

SUGAR No.11 (SB — ICE Futures U.S.)

Bản chất sản phẩm, quy chuẩn, cấu trúc lợi nhuận và các yếu tố định giá — góc nhìn Việt Nam

Ngày lập: 04/09/2026 | **Phạm vi:** Đường thô mía (ICE SB No.11), đối chiếu ngành mía đường Việt Nam | **Mục đích:** Tài liệu nền phục vụ nghiên cứu và giao dịch

NỘI DUNG

- Bản chất sản phẩm và đặc tả hợp đồng
- Quy chuẩn chất lượng: thế giới và Việt Nam
- Công dụng và vai trò của SB11 trong chuỗi giá trị
- Tác động đến Việt Nam và các kênh truyền dẫn
- Vì sao Việt Nam nhập siêu đường
- Năng suất, chữ đường và cấu trúc chi phí
- Lợi nhuận ngành: Việt Nam so với thế giới
- Các yếu tố quyết định giá đường thế giới
- Điều kiện cần và danh mục kiểm tra giao dịch

I. BẢN CHẤT SẢN PHẨM VÀ ĐẶC TẢ HỢP ĐỒNG

Sugar No.11 không phải là "giá đường" nói chung. Nó là **giá đường thô mía, giao FOB lên tàu tại cảng nước xuất khẩu**. Ba chữ FOB quyết định toàn bộ cách diễn giải:

- Giá SB là giá tại chân hàng của nước xuất khẩu — chưa có cước tàu, bảo hiểm, chưa qua tinh luyện, chưa có thuế.
- Nó phản ánh **áp lực bán của nhà sản xuất**, không phản ánh nhu cầu của nước nhập khẩu. Khi Brazil cần bán, SB giảm, kể cả khi Indonesia hay Trung Quốc đang thiếu đường.
- Hàng cơ sở là raw 96 pol, nên SB là giá **nguyên liệu đầu vào**, không phải giá thành phẩm bán lẻ.

Đặc tả hợp đồng

Hạng mục	Nội dung
Mã sản	SB — ICE Futures U.S. (chuỗi liên tục: SBc1 / SB1!)
Hàng cơ sở	Đường thô mía, độ phân cực trung bình 96 độ
Quy mô hợp đồng	112.000 lbs = 50 long tons
Yết giá	US cent/lb
Tick tối thiểu	0,01 cent = 11,20 USD/lot ; biến động 1 cent = 1.120 USD/lot
Tháng đáo hạn	March (H), May (K), July (N), October (V) — không có tháng 12
Điều kiện giao	FOB lên tàu người mua chỉ định tại cảng nước xuất xứ
Quy đổi	1 US cent/lb $\approx$ 22,05 USD/tấn

Hợp đồng liên quan và spread cần theo dõi

- White Sugar No.5** (London, USD/tấn, 50 tấn) — đường trắng tinh luyện
- Sugar No.16** — thị trường nội địa Mỹ, có hạn ngạch, giá tách rời thế giới
- White Premium** (No.5 — No.11) — biên lợi nhuận của nhà máy tinh luyện, chỉ báo về năng lực tinh luyện toàn cầu
- Spread lịch** H/K, K/N, N/V và đặc biệt V/H (bắc cầu giữa hai niên vụ)

Ai đứng sau bảng giá: nhà máy Brazil bán hedge, quỹ macro và CTA giao dịch xu hướng, cùng một nhóm rất nhỏ nhà giao dịch vật chất (Alvean, Wilmar, Sucden, Czarnikow). Nhóm cuối tuy ít nhưng là nhóm sẵn sàng nhận hàng thật khi đáo hạn, nên hành vi của họ ở kỳ hạn gần mang tính quyết định.

II. QUY CHUẨN CHẤT LƯỢNG: THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM

2.1. Ba lớp chuẩn quốc tế — không được trộn lẫn

Lớp	Nội dung
Chuẩn giao dịch	Điều khoản chất lượng trong hợp đồng ICE (96 pol) — chỉ dùng cho giao nhận futures
Chuẩn kỹ thuật	ICUMSA — phương pháp đo màu, độ phân cực, tro dẫn điện, độ ẩm, đường khử
Chuẩn thực phẩm	Codex Stan 212-1999 (Sugars), JECFA, FDA GRAS, quy định EU

Thang phân loại theo đơn vị màu ICUMSA: đường thô (~1.200–2.000 IU) → VHP/VVHP (~600–1.200) → đường trắng RS (45–150) → đường tinh luyện RE (<45). Mã HS liên quan: 1701.13, 1701.14, 1701.91, 1701.99, 1702.90.

