Báo cáo ngành Thép

THÉP THANH TRỪ QUẶNG, THAN · Q4 TẠM TÍNH
188,6
USD/tấn, tới 13/11 · **−9,6 so với Q3**

THAN MỠ FOB ÚC · Q4 TỚI NAY
~263
USD/tấn · **trên ngưỡng 250**

BIÊN GỘP HPG · Q3/26
19,2%
Q2/26: 19,0% · **DT/tấn +4,4%**

BIÊN GỘP HPG · Q4/26 (ƯỚC TÍNH)
17,5%
dải 16,5–18,5% · **ngưỡng đánh giá lại 16%**

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Biên gộp quý 3/2026 của các doanh nghiệp thép cao hơn kỳ vọng, chủ yếu nhờ giá bán thực hiện tăng từ các hợp đồng đã chốt giá trước đó. Sang quý 4, quặng sắt rẻ đi nhưng **than mỡ vẫn đắt**, nên chi phí nguyên liệu gần như không giảm trong khi giá bán thấp hơn quý 3. Vì vậy, chúng tôi dự báo biên gộp HPG quý 4 **giảm nhẹ nhưng vẫn trên 16%**. **Chúng tôi đánh giá** HPG ở vùng hấp dẫn: P/E trượt 6,6 lần, P/E cốt lõi khoảng 7,5 lần, thấp hơn trung vị 8,4 lần, P/B 1,2 lần với ROE 20%. Chỉ báo cần theo dõi là biên gộp quý so với mức 16%, rủi ro chính là giá than tăng. HSG, NKG và TVN cần thêm xác nhận (bảng cuối trang), còn GDA chưa hấp dẫn.

NGƯỠNG ĐÁNH GIÁ LẠI NHẬN ĐỊNH

HPG · THAN MỠ BÌNH QUÂN QUÝ
> 250 USD/tấn
hai quý liên tiếp **và** biên gộp < 16%
Q4: than ~263 (quý thứ nhất), biên ước 17,5% · chưa chạm

HSG, NKG · GIÁ CHÀO HRC HPG/FORMOSA
< 500 USD/tấn
hai tháng liên tiếp · HPG chào giao T11–T12: khoảng 555–560 · chưa chạm

HSG, NKG · KẼM LME BÌNH QUÂN THÁNG
> 4.300 USD/tấn
hiện ~3.800 · chưa chạm

LUẬN ĐIỂM CHÍNH

188,6 USD/T Q4 — **Ngành: thép thanh trừ quặng, than giảm**
Q3 198,2 · HRC 222,1, gần như không đổi

~13% BIÊN NHÓM Q4 — **Ngành: dự báo biên gộp Q4 giảm nhẹ**
dải 12,5–13,5%, trên ngưỡng 12% (ước tính)

31.000 TỶ, HPG 2026 — **HPG: LNST 2026 ước gấp đôi năm 2025**
biên Q4 16,5–18,5%, doanh thu Q4 bằng Q3 (ước tính)

+262 TỶ ĐỒNG HSG — **HSG, NKG: HRC giảm có lợi cho năm 2027**
NKG +172 tỷ · chuyển giá 67%, trước lỗ tồn kho

RỦI RO CHÍNH

−24,5% LNST HPG — **HPG: than 2027 ở mức 250 thay vì 230**
giá giao ngay 260,5 · kịch bản cơ sở giả định giảm 12%

−250 TỶ ĐỒNG HSG — **HSG, NKG: lỗ tồn kho khi HRC về 520–525**
NKG ~210 tỷ · ngang hoặc vượt lợi ích 2027

15–30 USD/TẤN HRC — **HPG: HRC nội địa cao hơn hàng nhập ASEAN**
HPG chào khoảng 555–560, ASEAN 529 CFR · rủi ro giá bán

ĐỊNH GIÁ, BIÊN GỘP VÀ NHẬN ĐỊNH THEO MÃ

MÃ	GIÁ 13/11 (ĐỒNG)	P/E (LẦN)	P/B (LẦN)	BIÊN GỘP Q3/26	BIÊN GỘP Q4/26 (ƯỚC TÍNH)	NHẬN ĐỊNH
HPG	21.150	6,6	1,21	19,2%	16,5–18,5%	Hấp dẫn; đánh giá lại khi than > 250 hai quý và biên < 16%
HSG	10.950	14,2	0,75	12,0%	10–12%	Cần thêm xác nhận: biên gộp > 13% hai quý liên tiếp
NKG	12.500	25,5	0,80	9,0%	6–9%	Cần thêm xác nhận: HRC > 500, tồn kho < 100 ngày
TVN	9.100	3,5	0,60	3,8%	–	Cần thêm xác nhận: giảm nợ, biên thép > 5% hai quý
GDA	13.250	7,3	0,49	8,9%	–	Chưa hấp dẫn; nợ vay/vốn chủ 1,48 lần

Nguồn: Cbonds, Investing.com, LME/Argus, World Bank, VSA; TCBS tổng hợp và ước tính. P/E trượt bốn quý, số liệu chốt ngày 13/11/2026. % LNST: tác động sau thuế 20% so với LNST bốn quý. Chạm ngưỡng là căn cứ để đánh giá lại, không tự động đổi nhận định.

1. Quan điểm của TCBS

Biên quý 3 cao nhờ giá bán, nhưng than mỡ đắt đang làm lợi nhuận lò cao giảm dần

Biên gộp quý 3/2026 cao hơn dự kiến, với **HPG đạt 19,2%**, HSG 12,0% và NKG 9,0%. Lý do chính là giá bán: giá chào HRC giảm trong quý, nhưng doanh thu mỗi tấn của Hòa Phát vẫn tăng 4,4% vì phần lớn hàng giao đã chốt giá từ tháng 5–6, khi giá còn cao. Nguyên liệu không mang lại nhiều lợi ích như kỳ vọng: quặng sắt rẻ đi, nhưng **than mỡ vẫn quanh 263 USD/tấn**, nên phần giá thép thanh còn lại sau tiền quặng và than giảm từ 198 USD/tấn trong quý 3 xuống khoảng 189 USD/tấn trong quý 4.

Chúng tôi dự báo biên gộp quý 4/2026 của **HPG khoảng 17,5%**, giảm nhẹ so với quý 3 vì hàng giao quý 4 theo các hợp đồng ký lúc giá thấp hơn. Với năm 2027, phần lợi nhuận của HPG liên quan đến nguyên liệu và giá bán giảm khoảng 8% trong kịch bản cơ sở, chưa tính sản lượng tăng thêm có thể bù lại. **Giá than là rủi ro lớn nhất**: than giữ ở 250 USD/tấn thay vì giảm về 230 sẽ làm mức giảm tăng lên khoảng 25%.

HPG ở **vùng hấp dẫn**, với P/E cốt lõi khoảng 7,5 lần, thấp hơn mức 8,4 lần thường thấy giai đoạn 2019–2026, nhưng nhận định dựa vào sản lượng tăng thêm năm 2027. Chúng tôi sẽ đánh giá lại nhận định khi cả hai điều kiện cùng xảy ra: giá than trên 250 USD/tấn hai quý liên tiếp và biên gộp dưới 16%. Than Q4 khoảng 263 USD/tấn mới là quý thứ nhất, và biên Q4 ước 17,5%. HSG, NKG và TVN cần thêm xác nhận theo điều kiện ở bảng dưới, còn GDA chưa hấp dẫn. Rủi ro năng lượng đã giảm khi giá dầu Brent quay về dưới 100 USD/thùng.

ĐIỂM CHÍNH

01 **Biên quý 3 cao nhờ giá bán.** Hàng giao trong quý đã chốt giá từ tháng 5–6, nên doanh thu mỗi tấn của HPG tăng dù giá chào giảm.

02 **Giá than mỡ tăng bù trừ lợi ích từ quặng giảm giá.** Than mỡ bình quân quý 4 vượt ngưỡng 250 USD/tấn, nên phần giá thép còn lại sau tiền quặng và than tiếp tục giảm.

03 **Dự báo biên quý 4 giảm nhẹ, vẫn trên ngưỡng.** HPG khoảng 17,5%, HSG 11%, NKG 7,5%.

04 **Rủi ro chính là giá than năm 2027.** Rủi ro từ giá dầu đã giảm khi Brent về dưới 100 USD/thùng.

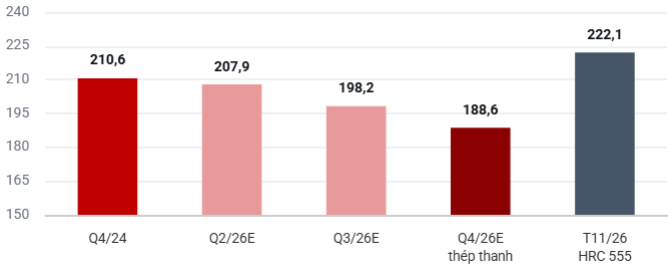
TÓM TẮT ĐỘ NHẠY, KỊCH BẢN VÀ NHẬN ĐỊNH THEO MÃ

Mã	Biến nguyên liệu nhạy nhất (LNTT/năm; % LNST 4 quý, thuế 20%)	Kịch bản cơ sở 2027E	Biên gộp Q3/26	Biên Q4/26E	Nhận định và điều kiện
HPG	Quặng +10 USD/t: −6.068 tỷ (−17,7%); than mỡ +10 USD/t: −2.655 tỷ (−7,7%)	−2.840 tỷ (−8,3%); than 250: khoảng −8.400 tỷ (−24,5%)	19,2%	16,5–18,5%	Vùng hấp dẫn khi than 2027 ~230, quặng ~90. Đánh giá lại: than BQ quý >250 hai quý và biên gộp <16%
TVN	Tỷ giá 1%: −204 tỷ (E), −9,2% (cốt lõi −22%); quặng qua lò cao TIS: −102 tỷ (E)	Trung tính; biến số chính là chênh lệch thép xây dựng − phế	3,8%	n.a.	Cần thêm xác nhận; LNST Q3 chủ yếu lãi thoái vốn, P/E cốt lõi ~8,3 lần. Chờ giảm nợ, biên thép > 5% hai quý
HSG	HRC +10 USD/t, giá tôn không đổi: −390 tỷ (−50,1%); kẽm +100 USD/t: −149 tỷ (−19,1%)	+262 tỷ (+33,6%) ở chuyển giá 67%, trước lỗ tồn kho ~250 tỷ (E); kẽm chuyển 0%: −260 tỷ	12,0%	10–12%	Cần thêm xác nhận; biên trên 13% hai quý sớm nhất kiểm ở Q2/2027
NKG	HRC +10 USD/t: −269 tỷ (−88,6%); kẽm +100 USD/t: −102 tỷ (−33,7%)	+172 tỷ (+56,5%), trước lỗ tồn kho ~210 tỷ (E); kẽm chuyển 0%: −170 tỷ	9,0%	6–9%	Cần thêm xác nhận; HRC giữ trên 500 USD/t và ngày tồn kho < 100
GDA	HRC +10 USD/t: −186 tỷ (−57,8%); kẽm +100 USD/t: −71 tỷ (−22,0%)	Cùng hướng HSG	8,9%	n.a.	Chưa hấp dẫn; nợ vay/vốn chủ 1,48 lần

Nguồn: Cbonds, Investing.com, LME/Argus, VSA; TCBS tổng hợp và ước tính.

Giá thép còn lại sau tiền quặng và than mỡ, theo quý

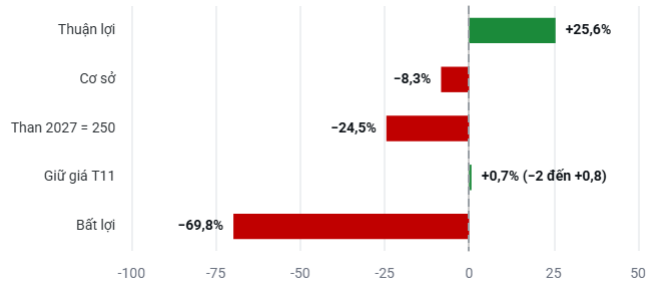
USD/tấn thép; giá bán − 1,6 × quặng 62% − 0,7 × than mỡ



Nguồn: VSA, World Bank, SMM, Cbonds, Argus; TCBS tổng hợp và ước tính

HPG: tác động phần nguyên liệu tới lợi nhuận 2027E

% LNST bốn quý gần nhất, theo kịch bản



Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

2. Nguyên liệu trong giá thành: ba công nghệ, ba rổ chi phí

Nguyên liệu chiếm 80–90% giá thành ở cả ba công nghệ: lò cao còn biên lợi nhuận dương, trong khi lò điện ở vùng sát hòa vốn

2.1. Ba công nghệ, ba rổ nguyên liệu

Mười hai mã trong báo cáo mua ba rổ nguyên liệu khác nhau, và giá của ba rổ này không biến động cùng chiều.

