

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

Chuyên viên Phân tích cơ bản

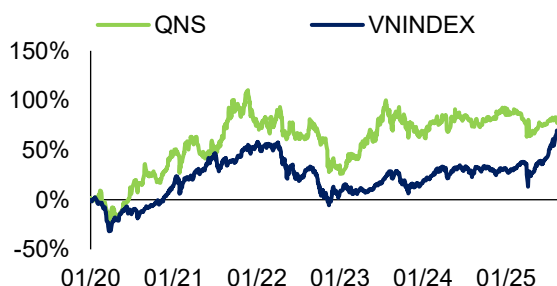
Email: Thuntt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4311

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu QNS và VNINDEX

Thông tin giao dịch (24/11/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	44.500
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 bình quân 30 ngày (cp)	178.150
% sở hữu nước ngoài	9,19%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	16.397
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,45x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	5.280

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
Lợi thế cạnh tranh	Dẫn đầu thị phần sữa đậu nành Việt Nam
Rủi ro chính	Biến động giá đậu nành và giá đường

 Giá hiện tại: **44.500**

 Giá mục tiêu: **48.500**

 Tăng/(giảm): **+9,0%**

Khuyến nghị

THEO DÕI
LỢI NHUẬN GIẢM DO GIÁ ĐƯỜNG ĐIỀU CHỈNH

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu QNS với giá mục tiêu là **48.500 VND/cp**, cao hơn **9,0%** so với giá đóng cửa ngày 24/11/2025. Nhà đầu tư có thể chờ mua cổ phiếu QNS khi đạt mức giá 42.200 VND/cp, tương ứng lợi nhuận kỳ vọng đạt +15,0% YoY. Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Kết quả kinh doanh Q4/2025 kém khả quan: doanh thu dự phóng tăng +7,2 % YoY nhờ tiêu thụ sữa đậu nành phục hồi tăng trưởng và tiêu thụ đường tăng tích cực từ mức nền thấp cùng kỳ do cạnh tranh từ đường tiểu ngạch hạ nhiệt. Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh -18,3% YoY chủ yếu do lợi nhuận mảng đường chịu áp lực kép từ giá bán giảm & chi phí sản xuất tăng. ([chi tiết](#))

Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng thấp trong dài hạn.

- Mảng sữa đậu nành (46% doanh thu): từ 2026 – 2029, tiêu thụ dự phóng tăng tương đương với tăng trưởng ngành sữa đậu nành nội địa (+1,5%/năm) cùng giai đoạn, do doanh nghiệp đã đạt ~90% thị phần và ngành hàng chịu cạnh tranh gia tăng từ các sản phẩm sữa thay thế. ([chi tiết](#))
- Mảng đường (34% doanh thu): từ 2026 – 2029, tăng trưởng tiêu thụ dự phóng ở mức thấp +1,7%/năm do rào cản từ (1) hạn ngạch nhập khẩu đường thô hạn chế và (2) áp lực cạnh tranh từ đường tiểu ngạch vẫn lớn. Mặt khác, giá bán đường bình quân năm 2026 dự phóng giảm 4,0% YoY khi sản xuất nội địa kỳ vọng tích cực và giá đường thô thế giới tiếp đà giảm. ([chi tiết](#))

Lợi nhuận sau thuế duy trì giảm trong năm 2026 chủ yếu do giá đường điều chỉnh khiến BLNG mảng đường giảm.

- Mảng sữa đậu nành: Năm 2026, BLNG tăng +0,5 đpt YoY chủ yếu nhờ chi phí đậu nành nguyên liệu giảm. ([chi tiết](#))
- Mảng đường: Năm 2026, BLNG duy trì giảm 2,2 đpt YoY với kỳ vọng giá bán đường giảm mạnh hơn (-4,0% YoY) so với đã giảm chi phí sản xuất (-1,0% YoY). ([chi tiết](#))

YẾU TỐ THEO DÕI:

- Kỳ vọng Thuế CBPG & CTC với đường nhập khẩu có nguồn gốc từ Thái Lan tiếp tục được gia hạn sau tháng 06/2026.
- Căng thẳng biên giới giữa Thái Lan và Campuchia ảnh hưởng đến dòng chảy đường tiểu ngạch về Việt Nam.