Chúng nhận thương mại thường gặp: Bonsucro, Fairtrade, Organic, Non-GMO, ISO 22000 / FSSC 22000, HACCP, Halal, Kosher.

2.2. Tiêu chuẩn Việt Nam

Tiêu chuẩn	Nội dung
TCVN 6958:2023	Đường tinh luyện — thay thế TCVN 6958:2001 và TCVN 7270:2003. Nhiều tài liệu lưu hành vẫn trích bản 2001, cần cập nhật.
TCVN 7968:2008	Đường — hoàn toàn tương đương CODEX STAN 212:1999 và Sửa đổi 1-2001; thay thế TCVN 6959:2001
Phương pháp thử	TCVN 4837 (lấy mẫu), TCVN 6333 (độ màu), TCVN 6330 (độ phân cực), TCVN 7965 (tro dẫn điện), TCVN 6960 (đường khử)
QCVN 01-98:2012/BNNPTNT	Chỉ tiêu tạp chất và chữ đường đối với mía nguyên liệu cho nhà máy chế biến
An toàn thực phẩm	QCVN 8-2:2011/BYT (kim loại nặng), Nghị định 15/2018 (tự công bố), ghi nhãn theo ND 43/2017 và 111/2021

2.3. Chính sách thương mại — lớp quyết định giá nội địa

- **Hạn ngạch thuế quan WTO**, phân giao bằng đấu giá hằng năm. Năm 2024: 121.000 tấn cho 7 thương nhân. Năm 2025: 100.000 tấn được phân giao cho 5 doanh nghiệp (Đường Việt Nam, Mía đường Lam Sơn, Thành Thành Công – Biên Hòa, Agris Tây Ninh, Agris Ninh Hòa).
- **QĐ 1578/QĐ-BCT (15/6/2021)** — thuế chống bán phá giá 42,99% + chống trợ cấp 4,65% = **47,64%** với đường mía Thái Lan.
- **QĐ 1514/QĐ-BCT (01/8/2022)** — chống lẩn tránh, mở rộng sang Campuchia, Malaysia, Myanmar, Lào, Indonesia.
- **QĐ 1309/QĐ-BCT và QĐ 1310/QĐ-BCT (02/6/2026)** — gia hạn cả hai biện pháp thêm 5 năm, **đến hết 15/6/2031**, hiệu lực từ 16/6/2026. Mã HS áp dụng: 1701.13.00; 1701.14.00; 1701.91.00; 1701.99.10; 1701.99.90; 1702.90.91.

III. CÔNG DỤNG VÀ VAI TRÒ CỦA SB11

Ba lớp công dụng, cần tách bạch:

Lớp 1 — Hàng hóa vật chất

Đường thô là đầu vào cho nhà máy tinh luyện, ngành F&B (nước giải khát, bánh kẹo, sữa, chế biến), và tại Brazil còn là đầu vào thay thế cho ethanol. Đây là đặc tính riêng có: **đường vừa là thực phẩm vừa là nhiên liệu**. Nhà máy Brazil chuyển được mix giữa đường và ethanol trong biên độ khoảng 45-55%, nên giá đầu tạo một sàn mềm cho giá đường.

Lớp 2 — Công cụ phòng vệ giá

Nhà máy chốt giá bán trước thu hoạch; nhà nhập khẩu và nhà tinh luyện chốt giá mua. Đây là lý do hợp đồng tồn tại, và là lý do dòng lệnh của nhóm commercial thường ngược pha với giá.

Lớp 3 — Benchmark định giá toàn cầu

Gần như mọi hợp đồng đường thô vật chất trên thế giới đều được yết dưới dạng "SB tháng X ± premium". Người ta không đàm phán giá tuyệt đối, người ta đàm phán premium. SB là *mẫu số*; thông tin thật về độ căng nguồn cung nằm ở *tử số* — mức premium vật chất và cấu trúc spread.

IV. TÁC ĐỘNG ĐẾN VIỆT NAM

Lưu ý thuật ngữ: Việt Nam không nhập "SB11". SB11 là hợp đồng đường thô giao FOB tại cảng nước xuất khẩu. Việt Nam nhập chủ yếu **đường trắng và đường tinh luyện** từ Thái Lan và ASEAN, không nhập đường thô để tự tinh luyện như Indonesia. Việt Nam vì thế chịu tác động **gián tiếp** từ SB11.