- **Lò cao BF-BOF dùng quặng sắt và than mỡ.** Hòa Phát và Formosa Hà Tĩnh nhập khẩu gần như toàn bộ hai mặt hàng này theo giá biển quốc tế.
- **Lò điện dùng thép phế và điện.** Nhóm này gồm các nhà máy của VNSteel, Pomina và Thép Việt Đức.
- **Tôn mạ không luyện thép.** HSG, NKG, GDA, DTL mua HRC và phủ thêm kẽm, nhôm, sơn.

DOANH NGHIỆP THEO CÔNG NGHỆ VÀ NGUỒN NGUYÊN LIỆU

Doanh nghiệp	Công nghệ	Nguyên liệu chính	Nguồn cung
HPG, Formosa HT (không niêm yết)	Lò cao BF-BOF, tự luyện phần lớn cốc	Quặng sắt, than mỡ, một phần thép phế nạp lò thổi	Nhập khẩu gần như toàn bộ. Quặng chủ yếu từ Vale (Brazil), Rio Tinto, BHP, FMG (Úc); than mỡ từ Úc. Mỏ Roper River (Úc) của HPG tạm dừng từ 9/2022. HPG tự chủ 90% điện sản xuất thép (10T/2026).
TVN, TIS, VGS, POM	Lò điện hồ quang, lò cảm ứng; TIS có thêm lò cao cỡ nhỏ	Thép phế, điện, điện cực graphite; phôi mua ngoài cho khâu cán	Phế nhập khẩu (Nhật chiếm 52,7% lượng nhập 2025) và phế thu gom nội địa; điện mua EVN.
HSG, NKG, GDA, DTL	Cán nguội, mạ kẽm, mạ nhôm kẽm, sơn màu, ống thép	HRC; kẽm (GI), nhôm và kẽm (AZ); sơn	HRC mua nội địa 75–80% (HPG, Formosa), phần còn lại nhập từ Ấn Độ, Indonesia, Trung Quốc. Kẽm, nhôm thỏi nhập khẩu, giá theo LME.
SMC, TLH, VCA	Thương mại, gia công đơn giản	Thép thành phẩm (HRC, thép tấm, thép xây dựng)	Mua nội địa và nhập khẩu. VCA dừng sản xuất từ 19/6/2025, dự kiến cán lại từ 1/2027.

Nguồn: BCTN HPG 2024, công bố doanh nghiệp, Hải quan, Global Energy Monitor, Tiền Phong; TCBS tổng hợp và ước tính. HCC: than mỡ luyện cốc; FOB: giá chưa gồm cước; CFR: giá gồm cước; E: TCBS ước tính.

Giữa tháng 11/2026, giá quặng thấp hơn cùng kỳ khoảng 9%, trong khi giá kẽm vẫn cao hơn 20% dù đã giảm khoảng 6% so với cuối tháng 9.

Chúng tôi phân nhóm theo rổ chi phí, không theo sản phẩm. TIS có cả lò cao cỡ nhỏ và lò điện, nên được xếp vào nhóm lò điện theo tỷ lệ thép phế.

Nhóm thương mại SMC, TLH, VCA không có rổ nguyên liệu riêng, vì giá vốn của nhóm này là giá thép thành phẩm mua vào, nên biến động theo chu kỳ HRC và thép thanh. VCA đã dừng sản xuất từ 19/6/2025. Khoản lãi 23 tỷ đồng Q3/2026 vì vậy không đến từ hoạt động thép.

2.2. Một tấn thép tốn bao nhiêu nguyên liệu

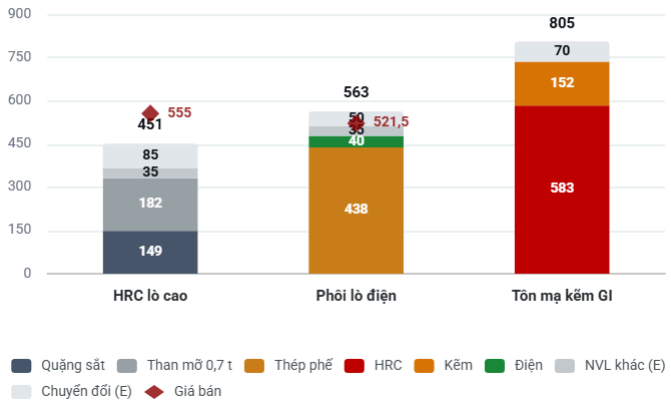
Theo giá giữa tháng 11/2026, một tấn HRC lò cao tốn khoảng 451 USD, một tấn phôi lò điện khoảng 563 USD và một tấn tôn mạ kẽm khoảng 805 USD. Quặng và than mỡ chiếm 331 USD trong giá thành HRC. Thép phế chiếm 438 USD trong giá thành phôi, còn tiền điện chỉ 40 USD sau khi giá điện bán lẻ giảm 2% từ 1/11. Tôn mạ tốn 583 USD tiền HRC và 152 USD tiền kẽm.

Giá thành lò cao phụ thuộc chủ yếu vào hai giả định về than.

- **Định mức than.** Với 0,5 tấn than mỡ thay cho 0,7 tấn, giá thành giảm còn 399 USD/tấn, nhưng HPG tự luyện phần lớn cốc từ than mỡ nhập khẩu và chỉ mua thêm một phần cốc, nên mức 0,7 tấn vẫn gần thực tế hơn. Phần cốc mua ngoài được quy đổi về lượng than mỡ tương đương.
- **Giá than.** Mức 260,5 USD/tấn là giá FOB Úc, chưa gồm cước về Việt Nam, và giá than lệch 10% làm giá thành HRC lệch 18 USD/tấn.

Giá thành ước tính theo công nghệ, giá T11/2026

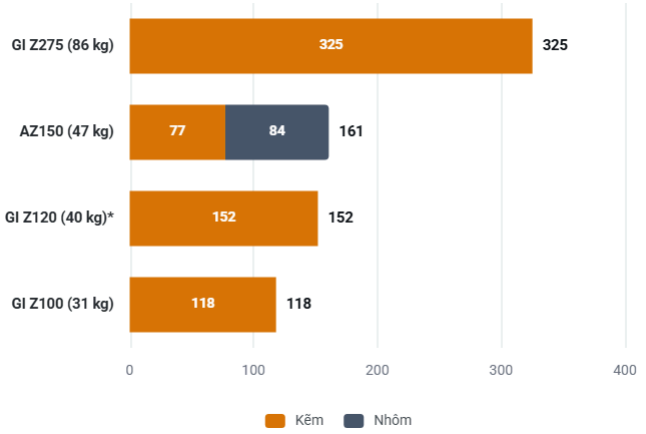
USD/tấn sản phẩm; điểm thoi là giá bán tham chiếu: HRC theo giá chào HPG T11, thép thanh theo giá ròng Q4/2026 (ước tính)



Nguồn: Investing.com, Cbonds, GMK Center, Westmetall, EVN; TCBS tổng hợp và ước tính

Tiền kim loại mạ trên một tấn tôn

USD/tấn tôn dày 0,45 mm; kẽm 3.800 USD/tấn (T11), nhôm theo giá 25/9



Nguồn: LME qua Westmetall, World Bank; TCBS tổng hợp và ước tính

Mô hình chi phí lò cao khớp với số liệu thực tế của Hòa Phát. Theo mô hình, nguyên vật liệu chiếm 81,2% giá thành HRC lò cao, gần với mức 78,3% trong chi phí năm 2024 của HPG. Ở giá chào HRC 555 USD/tấn cho hàng giao T11, biên gộp ước tính là 18,7%, sát mức 19,2% HPG báo cáo cho Q3/2026.

Chi phí chuyển đổi thực tế có thể còn thấp hơn. HPG tự chủ 90% điện cho sản xuất thép trong 10 tháng 2026, tiết kiệm tương đương 8.798 tỷ đồng, nên mức 85 USD/tấn trong mô hình nhiều khả năng là mức cao nhất.

Lò điện đang hoạt động sát điểm hòa vốn. Theo mô hình, giá thành phôi cộng chi phí cán cao hơn giá thép thanh ròng Q4/26E khoảng 76 USD/tấn, tương đương khoảng 15% giá bán. Mỗi 20 USD giá phế làm giá thành thay đổi 22 USD, nên điểm hòa vốn nằm ở giá phế khoảng 329 USD/tấn.

GIÁ THÀNH CHI TIẾT THEO CÔNG NGHỆ, T11/2026

Cấu phần (USD/tấn sản phẩm)	Định mức × đơn giá T11/2026	T11/2026	% giá thành T11
(i) HRC lò cao BF-BOF			
Quặng sắt 62% Fe	1,6 t × 93,0	148,8	33,0%
Than mỡ HCC	0,7 t × 260,5 (FOB Úc)	182,4	40,4%
Nguyên liệu khác (đá vôi, fero, phế nạp lò)	TCBS ước tính	35,0E	7,8%
Chuyển đổi (năng lượng ròng, nhân công, khấu hao, cán)	TCBS ước tính	85,0E	18,8%
Tổng (định mức 0,7 t than mỡ)	Giá bán HRC 555 (HPG T11)	**451,2**	**NVL 81,2%**
(ii) Phôi lò điện EAF			
Thép phế HMS 80:20	1,1 t × 398 (tham chiếu CFR Thổ Nhĩ Kỳ)	437,8	77,8%
Điện	475 kWh × 2.159,9 đồng ÷ 25.625	40,0	7,1%
Điện cực graphite	2 kg × 2.429 (E)	4,9E	0,9%
Fero, oxy, vôi, vật liệu chịu lửa	TCBS ước tính	30,0E	5,3%
Chuyển đổi	TCBS ước tính	50,0E	8,9%
Tổng	Thép thanh ròng Q4/26E 521,5	**562,7**	**NVL 84,0%**
(iii) Tôn mạ kẽm GI (Z100–Z120, dày 0,45 mm)			
HRC đầu vào	1,05 t × 555 (HPG T11)	582,8	72,4%
Kẽm	40 kg × 3.800 (LME)	152,0	18,9%
Chuyển đổi (cán nguội, mạ, khí, điện)	TCBS ước tính	70,0E	8,7%
Tổng	Giá thành nguyên liệu	**804,8**	**NVL 91,3%**

Nguồn: Investing.com, Cbonds, GMK Center, BigMint, Kallanish, Westmetall, EVN, NHNN, worldsteel; TCBS tổng hợp và ước tính.

Thực tế, biên gộp Q3/2026 của TVN 3,8%, VGS 4,6% và TIS 3,3% vẫn dương, chủ yếu do giá phế thực mua thấp hơn giá tham chiếu. Giá phế nhập về Việt Nam gần nhất ở mức 360–372 USD/tấn, thấp hơn mức 398 USD/tấn dùng trong mô hình 26–38 USD, nên khoản hụt chỉ còn khoảng 34–47 USD/tấn, chưa tính phế thu gom trong nước thường rẻ hơn hàng nhập. Do đó, 76 USD là mức hụt tối đa.

- **Với tôn mạ, kẽm là biến số lớn thứ hai sau HRC.** Kẽm LME ở khoảng 3.800 USD/tấn, cao hơn tháng 11/2025 khoảng 20%, cộng thêm 25 USD vào mỗi tấn tôn Z100–Z120, tương đương 3,2% giá thành. Định mức 40 kg/tấn là ước tính của chúng tôi từ khối lượng lớp mạ, trong khi tôn xuất khẩu lớp mạ Z275 cần khoảng 86 kg kẽm, nên tiền kẽm tăng lên 325 USD/tấn.
- **Tôn lạnh AZ150 chịu ảnh hưởng của giá kẽm thấp hơn tôn kẽm Z275.** Lớp mạ 55% nhôm chia đôi rủi ro, gồm 84 USD tiền nhôm (giá 25/9) và 77 USD tiền kẽm mỗi tấn. Nhôm đã giảm từ bình quân 3.568 USD/tấn Q2 xuống 3.254 USD/tấn cuối tháng 9, nên doanh nghiệp bán nhiều tôn lạnh hơn sẽ chịu ít áp lực hơn.

2.3. Phụ thuộc nhập khẩu và rủi ro tỷ giá

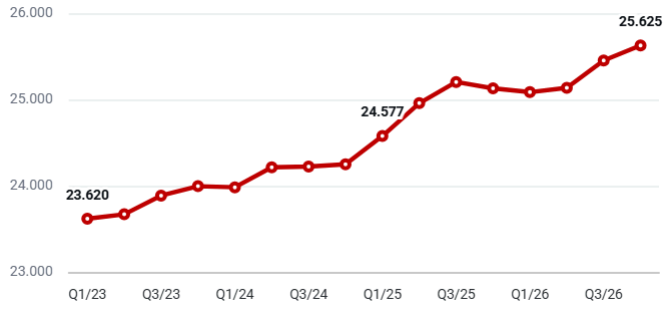
Quặng sắt và than mỡ cho lò cao gần như nhập khẩu 100%. Mỏ Roper River ở Úc, khoản đầu tư quặng duy nhất của HPG, vẫn tạm dừng từ 9/2022, trong khi hàng nhập khẩu chiếm hơn 70% giá vốn toàn Tập đoàn Hòa Phát. Kim ngạch nhập quặng và khoáng sản 8 tháng 2026 đạt 3,1 tỷ USD, tăng 55%, còn than đá đạt 6,3 tỷ USD, tăng 35%, nhưng hai số này gồm cả hàng không dùng cho luyện thép nên chỉ phản ánh xu hướng.