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2025

Bảng 1. Kết quả kinh doanh Q3/2025 của QNS kèm khả quan

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2025	%YoY	9T2025	%YoY	%KH25	Ghi chú Q3/2025
Doanh thu thuần	2.685	-1,5%	7.872	-2,4%	79%	Sản lượng tiêu thụ duy trì tăng +2,1% YoY nhờ sức mua của người tiêu dùng cải thiện tích cực. Tuy vậy mức tăng thấp hơn 1,9 đpt so với quý trước do tác động ngắn hạn của Nghị định 70 đến các điểm bán lẻ.
Sữa đậu nành	1.318	+8,7%	3.596	+12,8%		Giá bán ước tăng +6,4% YoY chủ yếu mang tính kế toán và đã ghi nhận vào chi phí khuyến mãi & dùng thử tăng tương ứng do thay đổi chiết khấu đại lý từ giảm giá & hoa hồng sang chiết khấu bằng sản phẩm.
Đường	947	-9,1%	2.635	-18,3%		Sản lượng tiêu thụ đạt ~60.000 tấn, tương đương với cùng kỳ. Trong đó đường sản xuất từ mía ước đạt hơn 52.000 tấn và giảm -12,7% YoY (so với mức giảm -26,9% YoY của Q2/2025) nhờ đường tiểu ngạch Thái Lan về Việt Nam qua biên giới Lào và Campuchia giảm 40,5% QoQ & giảm 20,7% YoY (Agromonitor) do biên giới giữa Thái Lan và Campuchia bị kiểm soát chặt sau xung đột.
Khác	420	-11,0%	1.641	-0,9%		Giá bán ước giảm 9,1% YoY theo xu hướng chung của giá đường trong nước (-10,7% YoY) khi (1) tồn kho đường của các nhà máy nội địa cuối niên vụ 2024/25 vẫn còn khoảng 33 – 35% và (2) giá đường thô thế giới giảm 14,8% YoY bởi nguồn cung gia tăng tại Brazil và triển vọng xuất khẩu từ Ấn Độ.
Tỷ suất LNG	32,4%	-1,0 đpt	32,7%	-0,8 đpt		BLNG mảng sữa đậu nành tăng mạnh chủ yếu do giá bán bình quân tăng. Chi phí sản xuất ước tính giảm 4,1% so với mức nền cao của năm trước chủ yếu nhờ chi phí nguyên liệu (đậu nành, bao bì) giảm.
Sữa đậu nành	44,8%	+6,0 đpt	43,7%	+5,1 đpt		BLNG mảng đường giảm mạnh chủ yếu do áp lực kép từ giá bán đường giảm và chi phí sản xuất bình quân tăng +9,3% YoY. Sự gia tăng chi phí sản xuất đến từ:
Đường	20,1%	-13,4 đpt	22,0%	-10,3 đpt		(1) Tỷ lệ thu hồi đường giảm 0,2 đpt YoY do mưa nhiều. (2) Trong Q3, QNS tiêu thụ bổ sung 7,6 nghìn tấn đường RE từ đường thô còn lại trong hạn ngạch nhập khẩu 20 nghìn tấn được cấp. So với đường sản xuất từ mía, mặt hàng này có BLNG ước tính thấp hơn ~10,0 đpt (dù có giá bán cao hơn khoảng 6,0%) do QNS chỉ gia công từ đường thô nhập khẩu.
Khác	21,4%	+1,9 đpt	25,7%	-0,4 đpt		
Doanh thu tài chính	77	+21,4%	216	+12,1%		
Chi phí tài chính	26	+28,8%	88	+14,2%		
Chi phí bán hàng	418	+34,3%	999	+42,6%		Tăng mạnh do thay đổi chính sách chiết khấu đại lý mảng sữa đậu nành khiến khoản mục chi phí

khuyến mãi, dùng thử và chào hàng tăng ~18 lần YoY & tương đương 22,6% chi phí bán hàng. Mặt khác chi phí hoa hồng đại lý và hỗ trợ bán hàng cũng ghi nhận tăng hơn 4 lần YoY trong bối cảnh gia tăng cạnh tranh trong ngành sữa và Nghị định 70 tác động tiêu cực đến tâm lý của các điểm phân phối.