4.1. Bốn kênh truyền dẫn

Kênh	Cơ chế và độ trễ
1. Chi phí đầu vào F&B	Kênh mạnh nhất. Giá vốn của doanh nghiệp sữa, nước giải khát, bánh kẹo neo vào giá đường nhập khẩu, mà giá đó neo vào SB cộng chi phí tinh luyện và cước tàu. SB tăng kéo dài → biên lợi nhuận gộp bị nén sau 1-2 quý.
2. Lợi nhuận DN mía đường	SBT, QNS, LSS, SLS hưởng lợi khi mặt bằng giá đường khu vực cao. Ngược lại SB thấp kéo dài làm đường nhập chính ngạch và đường lậu rẻ đi, ép giá bán nội địa.
3. Động cơ buôn lậu	Kênh thường bị bỏ sót. Chênh lệch giá giữa Thái Lan/Campuchia và Việt Nam tạo động cơ buôn lậu qua biên giới Tây Nam, phá vỡ toàn bộ cơ chế bảo hộ.
4. Sinh kế nông dân	Giá mía neo vào giá đường. Giá thấp kéo dài → nông dân chuyển đổi cây trồng → diện tích mía co lại → vài năm sau phụ thuộc nhập khẩu nhiều hơn. Vòng lặp chậm nhưng khó đảo ngược.

4.2. Vì sao truyền dẫn bị chặn — điểm quan trọng nhất

Giá đường Việt Nam **không** đi theo SB trong ngắn hạn, do ba lớp chặn: (1) thuế phòng vệ thương mại 47,64% đã được gia hạn đến 2031; (2) hạn ngạch thuế quan giới hạn lượng nhập chính ngạch; (3) đường lậu — lớp chặn này hoạt động ngược chiều, bơm nguồn cung ngoài kiểm soát và kéo giá nội địa xuống bất kể SB ở đâu.

Bằng chứng quan sát được: giá đường tinh luyện Thái Lan tháng 8/2026 dao động 513-635 USD/tấn, trong khi giá bán tại nhà máy khu vực miền Trung ở mức 17.500-18.600 đồng/kg (tuần 5-11/9), thấp hơn 500-1.200 đồng/kg so với cuối tháng 6. VSSA đánh giá giá đường Việt Nam đang thấp nhất khu vực so với Philippines, Trung Quốc và Indonesia.

Kết luận vận hành: SB quyết định mặt bằng dài hạn và chi phí cơ hội của đường Việt Nam, nhưng **không** quyết định giá nội địa theo tuần hoặc theo tháng. Dùng SB làm tín hiệu giao dịch cổ phiếu đường Việt Nam theo nhịp ngắn hạn sẽ liên tục sai.

V. VÌ SAO VIỆT NAM NHẬP SIÊU ĐƯỜNG

5.1. Vấn đề không phải năng suất — vấn đề là diện tích

Năng suất đường trên mỗi hecta của Việt Nam hiện **không thua** khu vực: niên vụ 2024/25 đạt 6,69 tấn đường/ha, dẫn đầu và vượt Thái Lan, Indonesia, Philippines. Nhưng quy mô là chuyện khác:

Quốc gia	Diện tích mía	Sản lượng đường
Việt Nam (2024/25)	~189.360 ha	~1,27 triệu tấn
Thái Lan	~1,7-1,8 triệu ha	~10-11 triệu tấn
Brazil	~8-10 triệu ha	~40+ triệu tấn

Diện tích mía Việt Nam chỉ bằng khoảng **1/10 Thái Lan**. Tiêu thụ nội địa khoảng 2,3-2,5 triệu tấn/năm. Với 6,7 tấn đường/ha, để tự cung tự cấp cần khoảng **350.000 ha mía**; quy hoạch nhà nước đặt mục tiêu 300.000 ha, thực tế mới đạt gần 190.000 ha. Đây là bài toán số học về đất, không phải về kỹ thuật canh tác.

5.2. Cây mía thua trong cuộc cạnh tranh giành đất

Cây trồng	Doanh thu ước tính / ha / năm
Mía	80-90 triệu đồng
Cà phê (mật bằng giá cao 2024-25)	300-400 triệu đồng
Sầu riêng (vườn kinh doanh)	500 triệu - 1 tỷ đồng

Nông dân bỏ mía không phải vì thiếu hiểu biết — họ tính đúng. Việt Nam đã mất hơn **120.000 ha mía giai đoạn 2016-2021, giảm 45%**, năng suất mía cũng giảm từ 64,8 xuống 61,5 tấn/ha trong cùng kỳ.

