường Brazil phục hồi khi điều kiện thời tiết cải thiện, sau giai đoạn đầu vụ bị chậm do mưa lớn



Nguồn: Unica data

*Niên vụ đường Brazil bắt đầu từ giữa tháng 4 năm trước và kết thúc vào tháng 4 năm sau

6. Nguồn đường thô của QNS chủ yếu dựa vào việc phân giao hạn ngạch nhập khẩu của Nhà nước ([quay lại](#))

Giai đoạn 2018 – 2019, QNS đầu tư lắp đặt dây chuyền tinh luyện đường RE từ đường thô nhằm:

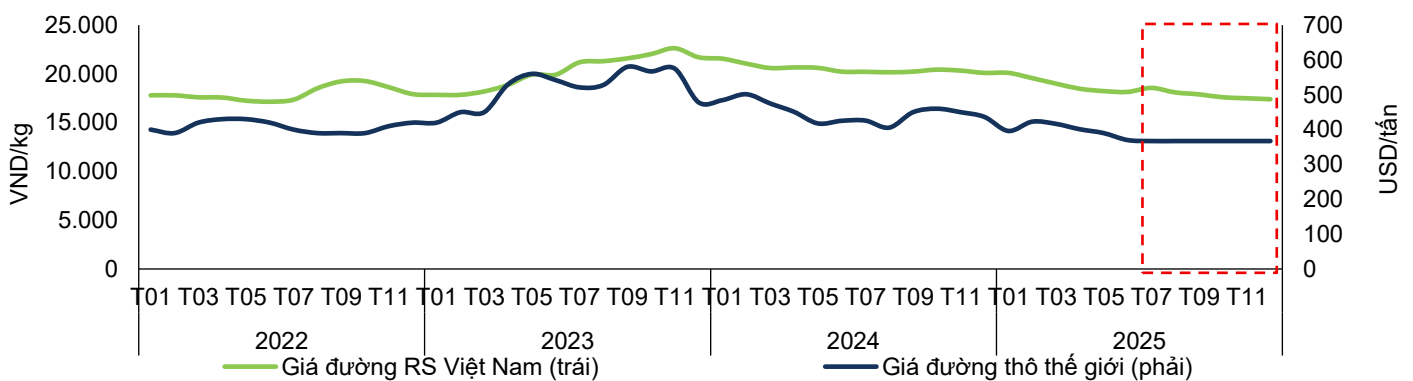
- (1) Đa dạng danh mục sản phẩm khi trước đó các sản phẩm đường của QNS chủ yếu là đường RS và kém cạnh tranh hơn so với đường Thái Lan nhập lậu. Đường RE có lợi thế đến từ nhu cầu tiêu thụ ổn định do sản lượng sản xuất trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ. Ngoài ra, đường RE ít chịu cạnh tranh với đường nhập lậu do loại đường này thường dùng trong chế biến thực phẩm công nghiệp có yêu cầu khắt khe về chất lượng và nguồn gốc xuất xứ.

(2) Tận dụng nguồn đường thô giá rẻ Thái Lan sau Hiệp định ATIGA (năm 2020) bỏ hạn ngạch nhập khẩu đường và thuế từ các nước trong khu vực ASEAN vào Việt Nam là 5%.

Dây chuyền tinh luyện RE từ đường thô chính thức hoạt động thương mại từ năm 2021 nhưng chưa đem lại hiệu quả do thuế chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp (CTC) áp dụng lên đường Thái Lan (từ T6/2021) và đường Thái Lan lẩn tránh thuế qua 05 nước ASEAN (từ T08/2022) khiến chi phí nhập khẩu tăng cao. **Doanh nghiệp chỉ có thể tận dụng hạn ngạch thuế quan nhập khẩu đường (thuế nhập khẩu ≤5% tùy quốc gia xuất khẩu) được Bộ Công Thương phân giao hàng năm để nhập đường thô từ các quốc gia khác.** Hạn ngạch nhập khẩu này tương đối hạn chế cho tất cả các doanh nghiệp sản xuất đường và doanh nghiệp sử dụng đường làm nguyên liệu chế biến.

7. Giá đường của Việt Nam dự phóng giảm 5,7% YoY trong 2H2025 do nguồn cung nội địa dồi dào và giá đường thế giới duy trì ở mức thấp ([quay lại](#))

Biểu đồ 32. Dự phóng giá đường RS Việt Nam và giá đường thô thế giới 2H2025



Nguồn: FPTs Research

Tồn kho đường niên vụ 2024/25 của các nhà máy đường Việt Nam tính đến đầu tháng 8 được đánh giá vẫn còn lượng khá khoảng 45% do (1) sản lượng đường sản xuất niên vụ 2024/25 tăng trưởng tích cực 17,2% YoY và (2) cạnh tranh gay gắt từ đường tiểu ngạch trong nửa đầu năm 2025 khiến tiêu thụ của các nhà máy chậm.

Giá đường thô thế giới trong 2H2025 kỳ vọng sẽ đi ngang, nhờ triển vọng mùa vụ kém tích cực tại Brazil bù đắp phần nào áp lực nguồn cung từ Ấn Độ và Thái Lan.

- Niên vụ 2025/2026, Covrig Analytics – công ty nghiên cứu thị trường đường toàn cầu, dự báo sản lượng mía của Brazil có thể giảm xuống dưới 600 triệu tấn (-11,4% YoY) do năng suất mía tại ruộng sụt giảm bởi ảnh hưởng bởi thời tiết cực đoan (hạn hán cháy rừng vào Q3/2024 – giai đoạn sinh trưởng và phát triển của cây mía).
- Với Ấn Độ, lượng mưa dồi dào trong giai đoạn nửa đầu năm 2025 hỗ trợ tích cực cho quá trình phát triển của cây mía vụ 2025/26. ISMA dự báo sản lượng đường niên vụ 2025/26 tăng trưởng 18,0% YoY. Triển vọng mùa vụ tích cực có thể khiến Ấn Độ cho phép các nhà máy xuất khẩu đường từ đầu vụ bắt đầu vào tháng 10 tới (theo Bloomberg).
- Với Thái Lan, USDA dự kiến niên vụ 2025/26, sản lượng đường Thái Lan duy trì đà tăng và ước đạt 10,3 triệu tấn (+3,0% YoY) nhờ tình hình thời tiết thuận lợi.

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 QNS, 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	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, TP Hà Nội, Việt Nam.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, TP Hồ Chí Minh, Việt Nam.	Số 100 Quang Trung, Phường Hải Châu, TP Đà Nẵng, Việt Nam.
ĐT: 1900 6446 Fax: (84.24) 3773 9058	ĐT: 1900 6446 Fax: (84.28) 6291 0607	ĐT: 1900 6446 Fax: (84.23) 6355 3888