



Công ty Cổ phần chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

BÁO CÁO **TRIỂN VỌNG NGÀNH** **2021** **NGỌC TRONG ĐÁ**

Mục lục

1. Triển vọng thị trường năm 2021.....	3
2. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành	9
3. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2021.....	10
4. Tóm tắt nhận định Triển vọng ngành 2021.....	12
5. Triển vọng ngành 2021	13
6. Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2021.....	17
I/ Vaccine liều thuốc cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán	19
Ngành Ngân Hàng [Khả quan]	23
Ngành Tiêu dùng – Bán lẻ [Khả Quan]	28
Ngành Bảo Hiểm [Trung Lập]	31
Ngành Cao su và sản phẩm [Trung lập]	34
Ngành Dệt may [Trung lập]	36
Ngành Dược [Trung lập]	38
Ngành Đường [Trung lập]	40
Ngành Thủy sản [Trung lập]	42
Ngành Hàng không [Trung lập]	45
Ngành Ô tô [Trung lập]	47
II/ Nhu cầu về khí cao, liên tục tăng trưởng nhưng nguồn khí cung cấp vẫn thiếu hụt, dẫn đến hạn chế tăng trưởng cả nhóm ngành dầu và điện khí.....	48
Ngành Dầu khí – Phân bón [Trung Lập]	50
Ngành Điện [Trung Lập]	54
III/ Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng – Thu hút vốn FDI – Giải phóng nguồn cung bất động sản.....	61
Ngành Bất Động Sản [Khả quan]	64
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Khả quan]	70
Ngành Cảng biển [Khả quan]	72
Ngành Thép [Khả Quan]	75
Ngành Nhựa [Trung Lập]	79
Ngành Xây Dựng [Trung Lập]	81
Ngành Xi măng [Trung Lập]	83
7. Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến các nhóm ngành	85
8. Các sự kiện theo mốc thời gian.....	86

1. Triển vọng thị trường năm 2021

Trải qua đều đặn các năm, BSC thường đưa ra các chủ đề đầu tư, đánh giá tổng quát các cơ hội có thể có, giúp NĐT có thêm những lựa chọn trong xuyên suốt 1 năm. Năm 2021 là một năm tương đối đặc biệt so với mọi năm, sau khi trải qua sự kiện thiên nga đen “Covid-19” khiến cho kinh tế trải qua đợt suy thoái mạnh nhất kể từ đợt suy thoái năm 2008. (1) Đứt gãy chuỗi sản xuất, (2) Hoạt động thương mại đình trệ, (3) Làn sóng giải thể từ các doanh nghiệp SM&E và thất nghiệp tăng cao, (4) GDP toàn cầu dự kiến tăng trưởng âm là những ảnh hưởng tiêu cực lên nền kinh tế thế giới năm 2020. Trong bối cảnh đấy, Việt Nam đã làm gì và vượt qua các ảnh hưởng trên như thế nào?

Năm 2020: Việt Nam - Ngôi sao sáng của khu vực giữa bầu trời đêm ([Chi tiết báo cáo vĩ mô 2021](#)). Trong năm 2020 dưới bối cảnh sự kiện Covid-19 tác động tiêu cực lên nền kinh tế toàn cầu, Việt Nam vẫn đạt được những thành tích đáng khích lệ như:

- Một trong số những nước kiểm soát tốt nhất dịch bệnh Covid-19 trên thế giới, số thời gian giãn cách xã hội thấp nhất chỉ 4 tuần.
- GDP duy trì tăng trưởng mức dương 2.9% năm 2020 với các biện pháp và nỗ lực hồi phục nền kinh tế như (1) Giảm lãi suất, (2) đẩy mạnh đầu tư công thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.
- Hoạt động sản xuất và thương mại phục hồi nhanh chóng theo mô hình chữ V về mức tương đương trước khi dịch.
- Đẩy mạnh tham gia các hiệp định thương mại song phương và đa phương như EVFTA, RCEP, UKVFTA.

Năm 2021: Việt Nam – “Trạng thái bình thới mới – Cuộc chơi mới”. ([Chi tiết báo cáo vĩ mô 2021](#))

- Tăng trưởng GDP phục hồi mạnh, dự báo đạt 6.3% đi kèm với (1) Cầu hàng hóa nước ngoài phục hồi, (2) triển vọng tăng vốn đầu tư FDI, ước tính tăng 8.4% năm 2021,
- Chính sách trợ giúp vĩ mô tiếp tục duy trì: (1) chính sách tài khóa kích thích vĩ mô, (2) Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 14%, (3) Giải ngân vốn đầu tư công nhà nước đạt 462.3 nghìn tỷ đồng.

Với năm 2021, BSC đưa ra quan điểm TÍCH CỰC đối với thị trường nói chung và đưa ra những yếu tố có ảnh hưởng chính, thúc đẩy thị trường tăng trưởng sau

Thứ nhất, vận động dòng vốn đầu tư tài chính toàn cầu sang các thị trường mới nổi thông qua ETF và cơ hội nâng hạng thị trường. Năm 2021 được coi là năm bản lề quan trọng trong việc thay đổi về cấu trúc cũng như chất lượng hướng đến giai đoạn phát triển mới của thị trường chứng khoán với Luật Chứng khoán sửa đổi, luật Doanh nghiệp 2020 và luật Đầu tư 2020 sẽ được chính thức áp dụng đồng thời từ 01/01/2021. Điều này sẽ giúp (1) Tạo môi trường kinh doanh phù hợp chuẩn mực quốc tế, (2) Nâng cao tính minh bạch, (3) Tránh hiện tượng chong chéo từ đó tháo gỡ nhiều vướng mắc hoạt động đầu tư của khối ngoại, (4) Đưa các sản phẩm mới quan trọng như giao dịch T+0, bán chứng khoán chờ về, chứng chỉ không có quyền biểu quyết (NVDR), hợp đồng tương lai và quyền chọn.

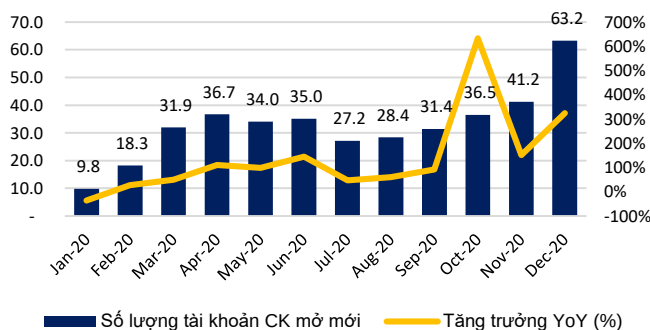
Từ những thay đổi mới trên, đây là tiền đề giúp thị trường chứng khoán Việt Nam thỏa mãn được các tiêu chí nâng hạng thị trường. BSC dự báo thị trường Việt Nam sẽ có cơ hội được nâng hạng FTSE vào tháng 9/2021 và cơ hội nâng hạng MSCI sẽ diễn ra trong giai đoạn 2023-2025 ([Báo cáo nâng hạng thị trường](#)). Tuy nhiên tốc độ nâng hạng thị trường sẽ phụ thuộc nhiều vào tốc độ và nỗ lực cải thiện tiêu chí nâng

hạng của các cơ quan ban ngành. ([Chi tiết báo cáo vĩ mô 2021](#)). Chúng tôi nhận thấy sự nỗ lực cải thiện đáng kể của thị trường Việt Nam nói chung và cơ quan ban ngành nói riêng thông qua quy mô cũng như thanh khoản giao dịch giai đoạn đầu tháng 1/2021 tăng gấp hai đến ba lần lên mức 16,000 – 18,000 tỷ đồng/phần so với năm 2019, quy mô vốn hóa của thị trường cổ phiếu đã đạt 84,3% GDP năm 2020 và nhiều điều kiện khác đang dần được đáp ứng. Điều này minh chứng cho quá trình nâng hạng thị trường sẽ sớm được rút ngắn, và vấn đề chính chỉ còn lại là thời gian bao lâu trước khi Việt Nam được nâng hạng.