5.3. "Nhiệt đới" không phải biến số quyết định

Mía cần **mùa khô rõ rệt, mát, kéo dài ở giai đoạn chín** để tích lũy sucrose. Brazil Trung Nam có mùa đông khô; Thái Lan có mùa khô sắc nét tháng 11-4 trùng vụ thu hoạch; Queensland (Úc) tương tự với đồng bằng bằng phẳng có tưới. Việt Nam ngược lại: khí hậu ẩm quanh năm, mưa và bão thường rơi đúng giai đoạn mía chín ở miền Trung. Vùng mía nằm nhiều trên đất đồi dốc trung du và Tây Nguyên, phụ thuộc nước trời, không cơ giới hóa được khâu thu hoạch.

Biến số đúng không phải "nhiệt đới", mà là **nhiệt đới có mùa khô lúc chín + đồng bằng liên thửa + tưới tiêu**. Việt Nam không có tổ hợp đó ở quy mô lớn.

5.4. Kinh tế nhà máy: thiếu nguồn thu phụ phẩm

- Brazil:** doanh thu từ đường + ethanol + điện đồng phát từ bã mía + tín chỉ CBIO. Giá đường thấp thì chuyển mix sang ethanol; điện bã mía vẫn chạy.
- Thái Lan:** ethanol + điện sinh khối, cộng cơ chế chia sẻ doanh thu do nhà nước điều tiết.
- Việt Nam:** chương trình xăng E5 gần như không phát triển, giá mua điện sinh khối chưa đủ hấp dẫn. Nhà máy sống **gần như hoàn toàn bằng đường**.

Số nhà máy giảm từ 44 (2016) xuống còn khoảng hơn 20, công suất nhỏ, vụ ép ngắn, chi phí cố định phân bổ trên mỗi tấn đường cao.

VI. NĂNG SUẤT, CHỮ ĐƯỜNG VÀ CẤU TRÚC CHI PHÍ

6.1. Ba chỉ tiêu khác nhau — nguồn gốc của mọi mâu thuẫn số liệu

Chỉ tiêu	Đơn vị	Vị trí của Việt Nam
Năng suất mía	tấn mía/ha	~65-69 — ngang hoặc hơn Thái Lan
Chữ đường (CCS)	% đường trong mía	~9,5-10,5 — thua Thái Lan (11-12), thua xa Brazil/Úc (13-14)
Năng suất đường	tấn đường/ha	6,69 (2024/25) — dẫn đầu Đông Nam Á

Cảnh báo về nguồn: khi VSSA công bố Việt Nam dẫn đầu năng suất đường, phép so sánh đặt với Thái Lan, Indonesia và Philippines — **không có Brazil và Úc**. So với hai nước đó, Việt Nam thua ở cả ba chỉ tiêu. Số liệu hiệp hội ngành không sai, nhưng mẫu số được chọn có lợi.

6.2. Vì sao CCS Việt Nam thấp — phần lớn là vấn đề thể chế

- Mua mía xô, không mua theo chữ đường.** Nông dân được trả theo cân nặng nên tối ưu khối lượng. Hệ quả: các giống cũ năng suất cao chất lượng thấp (R579, K88-92, K88-65, My55-14) tăng trở lại, trong khi giống chữ đường cao (ROC22, ROC27, VĐ93-159) ít được sử dụng. Thái Lan trả tiền gần với CCS nên nông dân có động cơ ngược lại.
- Cơ cấu giống mất cân đối.** Giống chín trung bình chiếm trên 90% diện tích; giống chín sớm và chín muộn đều dưới 5%. Cả vùng chín cùng lúc nên nhà máy buộc phải chặt mía chưa chín đầu vụ và mía quá chín cuối vụ — mất đường ở cả hai đầu.
- Tranh mua mía giữa các nhà máy.** Hiện tượng "cho chữ", "cho tạp chất", "cho cước" phá hủy tín hiệu chất lượng. VSSA đã kiến nghị minh bạch hóa khâu phân tích CCS.
- Thời gian chặt-ép quá dài.** Sucrose nghịch chuyển ngay sau khi chặt. Brazil thu hoạch cơ giới, vào ép trong 24-48 giờ. Việt Nam thu hoạch thủ công trên ruộng manh mún; cơ giới hóa khâu làm đất đã trên 90% nhưng khâu thu hoạch vẫn rất hạn chế — đúng khâu ảnh hưởng CCS nhất.