Với HPG, mỗi 1% VND mất giá làm giá vốn tăng khoảng 1.255 tỷ đồng/năm, bằng 3,4% lợi nhuận gộp bốn quý gần nhất. Giá HRC nội địa theo sát giá nhập khẩu quy đổi, nên phần lớn tác động này được chuyển sang người mua với độ trễ bằng số ngày tồn kho, khoảng 93 ngày ở Q3/2026.

Doanh nghiệp tôn mạ đã mua 75–80% HRC trong nước, nhưng rủi ro tỷ giá không giảm tương ứng. HPG và Formosa định giá HRC bằng USD theo giá nhập khẩu, do đó doanh nghiệp tôn mạ vẫn trả theo giá USD dù mua trong nước. Tỷ giá trung tâm tăng 8,5% từ Q1/2023 đến Q4/2026, vì vậy quặng giảm 26,2% tính bằng USD nhưng chỉ giảm 20,0% tính bằng đồng.

Tỷ giá USD/VND

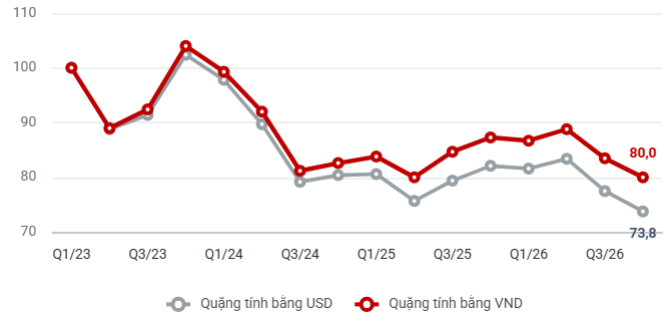
VND/USD, tỷ giá trung tâm NHNN bình quân quý



Nguồn: NHNN; TCBS tổng hợp và ước tính

Quặng sắt tính bằng USD và bằng đồng

chỉ số, Q1/2023 = 100



Nguồn: World Bank, Investing.com; TCBS tổng hợp và ước tính

- **Tỷ giá là rủi ro chuyển giao, không phải rủi ro biên dài hạn.** Giá bán HRC và thép thanh đều theo giá nhập khẩu, nên VND mất giá chủ yếu làm biên giảm trong một quý và phục hồi khi giá bán điều chỉnh. Giả định này không còn đúng khi cầu nội địa yếu tới mức doanh nghiệp không tăng được giá. Tỷ giá gần như không đổi trong vùng 25.620–25.650 từ cuối tháng 9, và ngưỡng cần theo dõi là 26.000 đồng, cao hơn mức ngày 5/11 khoảng 1,5%.
- **Giá điện giảm nhẹ.** Lần giảm 2% từ 1/11/2026, lần điều chỉnh đầu tiên sau 10/5/2025, giúp giảm khoảng 0,8 USD/tấn phôi lò điện hồ quang, trong khi lò cảm ứng tiêu hao 600–800 kWh/tấn vẫn trả 51–67 USD tiền điện mỗi tấn. Với lò cao, giá điện EVN gần như không còn là biến số vì HPG đã tự chủ phần lớn điện sản xuất thép.

3. Diễn biến và triển vọng giá từng nguyên liệu

Quặng xuống mức thấp nhất 25 tháng nhưng than mỡ không giảm theo, trong khi kẽm và điện giảm, giá HRC trong nước tăng nhẹ và giá thép xây dựng giữ nguyên

3.1. Quặng sắt: dư cung đang tới

Quặng 62% Fe xuống mức thấp nhất 25 tháng ở 91,05 USD/tấn ngày 27/10, sau đó chỉ hồi phục nhẹ trong tuần đầu tháng 11 và đến ngày 13/11 ở khoảng 91,6 USD/tấn, thấp hơn đầu năm khoảng 14%. Bình quân Q4/2026 tạm tính 93,0E, giảm 4,8% so với Q3 và thấp hơn cùng kỳ khoảng 9%.

Áp lực giảm giá chủ yếu đến từ Trung Quốc. Sản lượng thép thô 9 tháng 2026 của nước này giảm 2,9% nên cầu quặng giảm theo, trong khi xuất khẩu phôi tăng khoảng 46% nhưng không bù được vì lượng phôi này đã nằm trong sản lượng thép thô.

Phía cung, Simandou chạy ở tốc độ khoảng 10 triệu tấn/năm trong Q3/2026, và Rio Tinto nhắm 60 triệu tấn/năm vào nửa cuối 2028, trong khi Trung Quốc nhập khoảng 1,2 tỷ tấn quặng mỗi năm. Mức hiện tại chưa tới 1% lượng nhập, còn mức mục tiêu khoảng 5% và chỉ đạt sau năm 2028. Vì vậy, chúng tôi cho rằng đợt giảm giá từ T9 chủ yếu do cầu yếu, chưa phải do nguồn cung mới.

Các dự báo hiện cao hơn giá thị trường. World Bank dự báo 98 USD/tấn cho 2026, nhưng bình quân 9 tháng đã là 101,9, nên giá Q4 phải về khoảng 86 để đạt mức này. Fitch và Westpac đều dự báo cao hơn giá hiện tại, còn kịch bản cơ sở của chúng tôi lấy 93 USD/tấn cho Q4/2026 và 90 cho 2027.

DỰ BÁO GIÁ QUẶNG SẮT CỦA CÁC TỔ CHỨC

Tổ chức (thời điểm)	2026	2027	Q4/2026 suy ra*	Ghi chú
World Bank CMO (10/2026)	98	95	~86	Bình quân năm
World Bank CMO (4/2026)	97	95	~82	Kỳ CMO trước
Fitch Ratings (6/2026)	100	90	~94	Nâng từ 95 và 85
REQ, Bộ Công nghiệp Úc (6/2026)	91	84 (Q4/27)	n.a.	Bình quân năm 2026
Westpac IQ (6/2026)	97 (Q4/26)	84 (Q4/27)	97	Bình quân quý 4
Thực tế Q4/2026 tạm tính	93,0E	–	–	

Nguồn: World Bank, Fitch Ratings, Bộ Công nghiệp Úc, Westpac IQ, Investing.com, Yieh, Rio Tinto, SMM, SteelOrbis; TCBS tổng hợp và ước tính.

3.2. Than mỡ: giảm chậm hơn các dự báo

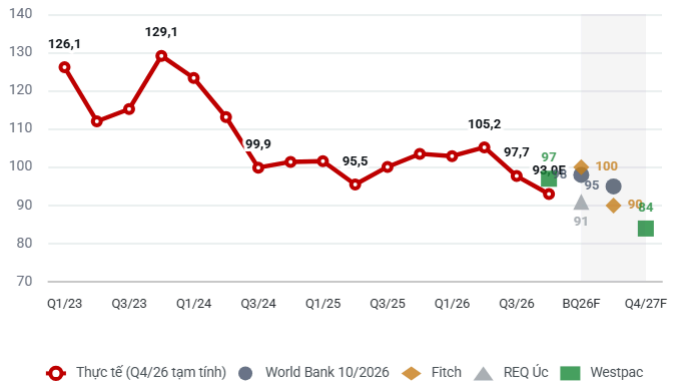
Than mỡ cao cấp FOB Úc bình quân tháng 10 là 265,8 USD/tấn và ở 260,5 ngày 10/11, chỉ thấp hơn cuối tháng 9 khoảng 2%, trong khi quặng giảm 4%. Bình quân Q4/2026 tạm tính 263E, cao hơn Q3 khoảng 6% và cao hơn Q4/2024 30%, tức đã vượt 250 USD/tấn, mức giá có thể làm thay đổi nhận định của chúng tôi về HPG (mục 5.4).

Giá than không biến động theo giá dầu. Brent tăng mạnh trong tháng 9–10 và giảm về 92,57 USD/thùng ngày 9/11, trong khi than mỡ chỉ giảm nhẹ.

Giá than đang giảm chậm hơn các dự báo. Để đạt mức 220 USD/tấn Fitch dự báo cho cả năm 2026, giá than Q4 phải giảm về khoảng 170, trong khi mức tạm tính là 263, cao hơn khoảng 55%. Kịch bản cơ sở lấy 263 USD/tấn cho Q4/2026, bằng mức tạm tính, và 230 bình quân 2027, tức giả định giá than giảm khoảng 12% từ giá giao ngay. Mốc 230 cần cảng Úc thông suốt, trong khi than duy trì ở 250 sẽ làm lợi nhuận HPG giảm đáng kể.

Quặng sắt 62% Fe và dự báo

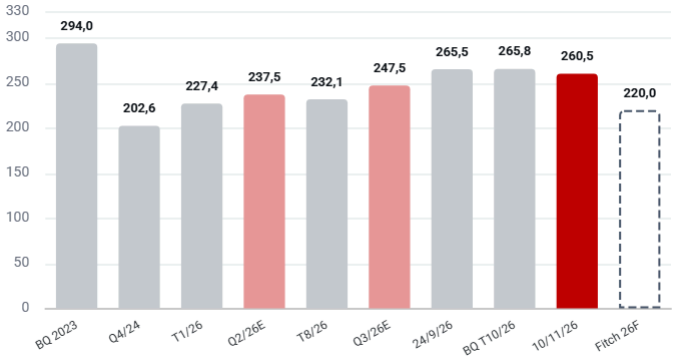
USD/tấn khô, bình quân quý CFR Trung Quốc; điểm rời là dự báo



Nguồn: World Bank, Investing.com, Fitch, REQ Úc, Westpac IQ; TCBS tổng hợp và ước tính

Than mỡ cao cấp FOB Úc: các điểm giá có được

USD/tấn; cột hồng là ước tính, cột đỏ là giá mới nhất, cột viền đứt là dự báo



Nguồn: Australian Mining, Argus, Stanmore, SMM, Cbonds, Fitch, World Bank; TCBS tổng hợp và ước tính

3.3. Thép phế và lò điện

Thổ Nhĩ Kỳ là thị trường tham chiếu giá phế toàn cầu, và giá HMS 80:20 CFR Thổ Nhĩ Kỳ bình quân tháng 10 khoảng 397 USD/tấn, gần như không đổi so với cuối tháng 9. Giá phế về Việt Nam tuần tới 5/8/2026 ở mức 372 USD/tấn với hàng Mỹ và 360 USD/tấn với hàng Nhật, thấp hơn giá Thổ Nhĩ Kỳ cùng kỳ. Lượng nhập phế 8 tháng 2026 đạt 4,17 triệu tấn, tăng 3,1%.

Ở giá tham chiếu 398, mô hình cho thấy lò điện hụt khoảng 76 USD/tấn, nhưng biên gộp Q3/2026 vẫn dương nhờ phế nhập về Việt Nam rẻ hơn, nên nhóm lò điện đang ở sát hòa vốn với biên thấp (mục 2.2). LNST cổ đông công ty mẹ Q3 của TVN đạt 1.145 tỷ đồng, trong đó khoảng 1.048 tỷ là lãi thoái vốn tại Khoáng sản và Luyện kim Việt Trung, phần từ hoạt động chính chỉ khoảng 100 tỷ.