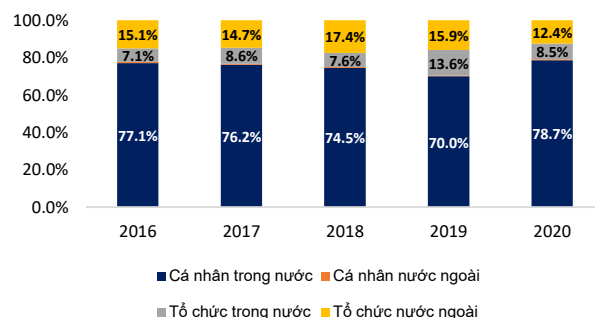
Thứ hai, động lực kép từ dòng vốn cá nhân trong nước với môi trường lãi suất thấp. Năm 2020 cũng đánh một dấu mốc mới với số lượng tham gia mạnh mẽ của nhóm nhà đầu tư cá nhân, đặc biệt nhóm các nhà đầu tư mới F0. Tài khoản cá nhân trong nước hiện chiếm đến 78.7% tổng giá trị giao dịch, tăng từ mức 70% năm 2019.

Trong năm 2020, lượng mở tài khoản mới ghi nhận mức 393.7 nghìn tài khoản (+108% YoY), nâng tổng số tài khoản chứng khoán lên mức 2.73 triệu tài khoản. Tổng số lượng tài khoản chứng khoán chỉ mới chiếm 2.8% tổng dân số cả nước, đây là mức rất thấp so với các quốc gia khác trong khu vực. **BSC tin rằng tiềm năng từ thị trường vẫn còn rất lớn, xu hướng chuyển dịch đầu tư sang thị trường chứng khoán chỉ mới ở giai đoạn khởi trào.**

Số lượng tài khoản mở mới ghi nhận mức kỷ lục nhờ vào mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp



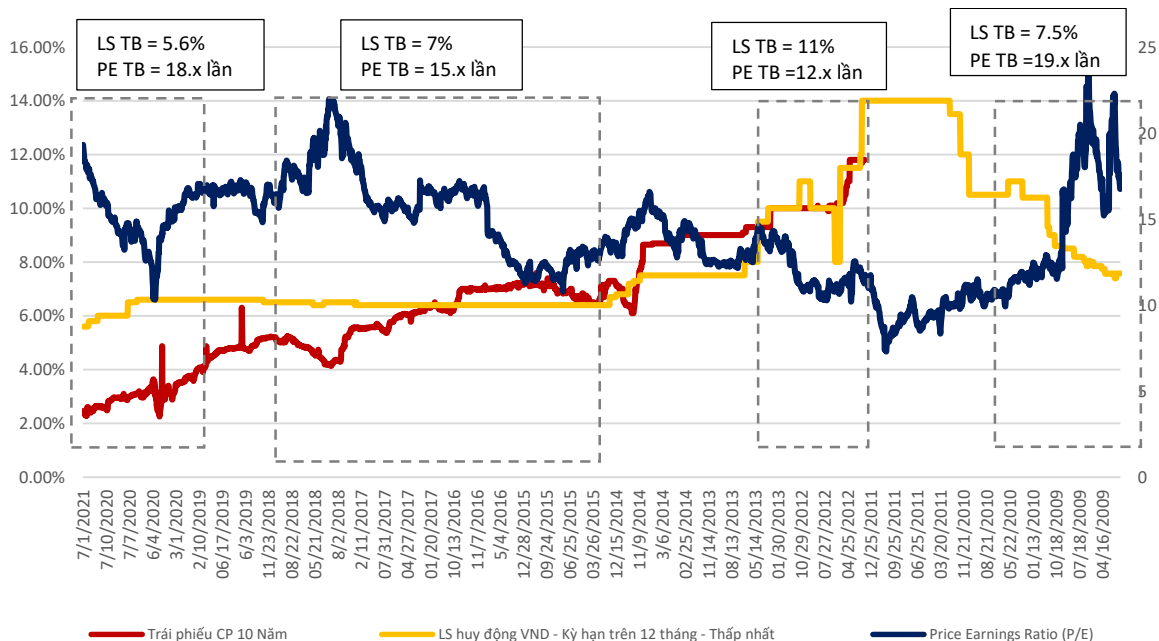
Dòng vốn nội là động lực dẫn dắt tăng trưởng thị trường chứng khoán Việt Nam nửa cuối năm 2020



Nguồn: VSD, FiinPro, BSC Research

Ngoài ra, môi trường lãi suất thấp đã có những tác động trực tiếp thay đổi khẩu vị đầu tư của nhà đầu tư trong bối cảnh kênh đầu tư ưu thích và có giá trị giao dịch hàng đầu bất động sản đang trong giai đoạn trầm lắng do thiếu hụt nguồn cung. Ngoài ra, thị trường vàng vẫn bị kiểm soát và bắt đầu có xu hướng điều chỉnh giảm, quy mô kênh trái phiếu đang bị thắt chặt do các quy định chặt chẽ (Nghị định 81 hiệu lực từ ngày 01/09/2020). Trong khi đó, số lượng tài khoản mở mới tăng mạnh tại thị trường Việt Nam được đánh giá là minh chứng rõ ràng về sức hút của thị trường chứng khoán trong bối cảnh hiện tại, và dòng vốn nội khối được dự kiến vẫn là nhân tố chính dẫn dắt thị trường chứng khoán năm 2021. Hiện tượng trên không chỉ diễn ra đặc thù tại thị trường Việt Nam mà còn tương đồng với nhiều thị trường khác như Mỹ, Trung Quốc và Hàn Quốc.

Thứ ba, thị trường VN và khu vực mới nổi sẽ được định giá ở mức cao hơn trong bối cảnh các NHTW sẽ duy trì chính sách điều hành lãi suất ở mức thấp trong 1-2 năm tới. Tính đến 10/01/2020, VN-Index hiện đang giao dịch ở mức PE tra cứu (trailing) là 18.4 lần, cao hơn mức 15.5% trung bình. Nếu nhìn lại trong quá khứ, chúng ta có thể thấy mức độ định giá của thị trường sẽ có độ tương quan ngược chiều với lãi suất. Do đó chúng tôi tin rằng trong năm 2021, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được định giá giao dịch với mức PE bình quân khoảng 18.x lần, cao hơn khoảng 15-20% (lãi suất TB=5.6%) so với mức PE trung bình giai đoạn 2015-2019 (15.x lần, lãi suất TB = 7%) và giai đoạn 2011-2013 (12.x lần, Lãi suất TB= 11%). Chúng tôi cho rằng diễn biến vĩ mô tại thời điểm này có nền tảng vững chắc và có nhiều điểm khác biệt tương đối so với giai đoạn khủng hoảng 2009-2011, do đó rủi ro thị trường sụt giảm sốc sẽ có khả năng xảy ra khi thị trường tăng quá nóng.

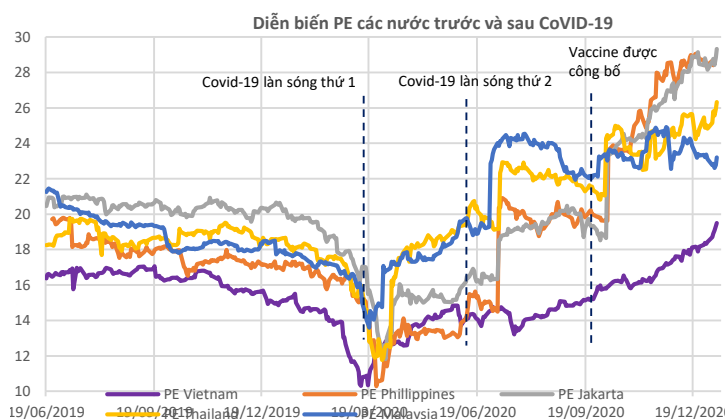


Nguồn: Bloomberg, Fiin Pro, BSC Research

Thứ tư, tiến triển bào chế Vaccine đã có những bước tiến vượt bậc trong năm 2020, việc đưa vào sử dụng rộng rãi sẽ củng cố đà hồi phục của nhu cầu tiêu thụ. Tính tới thời điểm hiện tại, trên thế giới có hơn 20 loại vaccine đang được nghiên cứu, trong đó, có 8 loại vaccine đang được thử nghiệm ở pha III. Thời gian kiểm nghiệm độ hiệu quả của vaccine và được phân phối rộng rãi hơn dự kiến sẽ rơi vào nửa cuối năm 2021. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng việc này có thể giúp hồi phục nhu cầu và sức mua các mặt hàng tiêu dùng, qua đó ảnh hưởng tích cực lên (1) sự hồi phục của các doanh nghiệp xuất khẩu và (2) bản thân nội tại của nền kinh tế Việt Nam. Các nhóm ngành được BSC kỳ vọng sẽ phục hồi tốt như DỆT MAY, THỦY SẢN