CPBH/DTT	15,6%	+4,2 đpt	12,7%	+4,0 đpt	
Chi phí QLDN	77	+8,4%	226	+7,0%	
CP QLDN/DTT	2,9%	+0,3 đpt	2,9%	+0,3 đpt	
LN trước thuế	441	-24,9%	1.499	-22,3%	75%
Tỷ suất LNTT	16,4%	-5,1 đpt	19,0%	-4,9 đpt	
Mãng sữa đậu nành*	15,6%	-1,0 đpt	17,2%	-1,3 đpt	
Mãng đường*	16,2%	-13,2 đpt	17,6%	-11,1 đpt	
LN sau thuế	381	-28,4%	1.319	-24,9%	74%
Tỷ suất LNST	14,2%	-5,3 đpt	16,7%	-5,0 đpt	

Nguồn: QNS

*FPTS tính toán theo chia sẻ của QNS

II. CẬP NHẬT DỰ PHÓNG Q4/2025 VÀ CẢ NĂM 2025 ([quay lại](#))

Trong Q4/2025F, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất của QNS tăng 7,2% YoY (2.331 tỷ VND) tuy vậy lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 18,3% YoY (508 tỷ VND). Cơ sở cho dự báo tăng trưởng doanh thu dựa trên kỳ vọng:

- (1) Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành phục hồi tăng trưởng khi Nghị định 70 không còn là điểm nghẽn.
- (2) Sản lượng đường tiêu thụ tăng tích cực so với mức nền thấp cùng kỳ năm 2024 nhờ cạnh tranh từ đường tiểu ngạch hạ nhiệt.

Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh chủ yếu do lợi nhuận mảng đường chịu áp lực kép từ giá bán giảm & chi phí sản xuất tăng bởi tỷ lệ thu hồi đường giảm do thời tiết mưa nhiều.

Dự kiến cả năm 2025F, QNS hoàn thành 102% kế hoạch doanh thu và kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

Bảng 2. Doanh thu Q4/2025F QNS dự phóng tăng nhưng lợi nhuận sau thuế giảm mạnh

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/2025	%YoY	2025	%YoY	%KH25	Ghi chú Q4/2025
Doanh thu thuần	2.331	+7,2%	10.203	-0,4%	102%	
Sữa đậu nành	1.091	+10,7%	4.687	+12,3%		Sản lượng sữa đậu nành tiêu thụ dự phóng tăng trưởng 4,0% YoY nhờ sức mua người tiêu dùng duy trì tích cực và Nghị định 70 không còn là điểm nghẽn khi các hộ bán lẻ đã dần thích nghi. Giá bán bình quân dự phóng tăng 6,4% YoY chủ yếu do thay đổi chính sách chiết khấu đại lý từ giảm giá & hoa hồng sang chiết khấu bằng sản phẩm.
Đường	819	+14,8%	3.455	-12,3%		Sản lượng đường tiêu thụ kỳ vọng đạt hơn 52 nghìn tấn & tăng 31,2% so với mức nền thấp cùng kỳ 2024 nhờ cạnh tranh từ đường tiểu ngạch hạ nhiệt khi biên giới giữa Thái Lan - Campuchia thắt chặt giúp lượng đường tiểu ngạch về Việt Nam kỳ vọng duy trì giảm trong Q4. Mặc dù vậy tồn kho đường tiểu ngạch của các nhà thương mại trong nước vẫn còn lượng khá (theo Agromonitor) và tồn kho của các nhà máy đường nội địa tính đến đầu tháng 11 vẫn còn khoảng 31% dẫn tới áp lực giải phóng trước

khi bước vào vụ ép mới. Do đó, dự phóng lũy kế cả năm 2025 QNS mới tiêu thụ được khoảng 83% lượng đường sản xuất của niên vụ 2024/25.