CÁC ĐIỂM GIÁ VÀ LƯỢNG NHẬP THÉP PHẾ CÓ ĐƯỢC

Chỉ tiêu	Mức	Thời điểm	Nguồn, độ tin cậy
HMS 80:20, CFR Thổ Nhĩ Kỳ (USD/tấn)	**398–401**	Đầu T11/2026	GMK Center (bình quân T9/2026: 400, công bố 9/10/2026)
HMS 80:20, CFR Thổ Nhĩ Kỳ, bình quân tháng	~397	T10/2026 (–4)	GMK Center
HMS 80:20 hàng Mỹ, CFR Thổ Nhĩ Kỳ	~399	Cuối T9/2026	SteelOrbis, BigMint
HMS 80:20 Mỹ / H2 Nhật, CFR Việt Nam	372 / 360	Tuần tới 5/8/2026	BigMint (10/8/2026)
Giá phế nhập khẩu bình quân của Việt Nam	325,2	Năm 2025 (–11,7%)	Hải quan, qua báo chí
Lượng phế nhập khẩu (triệu tấn)	6,25	Năm 2025 (+27,2%)	Hải quan; Nhật Bản chiếm 52,7%
Lượng phế nhập khẩu (triệu tấn)	4,17	8 tháng 2026 (+3,1%)	SteelOrbis

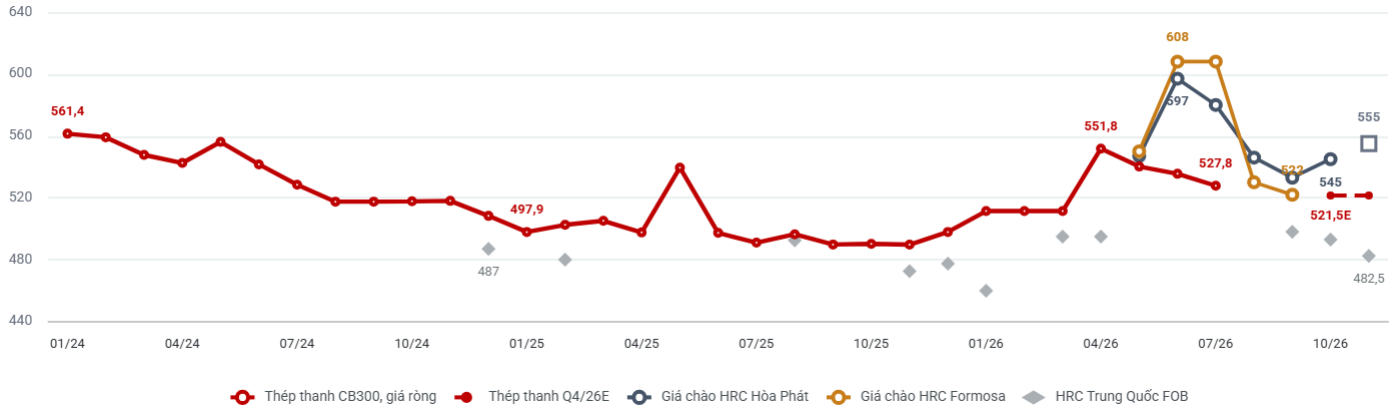
Nguồn: GMK Center, BigMint, SteelOrbis, Hải quan; TCBS tổng hợp và ước tính.

3.4. HRC và thép xây dựng: giá đầu ra

Giá HRC Trung Quốc giảm, nhưng giá trong nước lại tăng. HRC Trung Quốc FOB giảm xuống 482,5 USD/tấn ngày 10/11, thấp hơn cuối tháng 9 khoảng 3%. Trong khi đó, Hòa Phát tăng giá chào từ 545 USD/tấn cho giao T10 lên 555 cho giao T11, khoảng 555–560 cho giao T12, còn Formosa tăng khoảng 9 USD cho giao T12–T1.

Giá đầu ra: thép thanh nội địa và giá chào HRC

USD/tấn; thép thanh là giá ròng theo tháng, HRC là giá chào CFR chưa VAT theo tháng giao hàng; đường đứt là ước tính Q4/2026, ô vuông rỗng là giá chào HPG giao T11



Nguồn: VSA, NHNN, Kallanish, IndexBox, Mysteel, SteelOrbis, LME/Argus; TCBS tổng hợp và ước tính

Hàng nhập từ ASEAN giới hạn dư địa tăng giá tiếp. HRC ASEAN chào 529 USD/tấn CFR Việt Nam ngày 30/10, thấp hơn giá nội địa 15–30 USD, trong khi HRC Trung Quốc sau thuế lên khoảng 640 USD/tấn, nên giá trần do hàng ASEAN quyết định.

Ở chiều xuất khẩu, Mexico áp thuế chống bán phá giá từ tháng 9/2026, ở mức 285,5 USD/tấn với Hòa Phát Dung Quất và 271,9 USD/tấn với Formosa.

Giá chào HRC giảm từ 597–608 tháng 6 xuống 522–545 tháng 9, nhưng giá bán thực hiện của HPG không giảm theo do độ trễ hợp đồng và tỷ lệ HRC trong cơ cấu bán tăng (mục 4). Ở thép xây dựng, Hòa Phát giữ giá CB240 ở 14.920 đồng/kg suốt tháng 10–11, dù tiêu thụ thép xây dựng toàn ngành 9 tháng 2026 tăng 19,6% (VSA). Chúng tôi dùng mức 14.700 đồng/kg sau chiết khấu cho Q4/26E, ước tính từ giá niêm yết của Hòa Phát, tương đương 521,5 USD/tấn ròng.

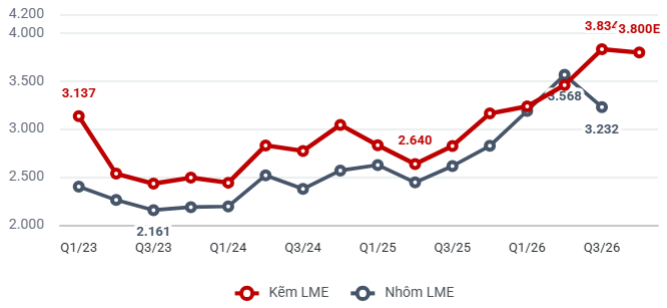
3.5. Kẽm, nhôm và điện

Kẽm LME ở khoảng 3.700–3.800 USD/tấn đầu tháng 11, giảm 6–8% so với ngày 25/9, và bình quân Q4/2026 tạm tính 3.800E, thấp hơn Q3 khoảng 1%. Chuỗi năm quý tăng liên tiếp vì vậy có thể dừng ở Q3. Kẽm vẫn cao hơn tháng 11/2025 khoảng 20%, cộng khoảng 25 USD vào mỗi tấn tôn Z100–Z120, và là rủi ro nguyên liệu lớn thứ hai của tôn mạ sau HRC. Kịch bản cơ sở lấy 3.600 USD/tấn cho 2027, giảm thêm khoảng 5%.

EVN giảm 2% giá bán lẻ bình quân từ 1/11/2026, lần điều chỉnh đầu tiên kể từ 10/5/2025. Mức giảm này giúp chi phí phôi lò điện hồ quang giảm khoảng 0,8 USD/tấn và lò cảm ứng giảm 1,0–1,4 USD, còn lò cao gần như không chịu tác động. Giá điện có thể tăng lại khi giá dầu tăng, nhưng điện không phải biến số quyết định biên.

Kẽm và nhôm LME

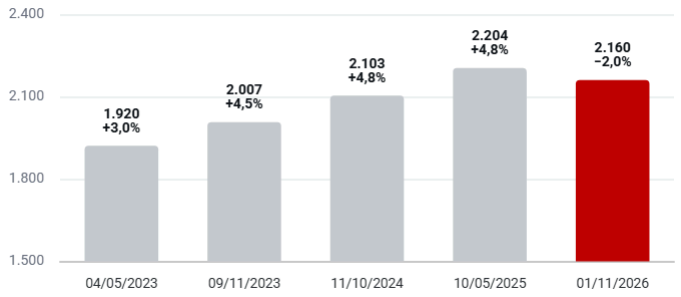
USD/tấn, bình quân quý



Nguồn: World Bank, Westmetall; TCBS tổng hợp và ước tính

Giá bán lẻ điện bình quân

đồng/kWh chưa VAT, theo ngày hiệu lực điều chỉnh



Nguồn: EVN, Bộ Công Thương; TCBS tổng hợp và ước tính

3.6. Chênh lệch lò cao: giá thép còn lại bao nhiêu sau tiền nguyên liệu

Chênh lệch lò cao là phần giá bán một tấn thép còn lại sau khi trừ tiền quặng và than mỡ, dùng để trả các chi phí khác và tạo lợi nhuận. Theo giá thép thanh, chênh lệch tạm tính Q4/2026 là 188,6 USD/tấn, thấp hơn Q3 9,6 USD và thấp nhất trong bốn quý có giá than.

Nguyên nhân là than tăng nhiều hơn mức giảm của quặng. Trong quý, chi phí quặng giảm 7,5 USD mỗi tấn thép, nhưng chi phí than mỡ tăng 10,9 USD và giá bán ròng giảm 6,3 USD. Tính từ Q4/2024, chi phí than tăng 42,3 USD mỗi tấn thép, đủ bù trừ toàn bộ phần lợi từ quặng rẻ và giá bán cao hơn.

Tuy vậy, biên gộp HPG Q3/2026 vẫn đạt 19,2%, cao hơn nhiều ngưỡng 16% ở mục 5. Trên báo cáo kết quả kinh doanh, than chỉ bù trừ một phần lợi ích từ quặng rẻ, phần còn lại được bù bằng giá bán thực hiện. So với năm 2024, biên cao hơn còn nhờ hiệu quả của Dung Quất 2 (mục 4.3).

Điểm Q4/2026 dựa trên ba giả định với độ tin cậy khác nhau.

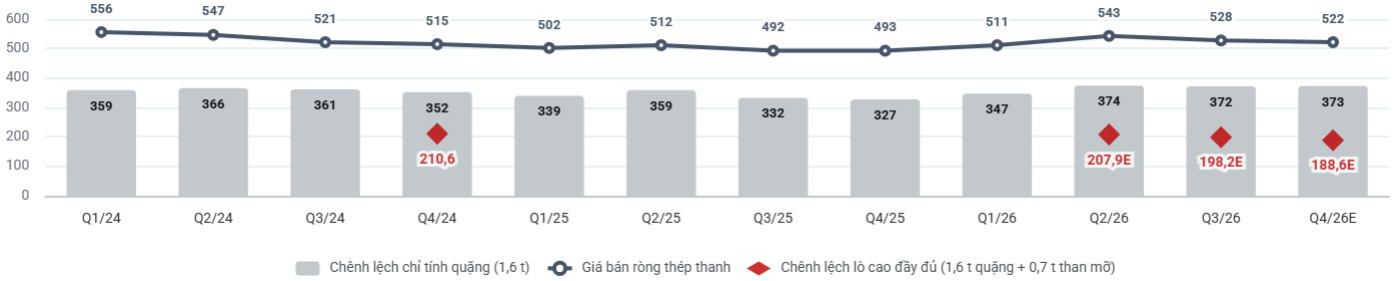
- **Than 263E có độ tin cậy cao nhất.** Số này lấy từ chỉ số tháng 10 và giá ngày 10/11.

- **Giá thép thanh Q4/2026 giả định ở 14.700 đồng/kg.** Mỗi 100 đồng/kg làm chênh lệch thay đổi khoảng 3,5 USD.
- **Quặng 93E đã gồm mức thấp nhất tháng 10.**

Tính theo HRC, kết quả lại khác. Giá chào 555 trừ quặng và than Q4 còn 222,1 USD/tấn, gần bình quân bốn quý, nên chênh lệch theo HRC gần như không đổi. HRC chiếm hơn một nửa sản lượng bán của HPG, do đó biên gộp không giảm theo chênh lệch thép thanh. Mỗi 10 USD/tấn than mỡ làm chênh lệch thay đổi 7 USD, và khi than giảm về 230 như kịch bản cơ sở 2027, chênh lệch theo thép thanh tăng lên khoảng 212.

Giá thép thanh còn lại sau tiền quặng và than mỡ, theo quý

USD/tấn thép; giá bán ròng thép thanh trừ 1,6 tấn quặng (cột) và trừ thêm 0,7 tấn than mỡ (điểm thoi, chỉ ở quý có giá than)



Nguồn: VSA, World Bank, Investing.com, NHNN, Argus, Stanmore, SMM, Cbonds; TCBS tổng hợp và ước tính

TÓM TẮT GIÁ NGUYÊN LIỆU VÀ HƯỚNG 6–12 THÁNG

Nguyên liệu	Giá hiện tại	±YoY	Hướng 6–12 tháng (TCBS)	Nhóm chịu tác động
Quặng sắt 62%	~93 (đáy 91,05 ngày 27/10)	−9%	Giảm thêm khoảng 3%: cơ sở 90 cho 2027	HPG (lợi)
Than mỡ HCC	260,5 (10/11); BQ T10 265,8	n.a.*	Cao hơn dự báo; cơ sở 263 cho Q4/26, 230 cho 2027	HPG (bất lợi)
Thép phế HMS 80:20	398–401 CFR Thổ; CFR VN 360–372 (T8)	n.a.	Ổn định 390–400	TVN, VGS, POM, TIS (bất lợi)
HRC	555 HPG T11, 555–560 T12; ASEAN CFR 529; TQ FOB 482,5	+1%**	Nội địa tăng nhẹ, nhập khẩu thấp hơn 15–30; cơ sở 525 cho giá bán thực hiện Q4/26, 520 cho 2027	HPG (đầu ra); HSG, NKG, GDA, DTL (đầu vào)
Thép thanh CB300	14.700E; HPG CB240 14.920 không đổi	+8%	Gần như không đổi dù tiêu thụ toàn ngành +19,6%	HPG, TVN, VGS, POM, TIS
Kẽm LME	~3.800	+20%	Giảm dần: cơ sở 3.600 cho 2027	HSG, NKG, GDA, DTL (bất lợi)
Nhôm LME	3.254 (25/9)	n.a.	Tồn kho thấp làm rủi ro tăng giá trở lại vẫn còn	HSG, NKG (tôn lạnh)
Điện bán lẻ bình quân	2.159,9 (từ 1/11)	−2%	Duy trì mức mới, có rủi ro tăng lại khi giá dầu tăng	Lò điện, lò cảm ứng (nhỏ)

Nguồn: World Bank, Investing.com, Cbonds, GMK Center, Westmetall, VSA, Mysteel, LME/Argus, EVN; TCBS tổng hợp và ước tính.