Thứ năm, phục hồi tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ các ngành trong năm 2021 (Tăng trưởng EPS năm 2021 dự báo = 22%) là yếu tố giúp thị trường chứng khoán Việt Nam giao dịch ở mức hấp dẫn hơn. Chúng tôi tin rằng hiệu suất của tất cả các nhóm đều có mức tăng nhẹ cùng chiều với sự vận động của VN-

Index. Theo dự báo của BSC dựa trên 65 mã cổ phiếu chiếm khoảng 80% vốn hóa thị trường, lợi nhuận sau thuế của VNIndex năm 2020F và năm 2021F sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là -10% YoY và +28% YoY, tương đương mức tăng trưởng EPS năm 2021 = 22% với giả định tỷ lệ pha loãng cổ phiếu bình quân 2016-2019 = 6%. Mức tăng trưởng lợi nhuận được dự báo khả quan đến từ sự phục hồi chung các nhóm ngành kinh tế với tỷ trọng đóng góp chính đến từ (1) Ngân Hàng, (2) Bất động sản, (3) Công nghiệp, (4) Dầu khí và (5) Dịch vụ tiêu dùng bán lẻ. Theo đó, VN-Index đang giao dịch với mức PE dự báo năm 2021 = 14.3 lần. BSC dự báo VN-Index theo kịch bản tích cực sẽ đạt 1,258 điểm vào cuối năm 2021 ([Chi tiết báo cáo vĩ mô](#))

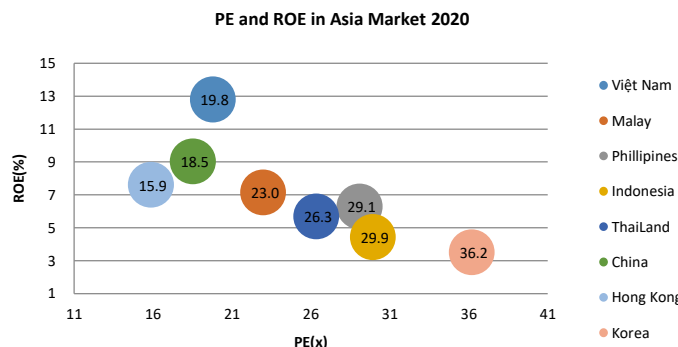
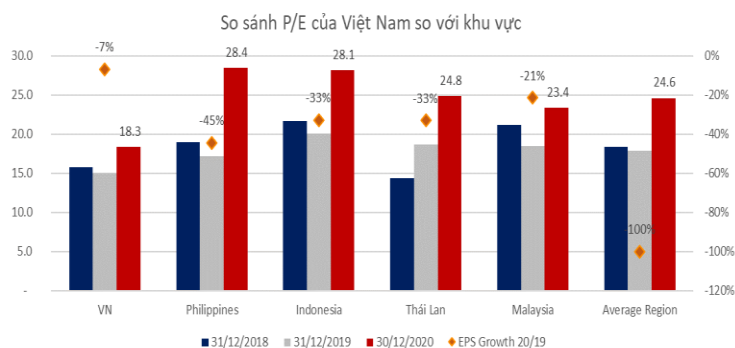


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Ngành cấp I	% Tăng trưởng LNST Ngành năm 2020	% Tăng trưởng LNST Ngành năm 2021
Công nghệ thông tin	13%	19%
Công nghiệp	55%	13%
Dầu khí	-41%	53%
Dịch vụ tiêu dùng (Hàng Không)	-120%	695%
Dược và Y tế	8%	9%
Hàng tiêu dùng	-17%	13%
Ngân hàng	6%	25%
Tài nguyên cơ bản	-23%	20%
Tài chính	13%	12%
Tiện ích cộng đồng	-14%	14%
Tổng thị trường	-12.5%	27.9%
Pha loãng BQ 2019 -2020		6.0%
EPS growth basic		22%

Nguồn: BSC Research

So sánh với khu vực, thị trường Việt Nam vẫn đang được định giá thấp hơn tương đối nhiều trong khi đó hiệu suất hoạt động ở mức cao nhất khu vực (ROE = 13%). Chúng tôi lưu ý mức định giá cao của các nước khu vực chủ yếu đến từ các nhóm nước này đang được phân loại vào thị trường Emerging Markets và mức tăng trưởng lợi nhuận năm 2020 bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch Covid-19. Tựu chung lại, chúng tôi cho rằng thị trường Việt Nam hiện tại đang khá hấp dẫn so với khu vực với (1) Mức độ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ dịch thấp, (2) Lợi nhuận các nhóm ngành dự kiến hồi phục khả quan, (3) Nền tảng vĩ mô ổn định, (4) Khả năng nâng hạng thị trường lên Emerging Markets.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng so sánh P/E và P/B của từng ngành so với khu vực (Sử dụng phương pháp trung bình không tính theo tỷ trọng vốn hóa)

	Vietnam		Median		Indonesia		Malaysia		Philippines		Thailand	
	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
Tài chính	13.1	1.4	15.0	0.9	22.9	0.8	13.2	1.0	16.8	1.1	13.0	0.8
Hàng tiêu dùng	12.3	1.2	22.4	1.3	17.4	1.2	27.2	2.7	34.0	1.4	17.6	1.0
Công nghiệp	11.0	1.0	21.0	1.1	15.6	1.2	24.4	1.0	26.2	1.5	17.6	1.1
Dầu khí	26.9	1.4	17.9	1.0	5.9	0.7	66.7	3.7		0.8	17.9	1.2
Dịch vụ tiêu dùng	21.4	1.9	22.0	1.2	26.3	1.4	9.0	0.9	29.4	2.4	17.6	1.0
Vật liệu cơ bản	13.3	1.0	16.0	1.1	16.8	1.1	30.2	2.4	14.2	1.1	15.2	0.9
Tiện ích	12.2	1.6	16.4	1.2	12.8	0.9	17.8	1.1	17.9	1.3	15.1	1.3
Công nghệ	19.3	1.6	11.1	1.6	10.2	1.9	n/a	n/a	n/a	n/a	12.0	1.3
Sức khỏe	17.1	2.4	29.5	2.5	22.0	2.5		2.2	n/a	n/a	37.0	3.2
Viễn thông	15.7	3.5	25.8	3.3	22.3	2.2	29.2	4.3	29.2	4.3	22.1	1.2

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Thứ sáu, giải ngân đầu tư công sẽ là “đôi cánh” nâng đỡ tăng trưởng kinh tế Việt Nam phục hồi trong năm 2021. Tiến độ giải ngân vốn ngân sách nhà nước năm 2020 ghi nhận mức tăng trưởng đáng khích lệ, ước đạt 91.13% so với kế hoạch. Tỷ lệ giải ngân năm 2020 đạt mức cao nhất trong giai đoạn 2016-2020, tương đương với ước ghi nhận khoảng 466.3 nghìn tỷ đồng.

Chuyển dịch cơ cấu đầu tư công tập trung vào xây dựng hạ tầng giao thông liên vùng và kinh tế số là trọng điểm thúc đẩy tăng trưởng các ngành nghề kinh tế với hàng loạt dự án như sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam, các tuyến đường vành đai, ven biển. Chính sách trên có điểm tương đồng tương đối lớn với chính sách điều hành của Trung Quốc hậu giai đoạn khủng hoảng 2008-2009, cùng với việc thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đây chính là yếu tố cốt lõi giúp kinh tế Trung Quốc ghi nhận sự tăng trưởng thần tốc giai đoạn sau đó. [\(Chi tiết trang 62\)](#)

Các nhóm ngành được BSC kỳ vọng được hưởng lợi trực tiếp bao gồm **XÂY DỰNG** và **VẬT LIỆU XÂY DỰNG**. Chúng tôi tin rằng việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông sẽ giải quyết “nút thắt cổ chai” về vận chuyển, kết nối từ đó giúp các nhóm ngành **BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI VÀ KHU CÔNG NGHIỆP, CẢNG BIỂN** có thể được hưởng lợi gián tiếp. [\(Báo cáo đầu tư công 2020\)](#)

Thứ bảy, tiến trình niêm yết/cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước năm 2020 còn chậm, chưa có dấu hiệu đảo chiều tích cực trong năm 2021, tuy nhiên để ngỏ khả năng bùng nổ trở lại từ năm 2022.