Giá bán đường bình quân dự phóng giảm 13,0% YoY theo đà giảm giá đường nội địa do nguồn cung dồi dào và giá đường thô thế giới duy trì xu hướng giảm.

Khác	420	-11,3%	2.061	-3,2%	
Tỷ suất LNG	33,3%	-2,6 đpt	32,8%	-1,2 đpt	
Sữa đậu nành	45,5%	+4,1 đpt	44,1%	+4,9 đpt	BLNG mảng sữa duy trì đà tăng chủ yếu do điều chỉnh tăng giá bán +6,4% YoY khi chuyển từ chiết khấu giảm giá, hoa hồng sang chiết khấu bằng sản phẩm cho đại lý phân phối. Chi phí sản xuất bình quân dự phóng giảm 1,0% YoY chủ yếu do chi phí bao bì và đậu nành nguyên liệu giảm. BLNG mảng đường tiếp tục chịu áp lực kép từ giá bán bình quân giảm mạnh 12,5% YoY và chi phí sản xuất ước tăng 6,4% YoY do mưa nhiều khiến tỷ lệ thu hồi đường giảm.
Đường	20,6%	-14,1 đpt	21,7%	-11,0 đpt	
Khác	26,6%	+0,5 đpt	25,9%	-0,2 đpt	
Doanh thu tài chính	69	-1,3%	285	+8,5%	
Chi phí tài chính	24	+28,8%	112	+17,1%	
Chi phí bán hàng	285	+76,0%	1.284	+48,9%	Chi phí bán hàng duy trì tăng mạnh do (1) thay đổi chính sách chiết khấu đại lý và (2) tăng đầu tư cho hoạt động bán hàng bởi cạnh tranh gay gắt trong ngành sữa Việt Nam.
CPBH/DTT	12,2%	+4,8 đpt	12,6%	+4,2 đpt	
Chi phí QLDN	34	+16,2%	260	+8,1%	
CP QLDN/DTT	1,4%	+0,1 đpt	2,5%	+0,2 đpt	
LNTT	576	-19,3%	2.076	-21,5%	104%
LNST	508	-18,3%	1.827	-23,1%	102%
Tỷ suất LNST	21,8%	-6,8 đpt	17,9%	-5,3 đpt	

Nguồn: FPTs Research

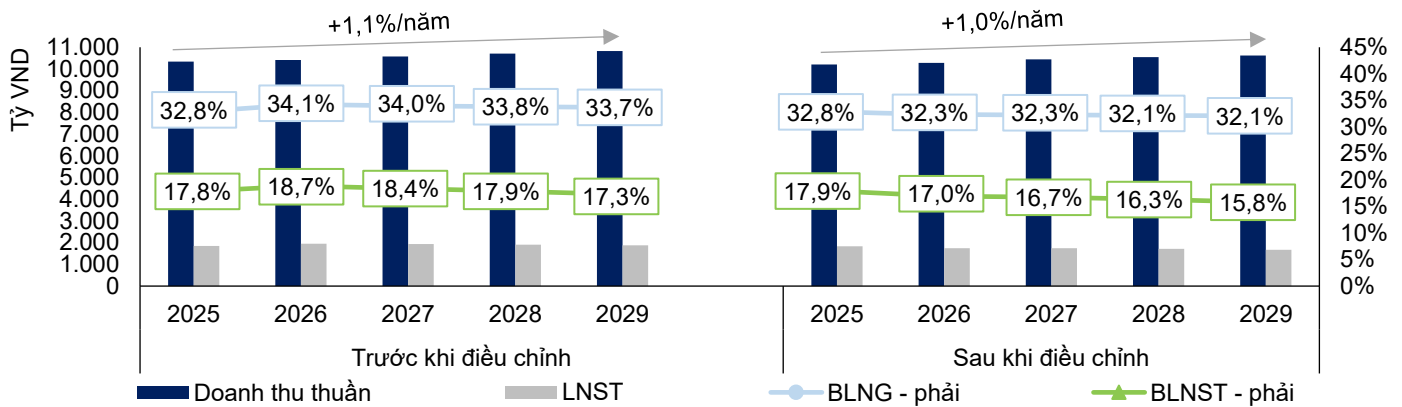
III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của QNS giai đoạn 2025 – 2029F tăng trưởng bình quân CAGR lần lượt +1,0%/năm (không thay đổi đáng kể so với dự phóng T09/2025) và -2,1%/năm (thấp hơn 2,4 đpt so với dự phóng T09/2025).