6.3. Vì sao CCS thấp đắt hơn về ngoài

Chi phí chặt, bóc, vận chuyển và ép đều tính trên TẤN MÍA. Doanh thu tính trên TẤN ĐƯỜNG. CCS 10 cần 10 tấn mía cho 1 tấn đường; CCS 13 chỉ cần 7,7 tấn. Chênh 3 điểm CCS thực chất là chênh khoảng **30% khối lượng phải chặt, chở và ép** cho cùng một tấn đường bán ra cùng giá thị trường.

VII. LỢI NHUẬN NGÀNH: VIỆT NAM SO VỚI THẾ GIỚI

7.1. Tầng nông dân

- Giá mía: 1,2–1,3 triệu đồng/tấn (2024/25), tăng 5 vụ liên tiếp, cao hơn ~150% so với vụ 2019/20
- Doanh thu: ~80–90 triệu đồng/ha/năm; lợi nhuận ròng ước tính 20–30 triệu đồng/ha cho chu kỳ 10–12 tháng
- Chi phí phân bón ~15 triệu đồng/ha (Thái Lan 10 triệu); thuê đất gấp đôi Thái Lan; vận chuyển và lãi vay cao hơn

Ngịch lý trung tâm: để giữ chân nông dân trước sầu riêng và cà phê, nhà máy Việt Nam buộc phải trả giá mía **cao hơn thế giới**. Giá mía Brazil, Ấn Độ, Thái Lan xoay quanh 30–35 USD/tấn với chất lượng cao; nhà máy Việt Nam phải mua 45–50 USD/tấn với chất lượng thấp hơn. Nông dân trồng mía Việt Nam kiếm được ít hơn nếu trồng cây khác, nhưng lại được trả cao hơn nông dân Thái Lan — cả hai về đều đúng, vì đất Việt Nam đắt.

7.2. Tầng nhà máy — phép tính quyết định

Giá mía nguyên liệu chiếm **70–80% giá thành sản xuất đường**. Hiệu suất thu hồi: Brazil 135 kg đường/tấn mía (7,5 tấn mía ra 1 tấn đường); Thái Lan 108 kg/tấn (9,3 tấn mía ra 1 tấn đường); Việt Nam tính từ vụ 2025/26 — ép 13,3 triệu tấn mía ra 1,298 triệu tấn đường → **~97,6 kg/tấn**, cần khoảng 10,2 tấn mía cho 1 tấn đường.

Quốc gia	Giá mía	Mía cần / tấn đường	Chi phí mía / tấn đường
Brazil	~32,5 USD/t	7,4 tấn	~240 USD
Thái Lan	~32,5 USD/t	9,3 tấn	~300 USD
Việt Nam	~47,5 USD/t	10,2 tấn	~485 USD

Con số được xác nhận độc lập: đã có thời điểm giá đường Thái Lan xuất sang Việt Nam bình quân chỉ 327,7 USD/tấn — **thấp hơn cả chi phí mía để làm đường nội địa** (khoảng 410 USD/tấn thời điểm đó).

Riêng tiền mua mía của Việt Nam đã cao gấp đôi Brazil, và có giai đoạn cao hơn cả giá bán thành phẩm của Thái Lan — **chưa tính chi phí ép, nhân công, khấu hao, lãi vay**. Không doanh nghiệp nào thắng được cuộc cạnh tranh khi nguyên liệu đắt hơn thành phẩm của đối thủ. Hàng rào thuế 47,64% vì vậy là điều kiện sinh tồn, không phải ưu ái.

Bổ sung: Thái Lan được ước tính bảo hộ ít nhất **1,3 tỷ USD/năm**, trong đó hơn 700 triệu USD trợ giá và hơn 500 triệu USD thanh toán trực tiếp cho nông dân.

7.3. Tầng doanh nghiệp niêm yết — số liệu thực

Doanh nghiệp	Chỉ tiêu gần nhất
SBT (TTC AgriS)	Biên LN gộp toàn công ty ~10,9–11%; FY2022 là 12,5%. Quý gần nhất doanh thu 5.372 tỷ đồng (–21%, thấp nhất 3 năm), biên gộp còn 9,3%; mảng đường (>90% doanh thu) biên gộp rơi từ 12,3% xuống 8,1%. ROE ~7,3–7,9%, ROA ~2,4% — so với nhóm comps ROE 17,39%, ROA 13,13%.
QNS (Đường Quảng Ngãi)	Biên LN gộp mảng mía đường rơi từ 32,7% xuống dưới 20% trong 2025. Lãi ròng quý gần nhất 381 tỷ đồng (–28%, thấp nhất 10 quý); 9 tháng lãi gộp mảng đường sụt 44%. Kế hoạch 2026: LNST 1.512 tỷ đồng (–21%, thấp nhất kể từ 2022). Nguyên nhân: sức cầu yếu, cạnh tranh từ đường lỏng siro ngô và đường nhập lậu.
LSS (Lam Sơn)	Biên gộp 11,8–13,4%; lãi ròng quý 16 tỷ đồng (–30%).