4. Từ giá nguyên liệu tới biên gộp

Giá vốn quý 4/2026 của HPG mang nguyên liệu quý 3, rẻ hơn khoảng 5 USD/tấn, trong khi biên gộp quý 3 đi theo giá bán thực hiện chứ không theo giá chào

4.1. Độ trễ: nguyên liệu mua hôm nay vào giá vốn khi nào

Số ngày tồn kho của Hòa Phát quý 3/2026 là 93 ngày, thấp nhất 11 quý. Cộng thêm khoảng 30 ngày từ lúc chốt giá đến lúc hàng về kho, một tấn thép bán giữa tháng 11 mang quặng và than chốt quanh giữa tháng 7, tức nguyên liệu quý 3.

Với HSG, số ngày tồn kho là 85 ngày, nên HRC vào giá vốn quý 4 được chốt cuối tháng 7 theo giá chào 533–580 USD, thấp hơn lô 547–608 USD trong giá vốn quý 3. Độ trễ khác nhau rõ giữa các nhóm doanh nghiệp.

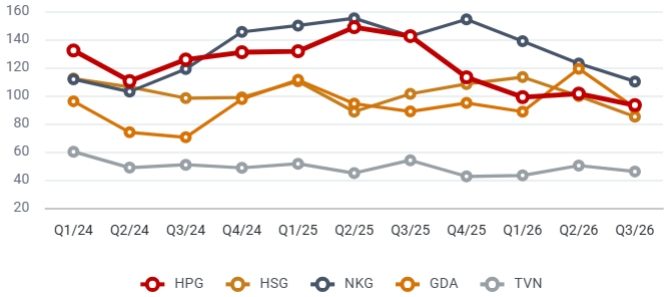
So với lô trong giá vốn quý 3, quặng giảm 12,0 USD mỗi tấn thép còn than tăng 7,0 USD, nên than chỉ bù trừ một phần lợi ích từ quặng rẻ và tổng chi phí hai loại giảm khoảng 5 USD/tấn. Mức than quý 3 ở 247,5E là ước tính thiên cao, và với giá thực tế thấp hơn, phần giảm sẽ tăng lên khoảng 10 USD.

- **Lò điện và thương mại gần như khớp quý.** SMC, VGS, TVN và TIS có số ngày tồn kho từ 23 đến 55 ngày.
- **Tồn kho tôn mạ đang giảm.** Số ngày tồn kho quý 3 của HSG, NKG, GDA giảm gần như đồng loạt, nên giá nguyên liệu mới vào giá vốn nhanh hơn.
- **NKG, TLH và DTL vẫn trễ nhiều nhất.** Số ngày tồn kho từ 110 đến 181 ngày, nên giá vốn quý 4 còn chứa hàng mua từ quý 2.

Số ngày tồn kho của HPG và GDA dao động mạnh trong 11 quý, nên độ trễ chỉ nên đọc theo nửa quý.

Số ngày tồn kho theo quý

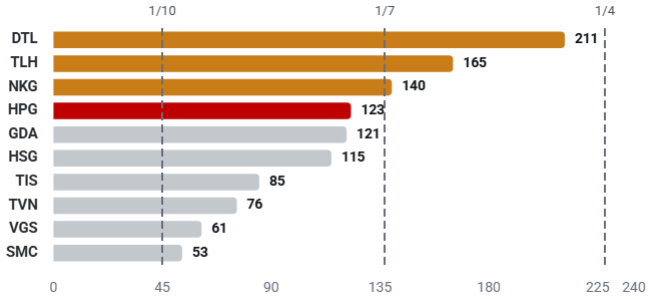
ngày, tồn kho bình quân đầu và cuối quý chia giá vốn quý



Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

Nguyên liệu trong giá vốn quý 4/2026 được chốt giá từ khi nào

số ngày tính ngược từ 15/11/2026 = ngày tồn kho Q3/2026 + 30 ngày đặt hàng



Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

QUÝ NGUYÊN LIỆU NẰM TRONG GIÁ VỐN QUÝ 4/2026

Mã	Nhóm	Ngày tồn kho Q3/26 (Q2/26)	BQ 4 quý	Dao động 11 quý	Nguyên liệu chốt giá khoảng	Tác động lên giá vốn Q4/2026
HPG	Lò cao	93,0 (101,2)	99,6	93,0–148,5	giữa T7/2026	Quý 3: quặng 97,7, than mỡ 247,5E; −5 USD/t so với Q3
HSG	Tôn mạ	84,9 (99,4)	99,2	84,9–113,0	cuối T7/2026 (giao T8–T9)	Quý 3: HRC chào 533–580 USD, thấp hơn lô 547–608 trong giá vốn Q3
NKG	Tôn mạ	109,9 (122,7)	130,5	102,6–154,9	cuối T6/2026	Cuối quý 2 đến đầu quý 3
GDA	Tôn mạ	91,2 (119,0)	96,7	70,1–119,0	giữa T7/2026	Quý 3
DTL	Tôn mạ	181,4 (135,2)	178,0	135,2–285,2	giữa T4/2026	Quý 2
TVN	Lò điện	45,8 (50,0)	44,7	42,3–59,9	đầu T9/2026	Cuối quý 3, gần như cùng kỳ
TIS	Lò điện	55,1 (68,1)	58,2	50,2–77,1	cuối T8/2026	Quý 3
VGS	Lò điện	31,2 (25,1)	29,4	25,1–34,7	giữa T9/2026	Gần như cùng quý
TLH	Thương mại	135,2 (139,4)	151,0	109,1–192,9	đầu T6/2026	Cuối quý 2
SMC	Thương mại	23,2 (33,1)	31,3	23,2–42,8	cuối T9/2026	Cùng quý

Nguồn: World Bank, Stanmore, SMM; TCBS tổng hợp và ước tính.

4.2. Kiểm chứng: biên gộp đi theo chênh lệch với độ trễ bao lâu

Trong giai đoạn Q1/2024–Q3/2026, thay đổi biên gộp HPG giữa các quý thường cùng chiều với thay đổi chênh lệch giá thép thanh trừ quặng (chưa trừ than), với mỗi 10 USD/tấn chênh lệch tương ứng khoảng 0,93 điểm % biên gộp. Theo mức tuyệt đối, hai chuỗi chỉ tương quan yếu. Trong quý 3/2026, chênh lệch gần như không đổi và biên gộp đạt 19,2%, phù hợp với hướng này.

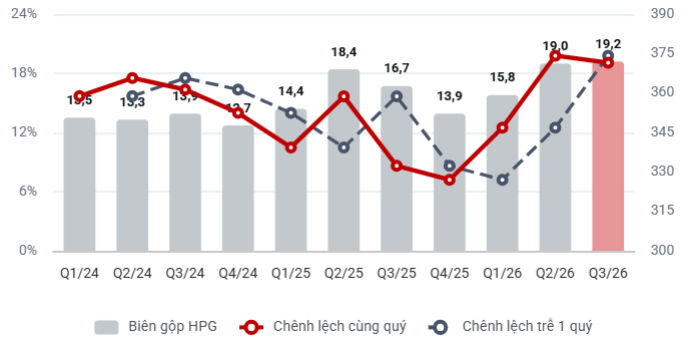
Tính theo giá chào HRC lại cho kết quả khác. Giá chào HRC giảm 19 USD/tấn trong quý và nguyên liệu quý 2 đắt hơn 11 USD, nên chênh lệch theo cách này giảm 26–30 USD/tấn. Trên thực tế, giá bán thực hiện theo tấn tăng 4,4%. Giá chào không phải giá giao.

Hệ số này chỉ dùng để tham khảo. Chuỗi mới có 10 quý, chưa tính than mỡ, yếu tố đã thêm khoảng 7 USD/tấn vào giá vốn quý 3, và kết quả thay đổi nhiều theo giá thép thanh tháng 5/2025. Vì vậy, báo cáo không dùng hệ số này để ước tính biên quý.

Với tôn mạ, biên gộp HSG và NKG bám sát chênh lệch giữa giá thép cùng quý và giá quặng quý trước. Áp vào quý 3, cách tính này cho biên HSG 13,1% và NKG 8,5%, gần với thực tế 12,0% và 9,0%.

Biên gộp HPG và chênh lệch thép thanh trừ quặng

%, trục trái; USD/tấn thép, trục phải



Nguồn: VSA, World Bank; TCBS tổng hợp và ước tính

Thay đổi biên gộp HPG theo thay đổi chênh lệch

trục ngang: USD/tấn so với quý trước; trục dọc: điểm %



Nguồn: VSA, World Bank; TCBS tổng hợp và ước tính

HỆ SỐ TƯƠNG QUAN VÀ ĐỘ NHẠY ƯỚC LƯỢNG (THAM KHẢO), Q1/2024–Q3/2026

Mã	Biến giải thích	Độ trễ	Số điểm	Hệ số tương quan	Điểm % biên / 10 USD
HPG	Chênh lệch thép thanh − 1,6 × quặng (mức)	0 quý	11	0,36	0,57
HPG	Chênh lệch thép thanh − 1,6 × quặng (mức)	1 quý	10	−0,01	−0,02
HPG	Giá thép quý t − 1,6 × quặng quý t−1 (mức)	giá vốn trễ 1 quý	11	0,53	1,05
HPG	**Thay đổi chênh lệch so với quý trước**	0 quý	10	**0,72**	**0,93**
HSG	Thay đổi giá quặng	1 quý	11	0,26	0,55
HSG	Giá thép quý t − 1,6 × quặng quý t−1	giá vốn trễ 1 quý	11	0,66	0,85
NKG	Thay đổi giá quặng	1 quý	11	0,03	0,10
NKG	Giá thép quý t − 1,6 × quặng quý t−1	giá vốn trễ 1 quý	11	0,64	1,50
TVN	Thay đổi giá thép thanh so với quý trước	0 quý	10	0,79	0,49

Nguồn: VSA, World Bank; TCBS tổng hợp và ước tính.

4.3. Doanh nghiệp nào chuyển được giá sang người mua

Biên gộp HPG tính theo tấn tăng từ 19,0% quý 2 lên 19,2% quý 3/2026, do doanh thu mỗi tấn tăng 4,4%, nhanh hơn mức tăng 4,2% của giá vốn mỗi tấn.

- **Giá bán thực hiện đóng góp 3,4 điểm %.** Con số này không thuần là giá, vì HRC chiếm hơn 2,0 trong 3,8 triệu tấn và làm cả giá bán lẫn giá vốn mỗi tấn tăng. Doanh thu và giá vốn mỗi tấn tính trên số hợp nhất, gồm cả nông nghiệp và bất động sản, nên mức tăng không thuần là giá thép.
- **Quặng và than mang sang từ quý 2 làm giảm khoảng 1,8 điểm %.** Mức này tương ứng 11 USD/tấn.
- **Các chi phí khác trên mỗi tấn làm giảm 1,5 điểm %.**

Quy mô không giải thích được biến động giữa hai quý liền nhau, vì sản lượng chỉ tăng 8% so với quý trước. Lợi ích của Dung Quất 2 thể hiện ở mức biên, tăng từ 13–14% năm 2024 lên 19% trong hai quý gần nhất.

Nhóm lò điện không có quyền đặt giá, vì giá thép thanh do HPG dẫn dắt dựa trên chi phí lò cao. Biên gộp TVN, TIS, VGS trong tám quý tới Q3/2026 đều dương, trong khoảng 2,5–6,6%, nên nhóm này hoạt động sát hòa vốn với biên thấp, chưa lỗ gộp như mô hình chi phí cho thấy (mục 2.2).

Tôn mạ chuyển được giá nhưng không đối xứng. Sau khoản lãi tồn kho quý 2, biên gộp quý 3 giảm nhưng mức giảm nhỏ hơn mức tăng trước đó: HSG giảm 3,2 điểm % xuống 12,0%, NKG giảm 1,5 điểm % xuống 9,0%. Tỷ lệ chuyển giá riêng của kẽm chưa đo được, nên tỷ lệ 67% ở mục 5 là giả định chuyển giá đối xứng của TCBS.

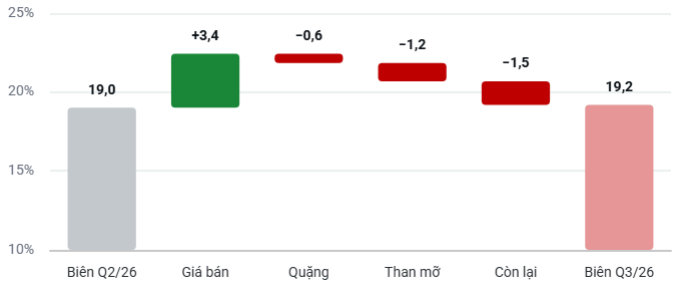
BIÊN LỢI NHUẬN QUÝ ĐI THEO GIÁ BÁN THỰC TẾ, KHÔNG THEO GIÁ CHÀO

Với tôn mạ, giá HRC trong giá vốn quý 3 được suy từ giá chào, cao hơn quý 2 khoảng 50–80 USD/tấn và nhiều khả năng cao hơn giá mua thực tế. Trong khi đó, giá tôn xuất khẩu được duy trì và NKG tăng sản lượng xuất khẩu 30%.