Thay đổi về triển vọng KQKD của QNS so với [Báo cáo cập nhật định giá QNS T09/2025](#) chủ yếu do thay đổi giả định dự phóng năm 2026 gồm có:

- Biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành giảm so với mức giả định cũ chủ yếu do giá đậu nành nguyên liệu chốt ở mức giá cao hơn so với ước tính của chuyên viên thời điểm T09/2025.
- Biên lợi nhuận gộp mảng đường giảm so với mức giả định cũ chủ yếu do giá bán đường bình quân ước tính giảm mạnh hơn kỳ vọng và chi phí sản xuất bình quân cao hơn so với nhận định của chuyên viên thời điểm T09/2025.

Biểu đồ 1. Lợi nhuận sau thuế giảm so với kỳ vọng trước đó



Nguồn: FPTs Research

1. Mảng sữa đậu nành: biên lợi nhuận gộp duy trì tăng trong 2026 nhờ chi phí đậu nành giảm ([quay lại](#))

Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành giai đoạn 2025 – 2029F dự phóng tăng trưởng bình quân CAGR lần lượt +1,5%/năm (không thay đổi so với dự phóng T09/2025) và +1,4%/năm (-0,1 đpt so với dự phóng T09/2025).

- Với giả định giá bán không đổi trong giai đoạn dự phóng, sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành kỳ vọng tăng +1,5%/năm và tương đương với mức tăng trưởng mảng sữa đậu nành của Việt Nam (theo Euromonitor). Dư địa mở rộng thị phần sữa đậu nành của QNS 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 khác do thị hiếu người tiêu dùng ngày càng đa dạng cùng với sự gia nhập của các doanh nghiệp mới & việc mở rộng danh mục sản phẩm của các doanh nghiệp trong ngành ([Tham khảo Báo cáo cập nhật tin tức VNM T07/2025](#)).
- Biên lợi nhuận gộp 2026F dự phóng tăng 0,5 đpt YoY (thấp hơn 0,4 đpt so với nhận định T09/2025) chủ yếu do chi phí đậu nành ước giảm 3,0% YoY (với giả định tỷ giá ổn định). Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo doanh nghiệp, QNS đã chốt giá cho đậu nành nguyên liệu năm 2026 với đậu nành nhập khẩu thấp hơn 2,5% YoY và đậu nành nội địa thấp hơn khoảng 5,0% YoY. Với các chi phí khác (bao bì, đường, phụ gia,...), do hạn chế về thông tin, chúng tôi giả định các chi phí này không đổi trong giai đoạn dự phóng. Chi phí sản xuất bình quân năm 2026F dự phóng giảm nhẹ 0,9% YoY trong khi giá bán bình quân giả định đi ngang.

2. Mảng đường: lợi nhuận giảm do giá đường suy giảm bởi triển vọng nguồn cung dồi dào ([quay lại](#))

Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng đường giai đoạn 2025 – 2029F dự phóng tăng trưởng bình quân CAGR lần lượt +0,6%/năm (-0,7 đpt so với dự phóng T09/2025) và -2,4%/năm (-6,3 đpt so với dự phóng T09/2025).