Chi tiết đáng chú ý nhất cho người giao dịch: SSI từng ghi nhận lợi nhuận từ **giao dịch hợp đồng tương lai** đóng góp khoảng **46% lợi nhuận trước thuế** của SBT trong năm tài chính 2022 (437 tỷ đồng), thực hiện qua sàn quốc tế. Nói cách khác, có năm doanh nghiệp đường lớn nhất Việt Nam kiếm tiền từ phái sinh đường gần bằng từ sản xuất đường — chỉ dấu rõ nhất về độ mỏng của biên lợi nhuận sản xuất.

7.4. Bảng tổng hợp

Chỉ tiêu	Việt Nam	Thái Lan	Brazil
Giá mía (USD/tấn)	45–50	30–35	30–35
Thu hồi (kg đường/tấn mía)	~98	108	135
Chi phí mía / tấn đường	~485 USD	~300 USD	~240 USD
Doanh thu phụ phẩm	Rất hạn chế	Ethanol + điện	Ethanol + điện + CBIO
Trợ cấp nhà nước	Không có gói bài bản	≥1,3 tỷ USD/năm	Cơ chế RenovaBio
Biên LN gộp DN đường	8–20%	—	—

Ba câu tóm tắt cấu trúc lợi nhuận ngành Việt Nam:

- Nông dân được trả giá cao nhất khu vực nhưng vẫn kiếm ít nhất trên mỗi hecta — vì đất đắt và mía thua cuộc cạnh tranh sử dụng đất.
- Nhà máy trả nguyên liệu gấp đôi Brazil, thu hồi thấp hơn, không có phụ phẩm bù đắp — nên sống nhờ hàng rào thuế quan.
- Toàn ngành đang co lợi nhuận về mức thấp nhất nhiều năm dù thuế đã gia hạn tới 2031 — vì đường lậu và siro ngô đi vòng qua hàng rào đó. **Thuế bảo vệ được biên lợi nhuận, nhưng không bảo vệ được thị phần.**

VIII. CÁC YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH GIÁ ĐƯỜNG THỂ GIỚI

8.1. Ba nguyên lý nền

- Gần như toàn bộ biến động giá đến từ phía CUNG.** Cầu đường thể giới tăng đều 1-2%/năm, rất ít co giãn theo giá. Phân tích cầu gần như vô ích.
- SB11 định giá phần DƯ.** Chỉ khoảng 1/4 đến 1/3 sản lượng đường thể giới được giao dịch tự do quốc tế; phần còn lại nằm trong các thị trường nội địa được bảo hộ. SB là giá của phần thặng dư sau khi mọi nước đã tự lo xong — thị trường dư mỏng luôn biến động mạnh hơn thị trường tổng.
- Đường có "sàn năng lượng".** Nhà máy Brazil chuyển được mix đường/ethanol trong biên độ ~45-55%, nên giá dầu đặt một sàn mềm dưới giá đường. Không hàng hóa mềm nào khác có đặc tính này.

8.2. Tầng 1 — bốn biến số quyết định

Biến số	Nội dung
Brazil Trung Nam	Nhà cung ứng biên của thế giới, chiếm ~50% lượng đường thô xuất khẩu toàn cầu. Tách ba thành phần: sản lượng mía ép (tấn), ATR (kg đường/tấn mía), và mix đường/ethanol (%). Nguồn: UNICA, công bố 2 tuần/lần — dữ liệu quan trọng nhất của cả thị trường.
USD/BRL	Tương quan bền nhất. Cơ chế: nhà máy Brazil thu USD, chi phí bằng BRL. BRL yếu → biên nội tệ nở ra → đẩy mạnh bán hedge kỳ hạn → áp lực bán thật lên SB. Không phải tương quan thống kê ngẫu nhiên, đây là hành vi bán hàng.
Dầu thô & parity ethanol	Theo dõi giá ethanol hydrous quy đổi sang cent/lb để so trực tiếp với SB. Bổ sung: chính sách giá xăng Petrobras, RenovaBio/CBIO, mandate pha trộn Ấn Độ.
Chính sách Ấn Độ	Rủi ro đuôi lớn nhất. Có thể bơm vào hoặc rút khỏi thị trường 3-6 triệu tấn bằng một quyết định hành chính. Mang tính chính trị nội bộ (Uttar Pradesh, Maharashtra) nên không mô hình hóa được bằng dữ liệu cung cầu — phải xử lý như biến số kịch bản , không phải biến số hồi quy.