Với HPG, sản lượng và giá bán thực hiện trong một quý biến động mạnh hơn nguyên liệu. Vì vậy, mô hình lấy giá bán theo doanh thu mỗi tấn của quý gần nhất cộng độ trễ hợp đồng khoảng 1–2 tháng, không dùng thẳng giá chào (mục 5.1).

Phân tách thay đổi biên gộp HPG, Q2/2026 → Q3/2026

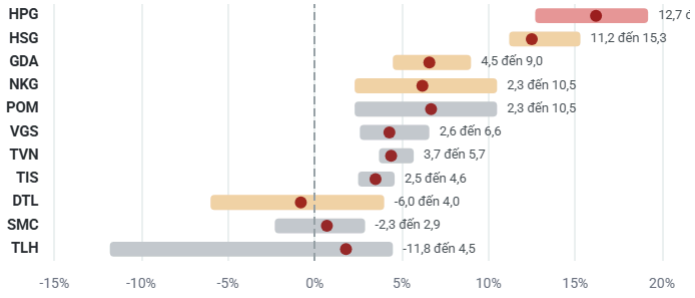
điểm %; theo tấn, giá vốn trễ một quý, định mức 1,6 t quặng + 0,7 t than mỡ



Nguồn: World Bank, Stanmore, SMM; TCBS tổng hợp và ước tính

Biên độ biên gộp tám quý, Q4/2024–Q3/2026

%, thanh: thấp nhất đến cao nhất; chấm: bình quân



Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

KHẢ NĂNG CHUYỂN GIÁ THEO NHÓM CÔNG NGHỆ

Nhóm	Cơ chế giá bán	Khả năng chuyển giá	Độ trễ giá vốn	Bằng chứng số
Lò cao HPG	Tự chào giá HRC hàng tháng, giao theo hợp đồng ký trước 1–2 tháng; dẫn giá thép thanh	Cao, đủ sau khoảng hai quý	~93–100 ngày, 1 quý	Biên 12,7–19,2%, bình quân 16,2%. Thay đổi biên theo thay đổi chênh lệch: 0,93 điểm %/10 USD cùng quý, lý thuyết 1,84.
Lò điện TVN, TIS, VGS, POM	Theo giá thép thanh do HPG dẫn; giá phế theo thị trường quốc tế	Thấp	31–55 ngày, dưới 1 quý	Biên TVN 3,7–5,7%, TIS 2,5–4,6%, VGS 2,6–6,6%; POM 2,3–10,5% (7 quý). Biên dương nhưng thấp, sát hòa vốn
Tôn mạ HSG, NKG, GDA, DTL	HRC + kẽm/nhôm; giá tôn cạnh tranh với hàng nhập và thị trường xuất khẩu	Trung bình, bất đối xứng theo chiều giá HRC	85–181 ngày, 1–1,5 quý	Biên HSG 11,2–15,3%, NKG 2,3–10,5%, GDA 4,5–9,0%. Q3/2026: HSG −3,2 điểm %, NKG −1,5 điểm % q/q
Thương mại SMC, TLH	Mua đi bán lại theo giá thị trường	Không, chỉ hưởng chênh lệch thời điểm	23–135 ngày	Biên SMC −2,3–2,9%, TLH −11,8–4,5%; TLH lỗ gộp 11,8% ở Q4/2024 khi HRC giảm

Nguồn: giá chào HRC của Hòa Phát và Formosa; TCBS tổng hợp và ước tính.

- **Biên gộp HPG quý 3 đạt 19,2%, phù hợp với hướng của chênh lệch giá thép thanh trừ quặng.** Tính theo giá chào HRC thì biên thấp hơn nhiều, nên đánh giá biên quý phải dựa trên giá giao. Giá vốn quý 4 của HPG mang nguyên liệu quý 3, rẻ hơn khoảng 5 USD/tấn, và mục 5.1 dùng mức này.

5. Độ nhạy lợi nhuận và kịch bản theo doanh nghiệp

Biên HPG Q4/2026E ước 16,5–18,5%. Than mỡ là giả định nhạy nhất của năm 2027: than 250 thay vì 230 làm lợi nhuận HPG giảm 24,5%

5.1. Q3/2026 thực tế và ước tính Q4/2026E

Biên gộp Q3/2026 cao chủ yếu nhờ giá bán thực hiện, với doanh thu mỗi tấn của Hòa Phát tăng 4,4% so với Q2 dù giá chào HRC giảm (phân tách ở mục 4.3).

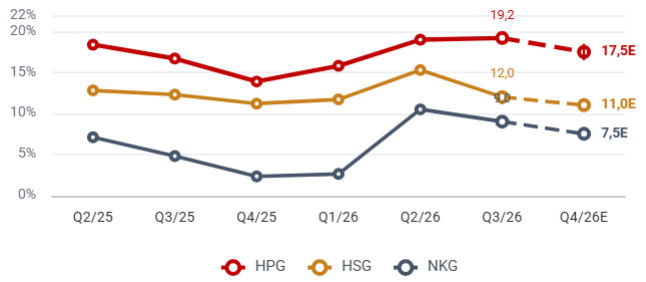
Chúng tôi ước tính biên gộp Q4/2026 của HPG ở mức 16,5–18,5%E, điểm giữa 17,5%, thấp hơn Q3 khoảng 1,7 điểm %. Với 93 ngày tồn kho, giá vốn Q4 phản ánh nguyên liệu mua trong Q3, rẻ hơn lô nằm trong giá vốn Q3 khoảng 5 USD/tấn, trong khi HRC giao Q4 chủ yếu theo hợp đồng ký T8–T10 và thấp hơn lô giao Q3 khoảng 20–25 USD/tấn.

Giá bán bình quân vì vậy giảm khoảng 12 USD/tấn, làm biên giảm xuống khoảng 18,5% trước yếu tố mùa vụ. Biên Q4/2025 từng giảm 2,8 điểm %, nên chúng tôi trừ thêm 0–2 điểm cho mùa vụ, và giả định này quyết định độ rộng của dải ước tính.

Biên HSG ước khoảng 10–12%E và NKG 6–9%E, vì HRC mua trong Q3 rẻ hơn Q2 khoảng 22 USD/tấn nhưng giá kẽm Q3 bình quân cao hơn Q2 11%. Biên cả nhóm ước khoảng 12,5–13,5%E, trên ngưỡng 12%. Biên nhóm chỉ xuống dưới 12% khi biên HPG dưới 16% và biên nhóm trừ HPG dưới 6%.

Biên gộp theo quý và Q4/2026E

%; nét đứt là TCBS ước tính Q4/26E, vạch dọc là dải HPG 16,5–18,5%



Nguồn: Q4/2026E: TCBS ước tính; TCBS tổng hợp và ước tính

Q3/2026 thực tế và Q4/2026E

Biên gộp, % và điểm %

Chỉ tiêu	HPG	HSG	NKG	Nhóm
Biên gộp Q2/2026	19,0%	15,3%	10,5%	14,6%
Thực tế Q3/2026	**19,2%**	**12,0%**	**9,0%**	**14,1%**
Ngày tồn kho Q3/2026	93	85	110	–
Q4/2026E, điểm giữa	**17,5%**	**11,0%**	**7,5%**	**13,0%**
Khoảng ước tính	16,5–18,5%	10–12%	6–9%	12,5–13,5%
Thay đổi so với Q3	−1,7	−1,0	−1,5	−1,1

Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

CẦU NỐI HPG THEO TẤN: Q2 SANG Q3/2026 THỰC TẾ VÀ GIẢ ĐỊNH Q4/2026E

Chỉ tiêu	Q2/2026	Q3/2026	Thay đổi	Giả định Q4/2026E
Sản lượng bán (triệu tấn)	3,52	3,80	+8%	Duy trì nhịp Q3
Doanh thu/tấn (triệu đồng)	15,68	16,37	+4,4%	HRC −20 đến −25 USD/t, thép xây dựng gần như không đổi: bình quân khoảng −12 USD/t
Giá vốn/tấn (triệu đồng)	12,70	13,23	+4,2%	Quặng + than mang sang −5 USD/t
Lợi nhuận gộp/tấn (triệu đồng)	2,98	3,14	+5,4%	Khoảng −7 USD/t, trừ thêm 0–2 điểm % mùa vụ
Phân tách biên (điểm %)	Giá bán +3,4; quặng −0,6; than −1,2; còn lại −1,5			NVL rẻ hơn Q3 ~5 USD/t (10 khi than Q3 238–242)
Biên gộp	**19,0%**	**19,2%**	**+0,2 điểm %**	**17,5%E (16,5–18,5%)**

Nguồn: công bố HPG; TCBS tổng hợp và ước tính.

5.2. Ma trận độ nhạy: 10 USD/tấn đáng bao nhiêu lợi nhuận

Theo nhịp Q3/2026 quy năm, Hòa Phát sản xuất 14,8 triệu tấn thép thô và bán 8,0 triệu tấn HRC. Mỗi 10 USD/tấn giá quặng tăng làm lợi nhuận trước thuế giảm khoảng 6.070 tỷ đồng/năm, sau thuế 20% bằng 17,7% LNST bốn quý gần nhất. Con số này có thể cao hơn thực tế 10–12%, vì lò thổi có nạp thêm thép phế. Mọi tỷ lệ % LNST trong báo cáo dùng thuế suất 20% cho cả năm mã. Thuế suất thực tế bốn quý của HPG khoảng 13%, nên tác động sau thuế của HPG cao hơn khoảng 9%.

Than mỡ tăng 10 USD/tấn làm lợi nhuận giảm 2.655 tỷ đồng, bằng 7,7% LNST. Ở chiều ngược lại, giá HRC tăng 10 USD mang về 2.050 tỷ đồng, và khi giá thép xây dựng và phôi tăng theo, phần lợi từ giá bán lên khoảng 3.900 tỷ đồng, bằng 64% tác động của quặng.

Xuất khẩu đưa sản lượng Q3 của NKG lên khoảng 254 nghìn tấn, tức 1,0 triệu tấn quy năm. Với tôn mạ, mỗi 10 USD/tấn HRC tương đương 390 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế của HSG, bằng 50% LNST bốn quý, và 269 tỷ đồng của NKG, bằng 89% LNST bốn quý. Kẽm tăng 100 USD/tấn làm lợi nhuận hai công ty giảm lần lượt 19% và 34%.

Đây là mức tối đa khi giá tôn không đổi. Khi doanh nghiệp chuyển 67% chi phí sang giá tôn, tác động 50% của HSG giảm xuống khoảng 17%, còn tác động của kẽm có thể thấp hơn 30–40% với cơ cấu nhiều tôn lạnh và ống đen.

Với TVN, khoảng 1.048 tỷ đồng trong LNST bốn quý 1.785 tỷ là lãi thoái vốn, nên tỷ giá biến động 1% tương đương 9% LNST báo cáo nhưng 22% lợi nhuận cốt lõi.

MA TRẬN ĐỘ NHẠY LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ/NĂM KHI GIÁ NGUYÊN LIỆU TĂNG (GIÁ GIẢM: ĐỔI DẤU)

Mã	Sản lượng dùng để tính (triệu tấn/năm)	Quặng +10 USD/t		Than mỡ +10 USD/t		HRC +10 USD/t		Kẽm +100 USD/t		VND mất giá 1%	
		tỷ đồng	% LNST	tỷ đồng	% LNST	tỷ đồng	% LNST	tỷ đồng	% LNST	tỷ đồng	% LNST
HPG	Thép thô 14,8; HRC bán 8,0; tôn mạ 0,38E	−6.068	−17,7%	−2.655	−7,7%	+2.050	+6,0%	−39	−0,1%	−1.255	−3,7%
TVN	Gang lò cao TIS 0,25E	−102E	−4,6%	−45E	−2,0%	–	–	–	–	−204E	−9,2%
HSG	Tôn, ống 1,45	–	–	–	–	−390	−50,1%	−149	−19,1%	−280	−36,0%
NKG	Tôn, ống 1,0 (Q3 × 4)	–	–	–	–	−269	−88,6%	−102	−33,7%	−127	−41,8%
GDA	Tôn, ống 0,69E	–	–	–	–	−186	−57,8%	−71	−22,0%	−115	−35,8%

Nguồn: công bố doanh nghiệp; TCBS tổng hợp và ước tính.

5.3. Ba kịch bản giá cho Q4/2026–2027

Kịch bản cơ sở 2027 làm lợi nhuận trước thuế của Hòa Phát giảm khoảng 2.840 tỷ đồng, tức 8,3% LNST bốn quý. Nguyên nhân là mốc so sánh cao. HRC bình quân bốn quý gần nhất là 547 USD/tấn (E), nên HRC 520 năm 2027 làm lợi nhuận giảm 10.380 tỷ đồng, lớn hơn 7.540 tỷ đồng tiết kiệm được từ quặng 90 và than 230.