- Thoái vốn nhà nước: Tính đến tháng 11/2020 mới chỉ có 103/348 doanh nghiệp hoàn thành kế hoạch thoái vốn, tương đương lần lượt đạt 30% về số lượng và 8% về giá trị so với kế hoạch đã phê duyệt trong giai đoạn 2017-2020 theo quyết định số 1232/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ.
- Cổ phần hóa: Theo QĐ số 26/2019, lũy kế từ năm 2016 tính đến T11/2020, chỉ mới có 37/128 doanh nghiệp thực hiện được cổ phần hóa, đạt 28% kế hoạch.

STT	Tên	Đơn vị thoái vốn	Tổng giá trị thực hiện (tỷ đồng)	% thoái vốn
1	IDC	Bộ Xây dựng	2,909	36%
2	HUD Kiên Giang	HUD	1,185	98.15%
3	CC1	Bộ xây dựng	1,026	40.53%
4	Viettel Post	Viettel	528	6%
5	Cienco 5	SCIC	342	40%

Nguồn: BSC Research

Công tác thoái vốn/ niêm yết cổ phần hóa gặp nhiều khó khăn vướng mắc trong triển khai thực hiện chủ yếu đến từ (1) Sắp xếp, phê duyệt phương án sử dụng đất, (2) Đánh giá, xác định giá trị doanh nghiệp, phần vốn để cổ phần hóa. Trong đó, tập trung lớn một số tập đoàn kinh tế đang chờ xác định giá trị doanh nghiệp như Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn (Agribank), Genco1, Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam, tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam, Bưu chính viễn Thông Việt Nam (MobiFone), Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam, Tổng công ty Bến Thành,...

STT	Tên	Vốn điều lệ (triệu USD)	Tỷ lệ bán dự kiến (%)
1	Agribank	1,309	<35
2	Genco 1	770	>50
3	Genco 2	508	>50
4	VNPT	2,727	50-65
5	Vicem	622	50-65
6	Mobifone	644	50-65
7	Satra	372	50-65
8	HUD	89	>50
9	TKV	1,502	<35
10	DAKWACO	315	>50
	Tổng	8,543	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

2. Chu kỳ kinh tế và mức độ chấp nhận định giá các ngành

Trong năm 2020, những yếu tố bất ổn vĩ mô do dịch Covid-19 gây nên như (1) Đứt gãy chuỗi sản xuất, (2) Hoạt động thương mại đình trệ, (3) Làn sóng giải thể từ các doanh nghiệp SM&E và thất nghiệp tăng cao, (4) GDP toàn cầu dự kiến tăng trưởng âm làm tác động đáng kể đến việc xác định chu kỳ kinh tế. Chúng tôi cho rằng tuy ảnh hưởng của covid-19 gần như là điều kiện gây ra suy thoái kinh tế, nhưng tăng trưởng sản xuất chỉ ghi nhận mức chậm lại, không có bong bóng quá mạnh ở vùng hay ngành/lĩnh vực nào, lạm phát được kiểm chế. Do đó BSC nhận định mức suy thoái trên sẽ được giới hạn ở mức thấp, dự kiến tăng trưởng kinh tế chung sẽ chịu điều chỉnh ngắn hạn trong 1-2 năm. Các chỉ tiêu kinh tế hiện tại của Việt Nam cho thấy chúng ta **đang ở cuối giai đoạn suy thoái kinh tế và trong pha phục hồi ban đầu**, điển hình bởi đa số các dấu hiệu như giá cổ phiếu bắt đầu tăng, giá trái phiếu có xu hướng bắt đầu giảm, lãi suất huy động có xu hướng giảm, bắt đầu thực hiện các biện pháp nới lỏng tiền tệ.

Chu kỳ kinh tế	Lạm phát	Chính sách kinh tế	Dấu hiệu thị trường
Phục hồi ban đầu (Initial Recovery)	Giảm lạm phát	Kích thích	Lãi suất ngắn hạn thấp hoặc giảm Lãi suất dài hạn chạm đáy và đỉnh của giá trái phiếu Giá cổ phiếu bắt đầu tăng
Tiền tăng trưởng (Early Upswing)	Lạm phát thấp Tăng trưởng kinh tế tốt	Giảm Kích thích	Lãi suất ngắn hạn tăng Lãi suất dài hạn chạm đáy hoặc tăng & giá trái phiếu bắt đầu giảm Giá cổ phiếu tăng
Hậu tăng trưởng (Late Upswing)	Lạm phát tăng	Bắt đầu thắt chặt	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng, giá trái phiếu giảm Giá cổ phiếu giao động quanh đỉnh
Giảm tốc (Slowdown)	Lạm phát tiếp tục tăng	Giảm thắt chặt	Lãi suất ngắn và dài hạn chạm đỉnh và bắt đầu giảm với giá trái phiếu tăng lại Giá cổ phiếu giảm
Suy thoái kinh tế (Recession)	Lạm phát chạm đỉnh	Nới lỏng	Lãi suất ngắn hạn và dài hạn giảm và giá trái phiếu tiếp tục tăng Giá cổ phiếu có dấu hiệu tăng trở lại vào cuối chu kỳ Suy thoái.

3. Các chính sách và thông tin ảnh hưởng tới các Ngành năm 2021

Những thông tin vĩ mô trong và ngoài nước, cùng những chính sách sửa đổi bổ sung quy định mới sẽ có tác động trái chiều với nhiều mức độ khác nhau lên thị trường chứng khoán nói chung, các doanh nghiệp nói riêng. BSC đã thống kê các chính sách, sự kiện quan trọng đáng lưu ý trong năm 2021:

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 12/01/2021
Chính sách Vĩ mô và kinh tế Quốc tế					
Chính sách tiền tệ					
1	FED: Kinh tế Hoa Kỳ dần phục hồi, FED giữ lãi suất hiện hành		Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
2	PBoC: Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng mạnh mẽ, RMB tăng giá trị		Tích cực	Rất mạnh	Đang ảnh hưởng
3	ECB: tiếp diễn chính sách nới lỏng		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
4	Mặt bằng giá nguyên liệu hồi phục		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô Khu vực					
5	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
6	Phân phối vaccine Covid-19		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Cuộc họp OPEC	04/03/2021	Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
8	Cuộc họp G7	Mùa hè năm 2021	Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
Chính sách Vĩ mô và Kinh tế trong nước					
Chính sách sửa đổi luật					
1	Luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP)		Đan xen	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	Sửa đổi luật đầu tư, luật doanh nghiệp		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
3	Luật chứng khoán sửa đổi	01/01/2021	Tích cực	Mạnh	Bắt đầu ảnh hưởng
4	Giá thực phẩm, giá xăng tăng		Tiêu cực	Trung bình	Đang ảnh hưởng
5	Việt Nam nâng hạng thị trường sơ cấp FTSE Russell		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng

STT	Chính sách và Thông tin vĩ mô công bố	Ngày hiệu lực	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng	Tình trạng 12/01/2021
6	Việt Nam tăng tỉ trọng trong rổ MSCI Frontier do Kuwait được nâng hạng	11/2020	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
7	Tăng cổ phần hóa và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước		Trung lập	Trung bình	Đang ảnh hưởng
Chính sách tiền tệ					
8	Việt Nam nằm trong danh sách thao túng tiền tệ, tỷ giá USD/VND giảm mạnh		Trung lập	Rất Mạnh	Chưa ảnh hưởng
9	Giảm lãi suất		Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
10	Tỉ lệ an toàn vốn tối thiểu của các NH ở mức 8%	01/01/2020	Đan xen	Trung bình	Đã ảnh hưởng
Chính sách chứng khoán					
11	Cho phép bán chứng khoán chờ về		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
12	Chứng chỉ lưu ký, chứng chỉ lưu ký không quyền biểu quyết		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
13	Đề án phân bổ cổ phiếu niêm yết, nới biên độ		Đan xen	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
14	Niem yết NHTMCP và thoái vốn Agribank		Tích cực	Mạnh	Chưa ảnh hưởng
15	Nâng điều kiện công ty đại chúng		Đan xen	Trung bình	Chưa ảnh hưởng
Các Hiệp định thương mại tự do					
1	EVFTA	Hoàn tất đàm phán	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
2	UKVFTA	Hoàn tất đàm phán	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng
3	RCEP ASEAN	Hoàn tất đàm phán	Tích cực	Mạnh	Đang ảnh hưởng