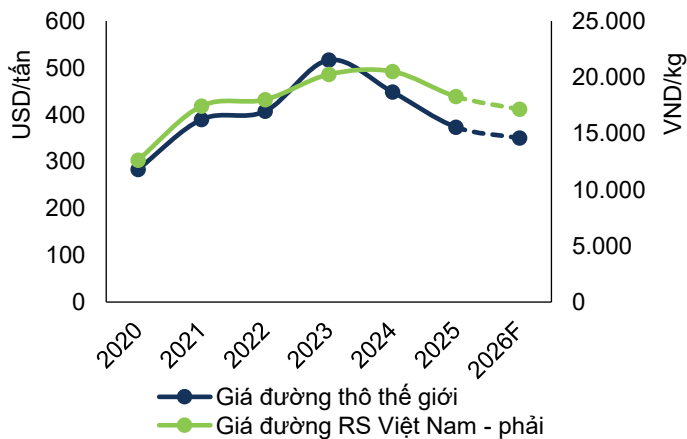
Sản lượng đường tiêu thụ từ 2026 – 2029 dự phóng phục hồi tăng trưởng nhờ (1) thuế Chống bán phá giá và chống trợ cấp kỳ vọng tiếp tục được gia hạn và (2) biên giới giữa Thái Lan và Campuchia tiếp tục thắt chặt khi căng thẳng giữa hai nước vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt từ đó làm chậm dòng chảy đường tiểu ngạch về Việt Nam. Tuy vậy,

tăng trưởng dự kiến chỉ đạt +1,7%/năm (cao hơn +0,4 đpt so với nhận định T09/2025) phản ánh quan điểm thận trọng khi:

- (1) Giả định QNS không tiêu thụ đường RE sản xuất từ đường thô do hạn ngạch nhập khẩu hạn chế.
- (2) Áp lực cạnh tranh từ đường tiểu ngạch vẫn lớn do:
 - Sản lượng đường sản xuất của Thái Lan niên vụ 2025/26 dự phóng duy trì đà tăng nhờ thời tiết thuận lợi.
 - Đường tiểu ngạch về Việt Nam có xu hướng dịch chuyển qua biên giới Lào: lượng về Việt Nam qua Lào trong Q3/2025 tăng 65,9% YoY (83 nghìn tấn), trong khi lượng qua Campuchia giảm 41,6% YoY (117 nghìn tấn) (theo Agromonitor).
 - Nguồn cung đường nội địa dồi dào khi tồn kho vụ cũ cùng với sản xuất vụ mới 2025/26 dự phóng đáp ứng ~70% nhu cầu tiêu thụ trong nước.

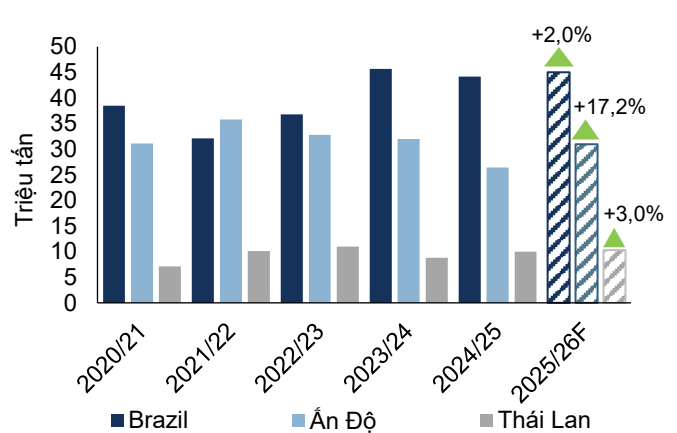
Giá bán đường dự phóng bình quân giảm 4,0% YoY (so với mức đi ngang của giả định cũ) trong năm 2026 theo đà giảm giá đường nội địa. Giá đường RS Việt Nam dự phóng giảm 5,0% YoY năm 2026 do (1) sản lượng đường sản xuất nội địa vụ 2025/26 dự phóng tăng 5,5% YoY (theo Agromonitor) và (2) giá đường thế giới dự phóng giảm 6,3% YoY do triển vọng sản xuất tại các nước xuất khẩu lớn kỳ vọng tích cực. Với Brazil, sản lượng đường niên vụ 2025/26 được Conab dự báo tăng 2,0% YoY chủ yếu do các nhà máy đường phân bổ nhiều mía hơn cho sản xuất đường thay vì ethanol do cạnh tranh từ ethanol ngô. Với Ấn Độ, sản lượng đường 2025/26 dự phóng tăng mạnh 17,2% YoY từ mức nền thấp niên vụ trước nhờ lượng mưa dồi dào trong giai đoạn nửa đầu năm 2025 hỗ trợ tích cực cho quá trình phát triển của mía. Với Thái Lan, USDA dự kiến niên vụ 2025/26, sản lượng đường Thái Lan duy trì đà tăng 3,0% YoY (10,3 triệu tấn) nhờ tình hình thời tiết thuận lợi.