8.3. Tầng 2 — định hình chu kỳ

- Thái Lan** — nước xuất khẩu thứ hai, dao động theo hạn hán và cạnh tranh diện tích với sắn.
- Thời tiết** — ENSO là biến số nền, tác động đồng thời lên Brazil, Ấn Độ, Thái Lan. Gió mùa Ấn Độ, hạn và sương giá CS Brazil.
- Cân đối cung cầu toàn cầu** (ISO, Datagro, Czarnikow, Green Pool, StoneX, USDA FAS) — là **biến số phái sinh, không phải biến số gốc**. Giá trị nằm ở *hướng điều chỉnh dự báo* qua các kỳ, không ở con số tuyệt đối.
- Chu kỳ nhiều năm** — thường 3-4 năm: giá cao → mở rộng diện tích → hai năm sau thặng dư → giá sụp → diện tích co lại → thiếu hụt. Nguyên nhân là độ trễ sinh học 12-18 tháng.
- Tính cứng của cung ngắn hạn** — mía đã trồng bắt buộc phải chặt trong cửa sổ nhất định. Trong vụ, cung gần như không phản ứng với giá; chỉ có van ethanol ở Brazil còn co giãn.

8.4. Tầng 3 — khuếch đại (quyết định biên độ và thời điểm)

- Vị thế quỹ (COT)** — đường bị managed money chi phối mạnh. Vị thế ròng chạm cực trị lịch sử → rủi ro đảo chiều do đóng vị thế. Biến số về *thời điểm*, không phải *hướng*.
- Cấu trúc kỳ hạn & white premium** — backwardation kỳ hạn gần = nguồn cung vật chất căng thật. White premium mở rộng = năng lực tinh luyện thắt chặt. Khó bị thao túng bằng tin đồn nên đáng tin hơn tiêu đề báo.
- Vĩ mô tài chính** — DXY, lợi suất thực, khẩu vị rủi ro, tái cân bằng GSCI/BCOM (đặc biệt tháng 1). Tạo beta chung cho cả rổ hàng hóa.
- Cước tàu** — vì SB là giá FOB, cước biển quyết định khoảng cách giữa SB và giá CIF người mua thực trả.
- Sản phẩm thay thế** — siro ngô HFCS và chất tạo ngọt nhân tạo bào mòn cầu chậm nhưng bền; thuế đường vì sức khỏe là lực cản dài hạn.

8.5. Thứ tự ưu tiên thực hành

Tần suất	Cần theo dõi
Liên tục	USD/BRL, dầu Brent, cấu trúc spread
2 tuần	UNICA (mía ép, ATR, mix đường/ethanol)
Tuần	COT managed money
Tháng / Quý	Điều chỉnh dự báo cân đối của ISO, Datagro, Czarnikow; USDA FAS (tháng 5 và 11)
Sự kiện	Chính sách Ấn Độ, thời tiết cực đoan, FND/LTD hợp đồng

Cách đọc sai phổ biến: tin về "hạn hán ở Brazil" hay "mất mùa ở Ấn Độ" xuất hiện gần như hàng tuần và phần lớn là nhiễu. Cách phân biệt: một cú sốc cung thật sẽ **để lại dấu vết trên cấu trúc kỳ hạn** — spread kỳ hạn gần siết lại, premium vật chất tăng. Tin ra mà spread không đổi nghĩa là thị trường vật chất đang nói tin đó không thật hoặc không đủ lớn. Cấu trúc kỳ hạn là công cụ kiểm chứng tin tức tốt nhất.