Nguồn: BSC Research

4. Tóm tắt nhận định Triển vọng ngành 2021

Chúng tôi đánh giá năm 2021 sẽ là năm có nhiều cơ hội để trở thành nước dẫn đầu về mặt tăng trưởng kinh tế hậu Covid-19 trong khu vực. Các ngành dự kiến sẽ ghi nhận mức phục hồi tích cực về mặt hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi của mỗi ngành và các doanh nghiệp sẽ tương đối phân hóa tùy theo (1) Chính sách điều hành, trọng tâm của chính phủ, (2) Nội lực và sức khỏe tài chính của mỗi doanh nghiệp, (3) Định hướng chiến lược của ban lãnh đạo từng công ty. Dựa trên một số chủ đề chính mà chúng tôi đã đề cập, BSC đưa ra 3 yếu tố cốt lõi và trọng tâm và mức độ ảnh hưởng đến các ngành:

I/ Vaccine cho Covid-19 bắt đầu được phân phối rộng rãi và nền kinh tế chung dần hồi phục. [\(Trang 11\)](#)

- a. Thị trường tiêu dùng nội địa sẽ dần phục hồi tuy nhiên tốc độ sẽ ở mức chậm: Tiêu dùng, Hàng Không, Nhà Hàng – Khách sạn, Du lịch, F&B.
- b. Thị trường xuất khẩu sẽ hồi phục tích cực hơn nhờ vào (i) Vaccine cho Covid-19 sẽ tiếp cận các nước Châu Âu và Mỹ sớm hơn khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, (ii) Các hiệp định thương mại mới EV-FTA, UK-FTA: Đệt may, Thủy sản, Săm lốp.

II/ Giá dầu phục hồi đi kèm nhu cầu về khí cao tuy nhiên dự địa tăng trưởng nhóm ngành dầu khí và điện sẽ bị hạn chế do: sản [\(Trang 45\)](#)

- a. Nguồn cung dự kiến vẫn thiếu hụt dù đã bổ sung thêm một số mỏ mới
- b. LNG là tương lai ngành khí và điện khí của Việt Nam

III/ Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng – Thu hút vốn FDI – Giải phóng nguồn cung bất động sản [\(Trang 61\)](#)

- c. Đẩy mạnh xây dựng hạ tầng sẽ giải quyết “nút thắt cổ chai” về chi phí vận chuyển, tạo ra nền tảng vững chắc cho ngành BĐS Khu công nghiệp – Cảng Biển – Vận tải phát triển trong dài hạn
- d. Đại dịch Covid – 19 được xem như “liều thuốc vaccine” thúc đẩy quá trình dịch chuyển thu hút vốn FDI diễn ra nhanh hơn.
- e. Nguồn cung bất động sản dự kiến dần hồi phục

5. Triển vọng ngành 2021

Ngành	Quan điểm ngành	Ghi chú	Cổ phiếu lưu ý
I/ Vaccine liều thuốc cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán			
Ngân hàng	Khả quan	- BSC dự báo tăng trưởng tín dụng của toàn ngành ngân hàng đạt mức 14.0% trong năm 2021. - Mặt bằng lãi suất được kỳ vọng sẽ ở mức thấp trong năm 2021. - BSC dự báo tổng thu nhập hoạt động (TOI) của toàn ngành ngân hàng +12.7% yoy trong năm 2021 - Tiết giảm chi phí, hạ mức CIR về trung bình 36.2% trong năm 2021. - Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt.	ACB, VCB, BID, CTG, MBB, STB, HDB, TCB, VPB, TPB, VIB, LPB
Tiêu dùng	Khả quan	- BSC kỳ vọng tăng trưởng ngành bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong 2021 có thể đạt mức 10%. - Nhóm hàng hóa tiêu dùng không thiết yếu kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2021 nhờ vào: (1) Phục hồi thu nhập khả dụng; (2) Tầng lớp trung lưu tăng lên; (3) Bất động sản phục hồi làm tăng tốc độ đô thị hóa và diện tích chuỗi bán lẻ. - BSC duy trì khuyến nghị Tích cực với ngành tiêu dùng không thiết yếu trong 2021.	MWG, PNJ, VNM, MSN, SAB
Bảo hiểm	Trung lập	Ngành BHPNT Việt Nam vẫn có nhiều tiềm năng tăng trưởng do (1) cơ cấu dân số độ tuổi lao động chiếm gần 70% và tăng trưởng GDP 6-7%/năm và (2) tỷ lệ sử dụng BHPNT tại Việt Nam ở mức khá thấp (0.88% so với mức trung bình 3-4% trong khu vực).	
Cao su và sẫm lốp	Trung lập	- Giá cao su năm 2020 tăng mạnh vào cuối năm và ổn định ở mức trung bình 255 JPY/kg(+37% yoy). - Các doanh nghiệp sẫm lốp được kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ khả quan trong 2021 nhờ nhu cầu sản xuất ô tô tăng trở lại sau đại dịch Covid-19	DRC,PHR
Dệt may	Trung lập	- Năm 2021, BSC cho rằng (i) Giá trị đơn hàng dệt may sẽ phục thuộc vào tốc độ hồi phục của nhu cầu mua sắm tại các thị trường xuất khẩu (ii) Dệt may Việt Nam sẽ cạnh tranh hơn tại thị trường EU nhờ tác động của Hiệp định EV – FTA và việc Campuchia bị áp thuế cao - Rủi ro giá vận chuyển quốc tế tăng mạnh (do thiếu container) ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn do khách hàng có thể trì hoãn việc giao hàng	MSH,TNG

Dược	Trung lập	- Năm 2021, BSC cho rằng triển vọng các doanh nghiệp nội địa giữa hai kênh Phân phối tiếp tục trái ngược nhau: (i) Kênh Nhà thuốc đi ngang do thị trường bão hòa (ii) Kênh Đầu thầu tiếp tục đà tăng trưởng. - BSC cho rằng việc hai chuỗi nhà thuốc PharmaCity và Long Châu đều đặt kế hoạch tăng trưởng cửa hàng cao sẽ tạo ra thay đổi trong cơ cấu thị phần Kênh nhà thuốc trong năm 2021. - BSC duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành Dược trong năm 2021	DHG
Đường	Trung lập	- Ngành đường toàn cầu sẽ phục hồi trở lại trong năm 2021 sau khi chịu ảnh hưởng khá tiêu cực bởi tác động của dịch bệnh COVID-19. - Giá đường thế giới quay trở lại đỉnh đầu năm 2020 là 15.37 cents/lb (tăng +11.7% YoY). - Tình hình ngành đường Việt Nam có thể được hưởng lợi từ chính sách chống bán phá giá của chính phủ.	QNS, SBT
Thủy sản	Trung lập	- Năm 2021, BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ phục hồi tại các thị trường xuất khẩu sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng các sản phẩm thủy sản. - Các Hiệp định tiếp tục có ảnh hưởng tích cực trong năm 2021 theo lộ trình giảm thuế - Rủi ro giá vận chuyển quốc tế tăng mạnh (do thiếu container) ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn do làm giảm nhu cầu nhập khẩu thủy sản từ khách hàng	VHC, ANV
Ô tô	Trung lập	- Thị trường ô tô 11T2020 tiếp nối đà phục hồi từ quý 3. Doanh số ô tô tháng 11/2020 tăng +9% so với tháng 10/2020, và +15%yoy - BSC dự báo doanh số bán xe trung bình năm 2020 sẽ ở mức giảm -15-20% yoy nhờ các quy định chính phủ đưa ra kích thích tiêu dùng.	VEA
II/ Nhu cầu về khí cao, liên tục tăng trưởng nhưng nguồn khí cung cấp vẫn thiếu hụt, dẫn đến hạn chế tăng trưởng cả nhóm ngành dầu và điện khí.....			
Dầu khí – Phân bón	Trung lập	- Tổng tiêu thụ dầu thế giới đã tăng từ mức đáy 80 triệu thùng/ngày (tháng 04/2020) lên mức 96 triệu thùng/ngày (tháng 11/2020), so với mức tiêu thụ trước dịch khoảng 100 triệu thùng/ngày. - OPEC+ thống nhất tăng cường cắt giảm 1.4 triệu thùng/ngày trong T1/2021 và cắt thêm 0.9 triệu thùng/ngày trong T2-T3/2021, tạo nền tảng hỗ trợ cho giá dầu. - Sản lượng khai thác dầu thô Việt Nam suy giảm bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2015-2019, sản lượng nhập khẩu cùng kỳ tăng bình quân 156% nhằm phục vụ hoạt động lọc dầu. - BSC nâng quan điểm từ KÉM KHẢ QUAN lên TRUNG LẬP đối với nhóm ngành dầu khí năm 2021 với giả định giá dầu thế giới cải thiện lên mức trung bình 55 USD/thùng, và khuyến nghị MUA với nhóm cổ phiếu thượng nguồn và hạ nguồn được hưởng lợi từ giá dầu hồi phục như GAS, PLX, PVS.	GAS, PLX, PVS, PVT, DCM, DPM