- **Giá than là giả định nhạy nhất.** Mức 230 thấp hơn giá giao ngay khoảng 12%. Với than 2027 ở mức 250, kết quả của HPG giảm xuống khoảng −24,5% LNST. Kịch bản dùng sản lượng 2027 là 15,5 triệu tấn, nên mỗi 10 USD than tương đương 2.780 tỷ đồng.
- **HRC 520 phản ánh giá nhập khẩu.** Giá chào nội địa đang cao hơn hàng ASEAN và Trung Quốc, nên giá nội địa có thể tiến dần về giá nhập khẩu.
- **Giá tháng 11 duy trì cả năm.** Kết quả của HPG gần như không đổi, khoảng +0,7% LNST. Tôn mạ chịu bất lợi do HRC và kẽm cùng cao hơn mốc, lợi nhuận HSG giảm 36,9% và NKG giảm 61,9%.

Giá than 260 USD/tấn trong kịch bản bất lợi chỉ ngang giá giao ngay ngày 10/11, nhưng khi đi cùng HRC 500, mức than này làm lợi nhuận HPG giảm khoảng 23.950 tỷ đồng, tức 70% LNST. Ở mức cảnh báo 280 của mục 6, mức giảm là khoảng 86% (E).

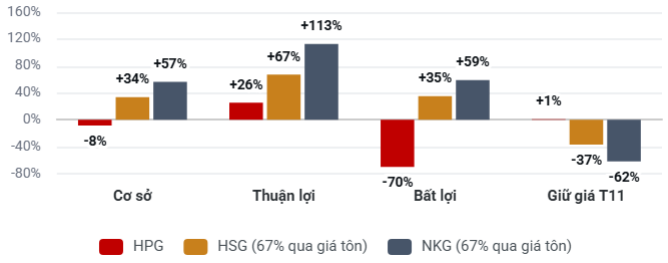
GIẢ ĐỊNH GIÁ VÀ CHÊNH LỆCH THEO KỊCH BẢN (USD/TẤN)

Chỉ tiêu	BQ 4 quý Q4/25–Q3/26	Giữ giá T11/2026	Q4/2026E cơ sở	Bình quân 2027		
				Cơ sở	Thuận lợi	Bất lợi
Quặng sắt 62% Fe	102,3	93	93	**90**	84	98
Than mỡ HCC FOB Úc	229E	260,5	263	**230**	195	260
HRC nội địa/CFR Việt Nam	547E	555	525	**520**	515	500
Kẽm LME	3.425	3.800	3.800	**3.600**	3.200	4.100
Thép xây dựng ròng	518,6	521,5E	521,5E	491,6	486,6	471,6
Chi phí quặng + than/t thép	324,0	331,1	332,9	305,0	270,9	338,8
Chênh lệch lò cao theo HRC	**223,0**	**223,9**	**192,1**	**215,0**	**244,1**	**161,2**
Chênh lệch lò cao theo thép xây dựng	194,6	190,4	188,6	186,6	215,7	132,8
Chi phí HRC + kẽm/t tôn mạ	**711,4**	**734,8**	**703,2**	**690,0**	**668,8**	**689,0**

Nguồn: World Bank, Cbonds, LME/Argus, Mysteel, Westmetall, VSA; TCBS tổng hợp và ước tính.

Tác động phần nguyên liệu tới lợi nhuận 2027E

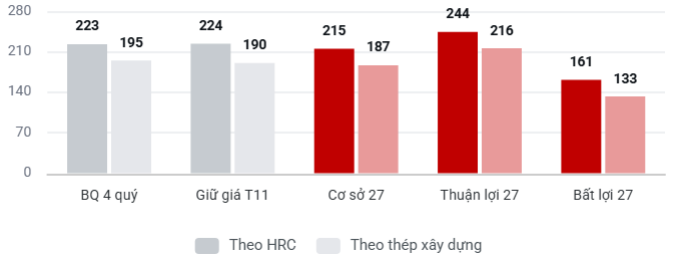
% LNST bốn quý Q4/25–Q3/26; HPG theo giá bán kịch bản, tôn mạ chuyển 67% sang giá tôn, chưa trừ lỗ tồn kho



Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

Giá thép còn lại sau tiền quặng và than mỡ, theo kịch bản

USD/tấn, giá bán − 1,6 × quặng − 0,7 × than mỡ



Nguồn: World Bank, Cbonds, VSA; TCBS tổng hợp và ước tính

Với tôn mạ, kịch bản cơ sở có lợi vì HRC 2027 thấp hơn mốc bốn quý 27 USD/tấn, còn kẽm chỉ cao hơn bình quân khoảng 5%. Ở tỷ lệ chuyển giá 67%, lợi nhuận HSG tăng 262 tỷ đồng và NKG tăng 172 tỷ đồng.

Mô hình này chưa tính lỗ tồn kho. HRC giảm 27 USD/tấn gây lỗ một lần trên HRC tồn kho khoảng 250 tỷ đồng ở HSG và 210 tỷ đồng ở NKG, ngang hoặc vượt phần lợi cả năm. Trong trường hợp kẽm không chuyển được sang giá bán, lợi nhuận HSG giảm 33% ở kịch bản cơ sở và 129% ở kịch bản bất lợi.

TÁC ĐỘNG LNTT 2027E SO VỚI BỐN QUÝ GẦN NHẤT, CHỈ PHẦN NGUYÊN LIỆU VÀ GIÁ BÁN HRC (TỶ ĐỒNG)

Mã / khoản mục	Cơ sở	Thuận lợi	Bất lợi	Giữ giá T11/2026
HPG: chi phí quặng + than (15,5 triệu tấn)	+7.539	+21.083	−5.886	−2.848
HPG: giá bán theo HRC (15,0 triệu tấn)	−10.378	−12.300	−18.066	+3.075
HPG: tổng (% LNST 4 quý)	**−2.840** (−8,3%)	**+8.783** (+25,6%)	**−23.952** (−69,8%)	**+227** (+0,7%; dải −2,0% đến +0,8%)
HSG: giá tôn không đổi	+793	+1.583	+830	−870
HSG: chuyển 67% sang giá tôn (% LNST)	**+262** (+33,6%)	**+522** (+67,1%)	**+274** (+35,2%)	**−287** (−36,9%)
HSG căng thẳng: kẽm chuyển 0% (% LNST)	−260 (−33%)	+334 (+43%)	−1.003 (−129%)	−557 (−72%)
NKG: giá tôn không đổi	+520	+1.037	+544	−570
NKG: chuyển 67% sang giá tôn (% LNST)	**+172** (+56,5%)	**+342** (+112,7%)	**+180** (+59,1%)	**−188** (−61,9%)
NKG căng thẳng: kẽm chuyển 0% (% LNST)	−170 (−56%)	+219 (+72%)	−657 (−216%)	−365 (−120%)

Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính.

5.4. Tác động tới từng mã

HPG ở vùng hấp dẫn. Định giá đang thấp, nhưng mức định giá này chỉ hấp dẫn khi biên gộp duy trì từ 16%, và khoảng cách tới ngưỡng này đang hẹp.

- **Ngưỡng đánh giá lại.** Chúng tôi đánh giá lại nhận định khi cả hai điều kiện cùng xảy ra: than bình quân quý trên 250 USD/tấn hai quý liên tiếp và biên gộp quý dưới 16%. Than Q4/2026 tính tới 13/11 khoảng 263E, mới vượt mức 250 ở quý thứ nhất.
- **Biên Q4E vẫn trên ngưỡng.** Than Q3 khoảng 247,5E vào giá vốn Q4, nhưng mức thấp của dải biên Q4E vẫn là 16,5%, sát ngưỡng 16%.
- **Định giá thấp hơn trung vị.** Giá 21.150 đồng ngày 13/11 tương ứng P/E trượt 6,6 lần, thấp hơn trung vị 8,4 lần. Loại khoảng 4.100 tỷ đồng lãi ngoài hoạt động kinh doanh trước thuế ở Q1/2026, P/E cốt lõi khoảng 7,5 lần. P/B 1,2 lần thấp hơn trung vị 1,5 lần, trong khi ROE đạt 20%.
- **Nhận định dựa vào sản lượng 2027.** Theo kịch bản cơ sở chưa tính sản lượng tăng thêm, P/E 2027 trên lợi nhuận cốt lõi khoảng 8,3 lần, ngang trung vị. Phần sản lượng tăng thêm năm 2027 (mục 7.1) là yếu tố giữ HPG ở vùng hấp dẫn.
- **P/E thấp là đặc điểm chu kỳ.** Giai đoạn 2021–2022, HPG giao dịch ở 4,2–5,8 lần ngay trước khi lợi nhuận giảm mạnh.

HSG, NKG và TVN cần thêm xác nhận, với lý do khác nhau ở từng mã.

- **HSG và NKG: biên giảm, giá đã tăng trước.** Biên gộp Q3 giảm 3,2 và 1,5 điểm % so với Q2. Từ cuối quý 3, NKG tăng 31,7% và HSG tăng 9,5%, đưa P/E trượt lên 25,5 và 14,2 lần.
- **Điều kiện của HSG.** Biên phải trên 13% hai quý liên tiếp. Với biên Q4/2026 ước 11%E, điều kiện này sớm nhất được kiểm chứng ở KQKD Q2/2027.
- **Điều kiện của NKG.** Giá chào HRC giữ trên 500 USD/tấn và số ngày tồn kho giảm dưới 100 ngày (Q3: 110 ngày), để hạn chế lỗ tồn kho khoảng 210 tỷ đồng (E).
- **TVN: lợi nhuận chủ yếu từ thoái vốn.** P/E trượt 3,5 lần thấp do khoảng 1.048 tỷ đồng lãi thoái vốn. P/E trên lợi nhuận cốt lõi khoảng 8,3 lần, chưa rẻ khi ROE cốt lõi chỉ khoảng 6%, lợi nhuận cốt lõi biến động mạnh giữa các quý và EBIT chỉ bằng 1,0 lần chi phí lãi vay.
- **Điều kiện của TVN.** Tiền thoái vốn được dùng để giảm nợ và biên gộp mảng thép vượt 5% hai quý liên tiếp.

6. Rủi ro và chỉ báo theo dõi

Than mỡ là rủi ro lớn nhất và đã vượt ngưỡng quý, còn rủi ro năng lượng giảm khi Brent về dưới 100 USD

6.1. Năm rủi ro nguyên liệu

(1) Than mỡ ở mức cao, thu hẹp biên lò cao. Than mỡ FOB Úc bình quân Q4/2026 tính tới nay khoảng 263E, vượt ngưỡng 250. Mỗi 10 USD giá than làm LNTT của HPG giảm khoảng 2.655 tỷ đồng/năm, bằng 7,7% LNST bốn quý, và rủi ro tập trung ở thép xây dựng cùng khả năng HRC nội địa giảm về gần giá nhập ASEAN.

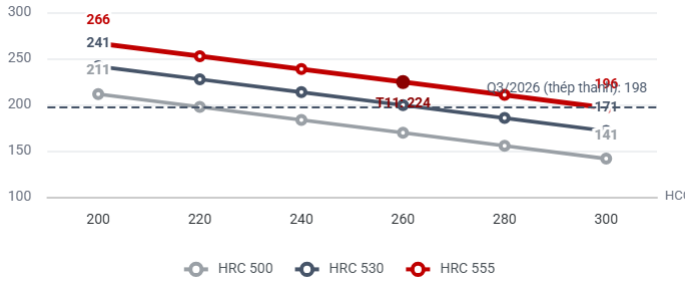
Rủi ro này có giới hạn. Than Q3 khoảng 247,5E sẽ vào giá vốn Q4, và với mức này biên gộp HPG Q4 vẫn ước 16,5–18,5%, không thấp hơn ngưỡng đánh giá lại 16% (mục 5.4), và mức cảnh báo sớm là than trên 280 USD/tấn trong một tháng.

Tác động rõ nhất đến qua cước biển và chi phí nhiên liệu cho lò nung. Ngưỡng theo dõi là Brent trên 120 USD/thùng trong một tháng, hoặc EVN tăng giá điện từ 5% trở lên trong một lần.

(2) Biến động giá năng lượng Trung Đông. Giá Brent giao ngay bình quân tăng từ 90,9 USD/thùng trong tháng 8 lên 116,8 trong tháng 9 (World Bank). Giá hợp đồng tương lai gần nhất giảm về 92,57 USD/thùng ngày 9/11 khi căng thẳng Iran hạ nhiệt. Tác động lên ngành thép hạn chế vì than mỡ không tăng theo dầu và EVN đã giảm 2% giá điện từ 1/11/2026.