IX. ĐIỀU KIỆN CẦN VÀ DANH MỤC KIỂM TRA

9.1. Điều kiện cần để SB hình thành xu hướng bền

Cần ít nhất ba trong bốn điều kiện đồng thời đúng — thiếu thì chỉ là dao động trong biên:

#	Điều kiện	Cách xác nhận
1	Cân đối cung cầu toàn cầu đối dầu (thặng dư ↔ thiếu hụt)	Dự báo ISO/Datagro/Czarnikow điều chỉnh cùng chiều 2 kỳ liên tiếp
2	Brazil đối hướng mix đường/ethanol	UNICA 2 tuần/lần + parity ethanol hydrous
3	USD/BRL đi cùng chiều hỗ trợ	BRL mạnh lên = giảm áp lực bán hedge
4	Cấu trúc kỳ hạn xác nhận	Chuyển sang backwardation kỳ hạn gần

9.2. Điều kiện vô hiệu hóa — viết ra trước khi vào lệnh

- Ấn Độ bất ngờ mở hoặc đóng hạn ngạch xuất khẩu — thay đổi tức thời 3–5 triệu tấn cân đối toàn cầu.
- Dầu thô phá vỡ vùng biên → sàn ethanol dịch chuyển → toàn bộ luận điểm cung phải tính lại.
- USD/BRL phá vùng và tăng mạnh → làn sóng bán hedge Brazil áp đảo mọi yếu tố cơ bản khác.
- COT managed money chạm vùng cực trị lịch sử → rủi ro đảo chiều do đóng vị thế, không do cơ bản.

9.3. Điều kiện cần về kỹ thuật giao dịch

- Xử lý roll:** SB không có tháng 12 và có 4 tháng đáo hạn không đều nhau. Phải cố định phương pháp roll (back-adjusted hoặc ratio-adjusted) trước khi backtest, nếu không kết quả không tái lập được.
- Rủi ro giao hàng:** không giữ vị thế qua First Notice Day nếu không muốn dính nghĩa vụ vật chất.
- Định cỡ vị thế:** 1 cent = 1.120 USD/lot. Đường gap qua đêm do tin từ Brazil và Ấn Độ ngoài giờ giao dịch — với lỗi vào probe-and-scale, probe đầu tiên phải nhỏ hơn mức dừng cho FX vì gap không cho stop chạy đúng giá.

9.4. Điều kiện cần khi áp dụng vào bối cảnh Việt Nam

Ba điều kiện phải cùng thỏa thì SB mới truyền dẫn được vào giá và cổ phiếu đường Việt Nam:

- Xu hướng SB kéo dài **tối thiểu một quý** — đủ để vượt độ trễ tồn kho và hợp đồng đã ký.
- Chênh lệch giá Việt Nam so với khu vực **thu hẹp**, tức áp lực đường lậu giảm.
- Hàng rào phòng vệ thương mại **không thay đổi** — hiện đã cố định đến 15/6/2031, nên biến số này tạm ổn định.

Thiếu bất kỳ điều nào trong ba, hãy coi SB và giá đường Việt Nam là hai thị trường tách rời.

Hàm ý cho giao dịch cổ phiếu ngành đường Việt Nam: biến số dự báo tốt nhất không phải SB11, mà là **giá mía đầu vào, sản lượng đường lậu, và mức độ thâm nhập của siro ngô HFCS**. SB11 chỉ ảnh hưởng gián tiếp qua mặt bằng giá nhập khẩu, và ảnh hưởng đó đã bị hàng rào thuế làm méo mó nghiêm trọng. Việt Nam tiêu thụ ~2,4 triệu tấn trên tổng cầu thế giới ~180 triệu tấn — là **price taker tuyệt đối**, không thông tin nào từ ngành mía đường Việt Nam tác động ngược lại SB11.

Ghi chú về nguồn và độ tin cậy. Số liệu tiêu chuẩn, quyết định phòng vệ thương mại, sản lượng niên vụ, giá mía và kết quả kinh doanh doanh nghiệp niêm yết được lấy từ văn bản pháp quy, công bố của VSSA, Bộ Công Thương và báo cáo phân tích công khai. Các con số nêu là "ước tính" (lợi nhuận/ha theo cây trồng, biên EBITDA doanh nghiệp Brazil, chữ đường CCS bình quân) là ước lượng theo mặt bằng ngành, cần kiểm chứng trước khi dùng cho quyết định đầu tư. Phép tính chi phí mía trên mỗi tấn đường được suy ra từ giá mía và hiệu suất thu hồi công bố, không phải số liệu kế toán trực tiếp của doanh nghiệp. Số liệu ngành thay đổi theo niên vụ — nên cập nhật lại trước mỗi chu kỳ phân tích.

Tài liệu này phục vụ mục đích nghiên cứu, không phải khuyến nghị đầu tư.