		Bên cạnh đó, BSC hạ quan điểm quan điểm từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP đối với ngành đạm khí năm 2021 do các doanh nghiệp ngành này sẽ chịu tác động tiêu cực trực tiếp khi giá dầu hồi phục.	
Điện	Trung lập	- Sản lượng điện thương phẩm 2021 dự báo tăng trưởng 9.0% so với năm 2020. - Dự thảo QHĐ 8 hướng tới việc tập trung đầu tư vào các nguồn NLTT và LNG trong tương lai. - La Nina tiếp diễn là tin tích cực với các nhà máy thủy điện nhưng sẽ là yếu tố tiêu cực đối với các DN nhiệt điện than & khí.	PPC, HND, PC1, POW REE, NT2
III/ Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng – Thu hút vốn FDI – Giải phóng nguồn cung bất động sản.			
Bất động sản	Khả quan	- Nguồn cung sẽ dần cải thiện trong năm 2021, Covid-19 tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh việc mở rộng quỹ đất và M&A doanh nghiệp. - Xu hướng dịch chuyển đầu tư và phát triển dự án sang phía Đông thành phố và các tỉnh thành cấp 1-2 lân cận. - Môi trường lãi suất thấp dự kiến cũng sẽ gián tiếp hỗ trợ tích cực đến ngành bất động sản. - Sự thay đổi cấu trúc tài chính đáng kể của các doanh nghiệp bất động sản với kênh trái phiếu trở thành kênh huy động chính - BSC khuyến nghị Khả quan đối với ngành bất động sản trong năm 2021	VHM, KDH, DXG, NLG, NVL
Bất động sản khu công nghiệp	Khả quan	- Thị trường bất động sản công nghiệp Việt Nam vẫn được kỳ vọng hưởng lợi trong dài hạn nhờ nhu cầu gia tăng bởi dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang các nước khác. - Vốn FDI đăng ký 11T2020 đạt 13.6 tỷ USD (-7.6% yoy), mặc dù vẫn ở mức giảm tuy nhiên đã có xu hướng cải thiện so với các tháng đầu năm. - Tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp Phía Bắc quý 3/2020 đạt 79% (+160bps sv Quý 1/2020) và giá cho thuê vẫn có xu hướng tăng nhẹ (+7% yoy).	KBC, SIP
Cảng biển	Khả quan	- Năm 2021, BSC dự báo sản lượng Container thông qua toàn bộ mảng cảng đạt 25 triệu TEUS (+14% yoy). Tình trạng thiếu container vẫn tiếp tục làm chậm đà tăng trưởng sản lượng. BSC cho rằng tình trạng này sẽ bớt trầm trọng sau Quý 1. - Cạnh tranh giữa nhóm cảng Lạch Huyện và cảng Sông Cấm sẽ gay gắt hơn do thu hẹp chênh lệch về giá dịch vụ. - BSC cho rằng SL Container qua cảng Cái Mép Thị Vải (CM-TV) sẽ đạt tăng trưởng 23% trong năm 2021. Các dự án kết nối sẽ được đẩy nhanh tiến độ hơn, kỳ vọng sẽ nâng khả năng cạnh tranh của cảng CM-TV.	GMD

Thép	Khả quan	- Giá nguyên liệu thô đứng trước nhiều yếu tố bất ngờ; quan điểm của BSC là giá quặng sẽ giảm dần về cuối năm; giá than nhiều khả năng sẽ hồi phục nhẹ. - BSC đánh giá áp lực giảm đối với giá bán các sản phẩm thép đầu ra thấp do nhu cầu hồi phục tốt và diễn biến giá nguyên liệu bù trừ lẫn nhau.	HPG, HSG, NKG
Nhựa	Trung lập	- BSC cho rằng nhu cầu đối với các sản phẩm nhựa giữ tốc độ tăng trưởng 5-7% của ngành trong năm 2021, ít có đột biến. - Giá hạt nhựa năm 2021 dự báo sẽ cao hơn bình quân năm 2020, làm giảm biên lợi nhuận tại một số doanh nghiệp nhựa xây dựng.	BMP, NTP, APH
Xây dựng	Trung lập	- Tổng giá trị ngành xây dựng đạt 261 ngàn tỷ đồng tăng +6.8% YoY nhờ nỗ lực giải ngân đầu tư của chính phủ. - Giá trị ngành xây dựng Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng ở mức 6.7%-7.2% trong 2021-2028 đóng góp khoảng 6% cho GDP Việt Nam. - Giai đoạn 2021-2025 sẽ là năm xây dựng các dự án lớn của Việt Nam.	C4G
Xi Măng	Trung lập	- BSC dự báo tiêu thụ xi măng năm 2021 đạt 105-107 triệu tấn (+5-7% YoY) nhờ sự hồi phục tích cực của nhu cầu nội địa và xuất khẩu - Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng năm 2021 sẽ được cải thiện nhờ tiêu thụ khả quan và áp lực tăng giá than thấp. - Trong trung hạn, công suất ngành được mở rộng làm gia tăng áp lực cạnh tranh.	HT1

Nguồn: BSC Research

6. Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị 2021

Mã CK	DT 2021	LNST 2021	EPS 2021	P/E fwd 2021	P/B 2021	ROE	ROA	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
VCB	56,165	24,531	6,814	19.9	3.5	19%	2%	107,000	120,000
CTG	36,555	9,174	2,463	7.9	1.3	18%	1%	38,850	45,000
TCB	24,046	11,645	3,326	7.9	1.3	19%	3%	34,600	45,000
VPB	40,093	10,125	4,002	7.3	1.4	21%	2%	34,900	40,000
MBB	27,218	9,480	3,702	5.7	1	20%	2%	25,900	35,000
HDB	13,020	4,542	4,090	4.5	0.8	20%	2%	26,800	37,000
STB	15,452	2,353	1,248	9.8	1.1	12%	1%	18,450	22,000
TPB	8,088	3,294	3,845	5.1	1.1	25%	2%	28,350	35,000
ACB	18,857	6,855	3,874	5.6	1.1	22%	2%	29,900	35,000
VIB	9,984	3,533	3,727	5.9	1.4	27%	2%	35,000	37,500
LPB	6,403	1,648	1,816	5.1	0.8	16%	1%	14,000	16,000
PNJ	19,094	1,223	5,347	12.86	2.74	23%	14%	88,600	90,250
MWG	131,421	4,815	10,626	11	2.8	25%	11%	116,000	168,400
VNM	64,176	12,218	5,445	19.98	5.24	30%	22%	107,800	117,600
MSN	96,976	1,496	1256	66.3	4	6%	1%	88,900	100,000
SAB	30,876	5,032	7510	25.4	4.9	21%	16%	195,000	200,000
QNS	7,759	1,190	2,933	11.9	2	18%	14%	39,300	42,000
FPT	30,049	5,280	5,008	11.6	2.1	24%	13%	59100	67,000
VTP	22,002	534	6,490	16.6	4	39%	10%	108500	126,000
PPC	7600	950	2914	8.6	1.2	10%	8%	24,450	25100
HND	9150	997	1993	9.4	1.3	14%	10%	19,000	20300
POW	29785	2751	1040	8.4	1	9%	5%	22,250	25,800
NT2	6907	788	2952	12.6	1	18%	12%	13,600	15,400
REE	5641	1761	5505	8.7	1.3	15%	9%	48,950	55,600
PC1	6131	497	2653	7.9	1.4	12%	6%	24,600	26,200
KBC	3,795	1100	2,654	11	0.7	13%	8%	27,000	38,128
SIP	4,476	687	11,545	15.2	6.4	17%	11%	174,900	225,505
VHM	103,699	25,560	9,572	9.4	2.4	36%	11%	89,500	102,400
KDH	4,240	32,060	2,382	12.3	1.6	13%	8%	29,300	31,200
DXG	7,907	1,365	2,334	6.8	1	15%	5%	15,950	23,100
NLG	2,292	1,278	4,495	6.5	1.1	16%	8%	29,500	36,000
NVL	17,793	1,229	4,115	16.2	2.4	16%	3%	66,700	64,300
GAS	77,808	11,631	5,956	14.5	3	21%	16%	86,900	105,000
PVS	19,550	131	1,988	8.9	1	8%	4%	17,800	22,000
HVN	77,435	2,624	1,865	18.1	2.6	14%	4%	33,750	N/A
VJC	63,197	5,822	11,114	13.1	3.75	32%	13%	146,200	156,800
VHC	10,522	1,266	6,906	6.1	1.3	23%	17%	41400	55,700
ANV	4,830	424	3,050	8.2	1.8	15%	10%	24,950	27,500