Giá HRC còn lại sau tiền quặng và than mỡ, theo giá than

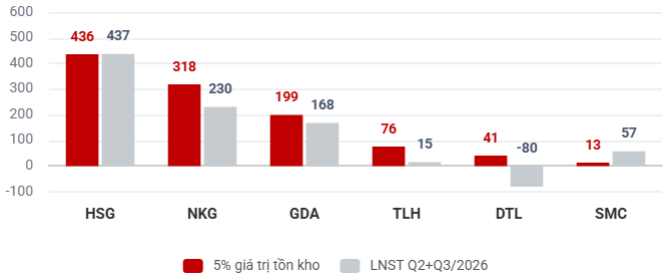
USD/tấn thép; quặng giữ 93 USD/tấn, định mức 1,6 t quặng + 0,7 t than mỡ



Nguồn: Cbonds, Investing.com, LME/Argus; TCBS tổng hợp và ước tính

Tồn kho định giá lại 5% so với lợi nhuận sáu tháng

tỷ đồng; tồn kho tại 30/9/2026, LNST cổ đông mẹ Q2+Q3/2026



Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính

(3) HRC giảm nhanh, lỗ tồn kho ở tôn mạ và thương mại. HRC Trung Quốc FOB ở mức 482,5 USD/tấn ngày 10/11, nhưng giá nội địa chưa giảm theo khi Hòa Phát vẫn chào 555 USD/tấn cho giao T11, cao hơn hàng ASEAN 15–30 USD.

Mỗi 5% giá trị toàn bộ hàng tồn kho, gồm cả thành phẩm, bị định giá lại tương đương 436 tỷ đồng ở HSG và 318 tỷ đồng ở NKG, gần bằng hoặc vượt lợi nhuận sáu tháng. Số ngày tồn kho đã giảm nên hàng giá cao rời kho nhanh hơn. Ngưỡng theo dõi là HPG hoặc Formosa chào dưới 500 USD/tấn hai tháng liên tiếp.

(4) Phôi Trung Quốc ép giá thép thanh của nhóm lò điện. Trung Quốc xuất khoảng 1,61 triệu tấn phôi trong tháng 9, thấp hơn 1,93 triệu tấn của tháng 8, trong khi sản lượng thép thô và xuất khẩu thép cùng giảm, nên áp lực phôi đã qua đỉnh. Nhóm lò điện đang sát hòa vốn nhưng chưa lỗ gộp, nhờ phế thực mua rẻ hơn giá tham chiếu (mục 2.2).

Ngưỡng theo dõi là CB300 dưới 14.000 đồng/kg hai tháng liên tiếp hoặc phôi Trung Quốc xuất trên 2 triệu tấn/tháng, và giá niêm yết CB300 thấp nhất của HPG là 14.210 đồng/kg, cách ngưỡng 1,5%.

(5) Kẽm và nhôm ở mức cao. Kẽm LME giảm từ 4.060 USD/tấn ngày 25/9 xuống khoảng 3.800. Mỗi 100 USD giá kẽm giảm làm chi phí giảm khoảng 4 USD trên mỗi tấn tôn, nên đợt giảm vừa qua giúp tiết kiệm khoảng 10 USD/tấn và rủi ro này xếp cuối.

Biên gộp HSG giảm từ 15,3% xuống 12,0% trong Q3, nhưng nguyên nhân chính là HRC. Ngưỡng theo dõi là kẽm bình quân tháng trên 4.300 USD/tấn, cách giá hiện tại 13%.

Simandou không nằm trong danh sách rủi ro. Giá quặng đã giảm xuống 91,05 USD/tấn ngày 27/10, mức thấp nhất 25 tháng và nằm trong dải dự báo 2027 là 84–95. Giá giảm nhanh hơn dự kiến là thuận lợi, còn rủi ro chỉ xuất hiện khi quặng bình quân Q1/2027 quay lại trên 100 USD/tấn. Tỷ giá trung tâm đạt đỉnh 25.646 ngày 14/10, hiện cách ngưỡng 26.000 của mục 2.3 khoảng 1,5%.

XẾP HẠNG NĂM RỦI RO NGUYÊN LIỆU

#	Rủi ro	Xác suất	Tác động	Mã chịu nhiều nhất	Ngưỡng đánh giá lại
1	Than mỡ ở mức cao, HRC giảm: thu hẹp biên lò cao	Trung bình – cao	Cao	HPG	HCC BQ quý > 250 hai quý và biên gộp HPG < 16%; cảnh báo: > 280 một tháng
2	Biến động giá năng lượng Trung Đông	Đã xảy ra	Trung bình	HPG; lò điện qua giá điện	Brent > 120 USD/thùng một tháng hoặc EVN tăng giá điện ≥ 5%
3	HRC giảm nhanh, lỗ tồn kho	Trung bình	Cao với nhóm nhỏ	NKG, TLH, DTL, GDA, HSG	HPG hoặc Formosa chào HRC < 500 USD/t hai tháng liên tiếp
4	Phôi Trung Quốc ép giá thép thanh	Trung bình	Trung bình	TVN, TIS, VGS, POM	CB300 < 14.000 đồng/kg hai tháng; phôi TQ xuất > 2 tr. tấn/tháng
5	Kẽm, nhôm ở mức cao	Trung bình	Thấp – trung bình	HSG, NKG, GDA, DTL	Kẽm LME > 4.300 USD/t bình quân tháng

Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính.

6.2. Bảng chỉ báo theo dõi hằng tháng

CHỈ BÁO THEO DÕI VÀ NGƯỠNG

Chỉ báo	13/11/2026	Ngưỡng tích cực	Ngưỡng tiêu cực	Trạng thái
Quặng sắt 62% Fe	91,6 (13/11); đáy 91,05 ngày 27/10	≤ 90 USD/t	≥ 110 USD/t	Gần tích cực
Than mỡ HCC FOB Úc	260,5 (10/11); BQ T10 265,8	≤ 230 USD/t	BQ quý > 250 hai quý; > 280 một tháng	Đang thử ngưỡng quý
Thép phế HMS 80:20	~397 CFR Thổ (BQ T10)	≤ 350 USD/t	≥ 420 USD/t	Trung tính
HRC nội địa / TQ FOB	HPG 555 (T11), 555–560 (T12); ASEAN CFR 529; TQ FOB 482,5	≥ 560 USD/t	< 500 USD/t hai tháng	Trung tính
Thép thanh nội địa	HPG CB300 14.210–14.720; CB240 14.920	≥ 15.000 đ/kg	< 14.000 đ/kg hai tháng	Trung tính
Kẽm LME	~3.800; BQ T10 3.784–3.818	≤ 3.500 USD/t	> 4.300 USD/t	Cải thiện
Trung Quốc: thép thô, phôi	Thép thô 9T −2,9%; phôi T9 1,61 tr. tấn	Phôi < 1,5 tr. tấn/tháng	Phôi > 2 tr. tấn/tháng	Trung tính
Brent	92,6 (9/11); BQ T10 ~108 (kỳ hạn)	< 80 USD/thùng	> 120 USD/thùng một tháng	**Đã giảm về dưới 100**
Tỷ giá trung tâm USD/VND	25.623 (5/11); đỉnh 25.646	≤ 25.500	> 26.000	Trung tính
Giá bán lẻ điện EVN	2.159,9 đ/kWh (−2%, từ 1/11/2026)	Không đổi đến hết 2026	Tăng ≥ 5% một lần	Cải thiện
Ngày tồn kho tôn mạ, thương mại (quý)	Q3: HSG 85; GDA 91; NKG 110; TLH 135; DTL 181	< 100 ngày trước khi HRC giảm	> 150 ngày trong quý HRC giảm	Cải thiện

Nguồn: Investing.com, Yieh, Cbonds, GMK Center, BigMint, Kallanish, SMM, LME/Argus, Mysteel, Westmetall, World Bank, OIES, Reuters, NHNN, EVN; TCBS tổng hợp và ước tính.

Brent đã giảm về 92,6 USD/thùng ngày 9/11, xa ngưỡng theo dõi 120, trong khi than mỡ Q4 tính tới nay khoảng 263E và đã vượt ngưỡng quý 250. Ba chỉ báo nghiêng về phía tích cực: quặng 91,6 USD/tấn ngày 13/11 cách ngưỡng 90 chưa tới 2%, kẽm khoảng 3.800 cách xa ngưỡng 4.300, và EVN giảm 2% giá điện từ 1/11. Các ngưỡng giá đều cần duy trì ít nhất một tháng, nên một điểm giá tuần không đủ để đánh giá lại nhận định.

7. Kết luận

Giá quặng đã giảm nhưng than mỡ vẫn ở mức cao, trong khi giá bán thực hiện quyết định biên trong một quý nhiều hơn nguyên liệu

7.1. Luận điểm tích cực và ngưỡng giữ luận điểm

Quặng đã vào vùng dư cung. Giá quặng 62% Fe ở khoảng 91,6 USD/tấn ngày 13/11, gần mức thấp nhất 25 tháng. Giá giao ngay đã nằm trong dải dự báo 2027 là 84–95 USD/tấn, và kịch bản cơ sở đặt giá quặng 2027 ở 90. Năm 2027, so với bốn quý gần nhất, HPG tiết kiệm khoảng 7.540 tỷ đồng chi phí quặng và than trước khi tính giá bán. Luận điểm suy yếu khi quặng bình quân Q1/2027 quay lại trên 100 USD/tấn.

Sản lượng và giá bán thực hiện hỗ trợ lợi nhuận nhiều hơn mức mô hình nguyên liệu cho thấy. HPG bán 3,8 triệu tấn trong Q3, tăng 54% so với cùng kỳ, và LNST 9 tháng 23.746 tỷ đồng đã vượt 8% kế hoạch năm. Với biên Q4 16,5–18,5% và doanh thu Q4 bằng Q3, LNST 2026 ước khoảng 31.000 tỷ đồng (E), gấp đôi năm 2025. Năm 2027, sản lượng tăng thêm khoảng 1,7 triệu tấn có thể mang lại tối đa khoảng 5.000 tỷ đồng lợi nhuận gộp (E), lớn hơn mức giảm 2.840 tỷ của kịch bản cơ sở. Ngưỡng giữ luận điểm là biên gộp quý từ 16%.

7.2. Luận điểm rủi ro và ngưỡng đánh giá lại

Than mỡ là rủi ro lớn nhất. Mỗi 10 USD/tấn than tăng thêm làm LNTT của HPG giảm khoảng 2.655 tỷ đồng/năm, bằng 7,7% LNST bốn quý. Kịch bản cơ sở giả định than 2027 ở 230, thấp hơn giá giao ngay khoảng 12%, và với than quanh 250, kết quả của HPG là −24,5% thay vì −8,3%. Mức cảnh báo sớm là 280 USD/tấn trong một tháng.

Tôn mạ: HRC giảm có lợi cho năm 2027, nhưng giá nội địa chưa giảm. HRC Trung Quốc FOB 482,5 USD/tấn, hàng ASEAN chào 529 CFR, nhưng Hòa Phát chào khoảng 555–560 cho giao T11–T12.

- **Kịch bản cơ sở có lợi.** Ở tỷ lệ chuyển giá 67%, HSG tăng 262 tỷ đồng và NKG tăng 172 tỷ. Lỗ tồn kho một lần khoảng 250 tỷ và 210 tỷ (E) gần bằng hoặc vượt phần lợi này.
- **Giá tháng 11 bất lợi.** Với giá tháng 11 không đổi suốt 2027, LNST của HSG và NKG giảm khoảng 37% và 62%, vì HRC và kẽm cùng cao hơn bình quân bốn quý.

Lò điện sát hòa vốn, giá năng lượng đã hạ nhiệt. Mô hình chi phí đặt lò điện dưới hòa vốn ở giá phế tham chiếu, nhưng biên gộp thực tế vẫn dương nhờ phế mua rẻ hơn (mục 2.2). Brent đã giảm về 92,6 USD/thùng ngày 9/11 và EVN giảm 2% giá điện từ 1/11. Ngưỡng theo dõi là Brent trên 120 USD/thùng một tháng và CB300 dưới 14.000 đồng/kg hai tháng liên tiếp.

BỐN MỐC THEO DÕI ĐẾN Q2/2027

#	Mốc	Chỉ báo và ngưỡng	Tác động khi chạm ngưỡng
1	Than mỡ bình quân Q4/2026 và Q1/2027	Trên 250 USD/tấn hai quý; tháng trên 280	Q4 ~263E đã trên 250; thêm Q1/2027 là đủ điều kiện về than để đánh giá lại nhận định HPG
2	BCTC Q4/2026 (cuối T1/2027)	Biên HPG so với 16,5–18,5%E; dưới 16%	Dưới 16% cùng than trên 250 hai quý: đánh giá lại vùng hấp dẫn của HPG
3	Giá chào HRC HPG, Formosa và kẽm LME, hằng tháng	HRC dưới 500 USD/tấn hai tháng; kẽm trên 4.300	Lỗ tồn kho tôn mạ lớn hơn mức 250/210 tỷ (E); điều kiện hạ quan điểm toàn ngành
4	BCTC Q1–Q2/2027; quặng bình quân Q1/2027	Biên HSG trên 13% hai quý; quặng trên 100 USD/tấn	HSG đủ điều kiện xác nhận; luận điểm quặng dư cung đến muộn hơn

Nguồn: TCBS tổng hợp và ước tính.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

*Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.*

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.