Biểu đồ 2. Giá đường RS Việt Nam và giá đường thô thế giới dự phóng giảm trong năm 2026F



Nguồn: FPTs research

Biểu đồ 3. Sản lượng sản xuất của 3 quốc gia xuất khẩu đường lớn nhất thế giới dự phóng tăng



Nguồn: Conab, ISMA, USDA

Biên lợi nhuận gộp 2026F dự phóng giảm 2,4 đpt YoY (so với mức phục hồi +2,4 đpt YoY của nhận định T09/2025) và đạt 19,5% chủ yếu do giá bán đường bình quân dự phóng giảm mạnh hơn so với mức giảm chi phí sản xuất. Với giả định QNS không tiêu thụ đường RE từ đường thô nhập khẩu (chi phí sản xuất cao hơn đường mía) do hạn ngạch phân giao hạn chế và giá thu mua mía nguyên liệu dự kiến không đổi so với niên vụ trước, chi phí sản xuất đường năm 2026 kỳ vọng sẽ điều chỉnh giảm so với mức nền cao năm 2025. Tuy vậy, năng suất mía dự kiến giảm do ảnh hưởng của bão số 13 sẽ hạn chế mức giảm này, khiến chi phí sản xuất bình quân 2026 dự phóng chỉ giảm 1,0% YoY (giảm ít hơn so với kỳ vọng tại T09/2025). Bão số 13 đổ bộ vào khu vực Gia Lai gây ảnh hưởng tới mía tại vùng nguyên liệu của QNS khiến trữ đường dự kiến giảm 7,0% YoY (theo Tỉnh ủy Gia Lai).

IV. YẾU TỐ THEO DÕI

- **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 cuối năm 2025 đến đầu năm 2026.

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 nhập khẩu chính ngạch từ Thái Lan.

➤ **Căng thẳng biên giới giữa Thái Lan và Campuchia ảnh hưởng đến dòng chảy đường tiểu ngạch về Việt Nam**

Xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia bùng phát từ tháng 5 – 2025 và sau đó chấm dứt giao tranh từ cuối tháng 7 khi hai bên đạt được thỏa thuận ngừng bắn vô điều kiện. Mặc dù vậy, tình trạng căng thẳng và thiếu lòng tin vẫn tiếp diễn kéo theo các biện pháp siết chặt biên giới giữa hai nước. Việc này làm gián đoạn dòng chảy đường tiểu ngạch có nguồn gốc Thái Lan về Việt Nam qua biên giới Campuchia trong giai đoạn cuối năm 2025.

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi yếu tố này do tính chất bất định và khó dự báo của xung đột. Trong kịch bản căng thẳng hạ nhiệt và giao thương biên giới giữa hai quốc gia dần phục hồi có thể khiến lượng đường tiểu ngạch về Việt Nam qua biên giới Campuchia gia tăng trở lại.

V. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu QNS với mức giá mục tiêu **48.500 VND/cp**, cao hơn **9,0%** so với giá đóng cửa ngày 24/11/2025. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Giá mục tiêu của cổ phiếu QNS thấp hơn 6,0% so với giá mục tiêu của [Báo cáo cập nhật định giá QNS T09/2025](#) chủ yếu từ điều chỉnh giảm lợi nhuận do (1) đầu nành nguyên liệu cho 2026 được chốt tại mức giá cao hơn kỳ vọng và (2) giá đường dự phóng giảm mạnh hơn và chi phí sản xuất kỳ vọng cao hơn so với nhận định tại T09/2025.

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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QNS, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào 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 <https://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	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888