DHG	4,243	682	4,641	13.6	1.7	28%	20%	108,000	94,500
PHR	2,001	1,109	9,887	6.5	2.8	18%	11%	64,600	69,000
DRC	3,501	354	2,963	8	1.4	14%	8%	22,800	28,060
MSH	3,933	297	5,943	6.6	1.4	25%	11%	39,700	42,900
TNG	4,429	178	2,665	6.2	0.87	15%	5%	15,600	18,700
HPG	124,131	18,890	5,430	7.6	2.1	28%	14%	41,450	50,300
HSG	32,180	1,460	3,181	7	1.3	20%	8%	22,150	28,630
NKG	14,100	254	1,426	10.5	0.8	8%	3%	15,000	N/A
HT1	9,015	836	1,974	8.8	1.2	11%	7%	17,450	19,750
BMP	4,763	435	4,785	13.1	1.7	19%	16%	62,600	60,300
NTP	4,985	495	3,994	9	1.3	16%	11%	36,000	43,900
APH	N/A	590	4,233	17.7	3.7	N/A	N/A	74,800	N/A
PLX	182,510	3,918	3,268	16.1	2.1	13%	6%	54,600	62,400
GMD	3,059	471	1,379	25.4	1.5	7%	5%	32,600	35,000
ACV	11,959	4,870	2,234	38.7	4.8	12%	8%	81,000	86,500
SCS	760	528	9,834	14.4	6	42%	40%	128,000	140,000
VEA	4,180	5,746	4,324	10.9	2.6	27%	22%	49,000	60,038
DCM	8,092	446	673	20.8	1.2	7%	5%	14,000	15,100
DPM	8,522	499	1,021	18.4	1	6%	6%	18,800	18,100

Nguồn: BSC Research

Chú thích: *chỉ dự phóng kết quả kinh doanh Công ty mẹ

I/ Vaccine liệu thuốc cho nền kinh tế và thị trường chứng khoán

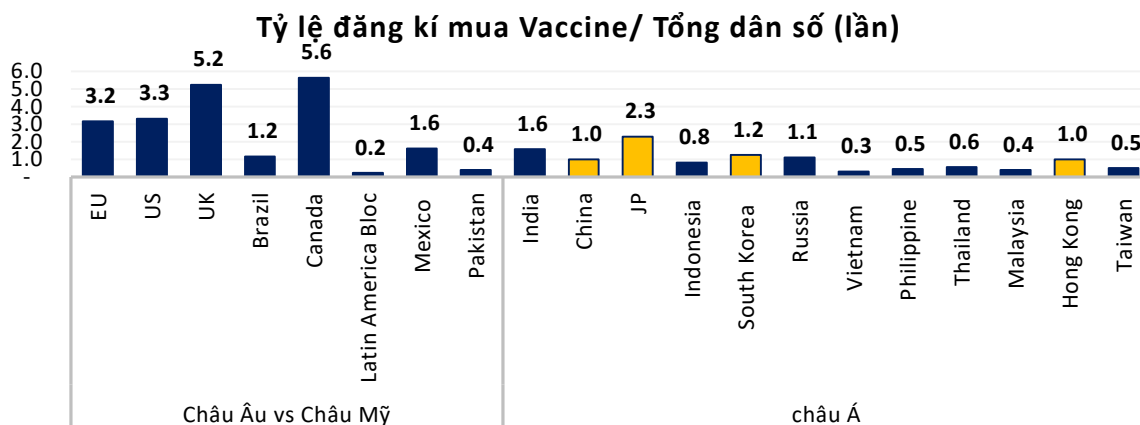
Thứ nhất, tiến triển bào chế Vaccine đã có những bước tiến vượt bậc trong năm 2020, việc đưa vào sử dụng rộng rãi sẽ củng cố đà hồi phục của nhu cầu tiêu thụ. Tính tới thời điểm hiện tại, trên thế giới có hơn 20 loại vaccine đang được nghiên cứu, trong đó, có 8 loại vaccine đang được thử nghiệm ở pha III. Một số nước đã bắt đầu đợt tiêm chủng đầu tiên như Mỹ, Singapore, EU, Anh. Thời gian kiểm nghiệm độ hiệu quả của vaccine và được phân phối rộng rãi hơn sẽ rơi vào nửa cuối năm 2021

Các vắc – xin Covid đang được thử nghiệm ở Pha III trên thế giới

Tên vắc - cin	Quốc gia	Nhà sản xuất	Tiến độ	Thời gian
AZD1222	Mỹ	Đại học Oxford, AstraZeneca	Pha III (30,000)	5/2020-8/2021
Không tên*	Trung Quốc	Sinopharm	Pha III (45,000)	7/2020-7/2021
AdS-nCoV*	Trung Quốc		Pha III (40,000)	3/2020-12/2020
CoronaVac	Trung Quốc	Sinovac, Instituto Butantan	Pha III (10,490)	7/2020-10/2021
BNT162 a1,b1,b2,c2*	Đức	BioNTech	Pha III (30,000)	4/2020-5/2021
mRNA-1273	Mỹ	Moderna	Pha III (30,000)	6/2020-10/2022
Gam-COVID-Vac (Sputnik V)	Nga	Gamaleva Research Institut	Pha III (40,000)	8/2020-5/2021
Ad26.COVS.2	Mỹ	Johnson & Johnson và Jassen	Pha III (60,000)	7/2020-2023

Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC cho rằng trong năm 2021, tuy cách ly xã hội không xảy ra trên diện rộng, nhưng việc phân phối vaccine không đồng đều có thể dẫn tới sự phân hóa về sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng, do tỷ lệ miễn dịch cộng đồng cần thiết sẽ ở mức 60-70% dân số được tiêm chủng. Dựa theo số liệu, các nước chiếm tỷ trọng chính trong xuất khẩu như EU, Mỹ, Trung Quốc dự kiến sẽ là những nước có khả năng đạt tỷ lệ miễn dịch cộng đồng sớm nhất, qua đó sẽ hỗ trợ cho nhóm ngành xuất khẩu như **Dệt May, Thủy sản** phục hồi sớm.



Nguồn: BSC tổng hợp

Các đường bay quốc tế kỳ vọng sẽ mở lại vào từ cuối Q3/2021. Theo đó, một số nước Hàn Quốc – Nhật Bản – Trung Quốc – Đài Loan chiếm hơn 60% SLHK du lịch quốc tế đến Việt Nam dự kiến sẽ được bắt đầu nhận vaccine từ Q1/2021, với tỷ lệ vaccine đăng ký mua/dân số đạt mốc 1.0 lần. Đây sẽ là cú hích lớn lên sự hồi phục của ngành **Hàng Không** vốn đã chịu ảnh hưởng nặng nề từ đợt dịch năm 2020. Nhóm ngành **Nhà hàng - Khách sạn, F&B** và **Bất động sản du lịch nghỉ dưỡng** dự kiến cũng sẽ được hưởng lợi gián tiếp. Ngoài ra, khó khăn về việc di chuyển khảo sát trong quá trình chuyển dịch sản xuất và đầu tư vốn FDI sẽ được phần nào gỡ bỏ.

Thứ hai, thị trường tiêu dùng nội địa năm 2021 sẽ có nhiều chuyển biến tích cực trong giai đoạn bình thường mới: BSC cho rằng sẽ có 3 yếu tố chính tạo động lực tăng trưởng mạnh cho ngành: **(i) Xu hướng thay đổi hành vi tiêu dùng của người dân sau dịch COVID-19:** Tâm lý hành vi tiêu dùng thay đổi trong đó tăng chi tiêu các sản phẩm không thiết yếu nhiều hơn sau khi thỏa mãn nhu cầu thiết yếu; **(ii) Xu hướng M&A trong ngành bán lẻ và tiêu dùng:** Các doanh nghiệp lớn sẽ thôn tóm các doanh nghiệp nhỏ để gia tăng thị phần trong ngành như Doji mua lại Thế Giới Kim Cương trong T5/2020, MSN mua lại Vincommerce và NET, VNM mua GTN; **(iii) Xu hướng cao cấp hóa:** Các doanh nghiệp sẽ tập trung vào cao cấp hóa sản phẩm để đáp ứng nhu cầu cao của người tiêu dùng, điển hình: MSN tiếp tục tập trung cao cấp hóa các dòng sản phẩm thiết yếu, PNJ phục hồi trang sức bán lẻ trong 2021.

Cuối cùng, đối với mặt hàng xuất khẩu (thủy sản và dệt may), tác động của các Hiệp định tiếp tục duy trì ảnh hưởng tích cực trong năm 2021. Đây cũng là năm đầu tiên Hiệp định UK – FTA (thay thế cho hiệp định EV – FTA riêng với nước Anh) và là năm thứ hai Hiệp định EV – FTA có hiệu lực. Đối với sản phẩm Thủy sản, tôm tiếp tục được hưởng mức thuế 0% trong khi thuế của cá tra sẽ tiếp tục giảm (từ 6% về 3%). Đối với sản phẩm Dệt may, quy tắc xuất xứ “Từ vải trở đi” tiếp tục là thách thức trong ngắn hạn để sản phẩm Dệt may Việt Nam được hưởng ưu đãi về thuế. Tuy nhiên, BSC cho rằng xu hướng chuyển dịch tìm kiếm nguồn nguyên liệu (i) trong nước và (ii) Hàn Quốc (nước Việt Nam đã ký thỏa thuận cộng gộp) sẽ diễn ra mạnh mẽ trong năm sau để đáp ứng quy tắc xuất xứ của Hiệp định.

Ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông [Khả quan]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú

Email: tuntc@bsc.com.vn

- Đối với ngành Công nghệ thông tin, BSC kỳ vọng doanh nghiệp được hưởng lợi nhờ hai yếu tố (i) Xu hướng Chuyển đổi số tại Việt Nam và trên thế giới (ii) Các gói thầu đầu tư Công nghệ
- Đối với ngành Viễn thông, BSC cho rằng (i) Thuê bao băng rộng cố định (ii) Mạng 5G sẽ là hai yếu tố tăng trưởng đối với các doanh nghiệp.
- BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Công nghệ thông tin – Bưu chính viễn thông trong năm 2021

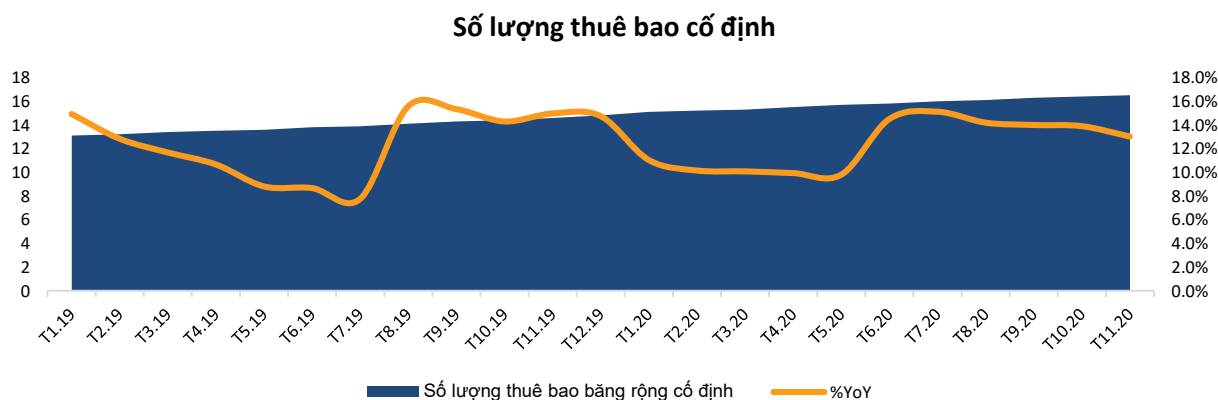
Đối với ngành Công nghệ thông tin, trong năm 2021, BSC kỳ vọng doanh nghiệp được hưởng lợi nhờ hai yếu tố: (i) Xu hướng Chuyển đổi số tại Việt Nam và trên thế giới (ii) Các gói thầu đầu tư công nghệ.

Xu hướng Chuyển đổi số kỳ vọng sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn khi khách hàng nhận thấy tầm quan trọng của việc số hóa sau dịch Covid (giảm chi phí, tăng hiệu suất,...). Nhu cầu Chuyển đổi số tăng cao của khách hàng trên thế giới sẽ giúp các doanh nghiệp Xuất khẩu phần mềm được hưởng lợi (FPT, CMG) (Doanh thu Chuyển đổi số của FPT tăng trưởng 38% trong 10T.2020 bất chấp bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh). Tại Việt Nam, BSC kỳ vọng các doanh nghiệp nội địa có sản phẩm “Made in Vietnam” sẽ được ưu tiên trong dự án Chuyển đổi số của Chính phủ.

Các gói thầu về công nghệ dự kiến được đẩy mạnh trong năm 2021 nhờ (i) Gói thầu từ đầu tư công (ii) Gói thầu thường niên về công nghệ. Gói công nghệ thông tin cho 11 tuyến đường sẽ có giá trị tổng cộng là 4,000 tỷ đồng – tập trung vào các dịch vụ như Giao thông thông minh, Giám sát điều hành, Thu phí tự động (Các doanh nghiệp được hưởng lợi: ITD, ELC, HUT). Ngoài ra, các gói thầu thường niên về công nghệ sẽ được triển khai trở lại trong năm 2021 sau khi bị gián đoạn trong năm 2020.

Đối với ngành Viễn thông, năm 2021, BSC cho rằng (i) Thuê bao băng rộng cố định (ii) Mạng 5G sẽ là hai yếu tố tăng trưởng đối với các doanh nghiệp.

Thuê bao băng rộng di động tiếp tục tăng trưởng hai chữ số. Mặc dù ngành Viễn thông nhìn chung đã bão hòa, BSC cho rằng phân khúc băng rộng cố định vẫn có nhiều tiềm năng tăng trưởng khi BSC ước tính tỷ lệ thâm nhập tại Việt Nam đạt 14.2 trong khi tỷ lệ của thế giới là 14.9.



Nguồn: Vnta

Mạng 5G kỳ vọng tiếp tục được chú trọng trong năm 2021. Tuy mục tiêu thương mại hóa mạng 5G tại Việt Nam chưa đạt được trong năm 2020 (do ảnh hưởng của Covid – 19) nhưng cả ba nhà mạng (Viettel, VinaPhone và MobiFone) đều đã triển khai một phần tại hai thành phố lớn (Hà Nội, Hồ Chí Minh). BSC cho rằng năm 2021 tiếp tục là năm để ba nhà mạng mở rộng mạng 5G hướng tới triển khai toàn quốc Việt Nam.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành CNTT – Viễn Thông. Đối với cổ phiếu ngành CNTT, chúng tôi kỳ vọng mảng Xuất khẩu phần mềm hồi phục dần trở lại trong các tháng cuối năm (FPT) và mảng Viễn thông (băng thông rộng cố định) tiếp tục đà tăng trưởng tốt trong năm 2021 (FPT, CMG). Đối với cổ phiếu ngành Bưu chính (VTP), chúng tôi kỳ vọng xu hướng mua sắm trực tuyến sẽ mạnh mẽ hơn sau dịch là động lực tăng trưởng chính cho số lượng đơn hàng vận chuyển. Ngoài ra, việc mở rộng đầu tư cho hạ tầng logistics cũng sẽ được Viettel Post tập trung trong năm 2021.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	%YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	%YoY	EPS 2021 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 11/01/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
FPT	30,049	19%	5,280	21%	5,008	11.6	2.1	59,100	67,000	13%
VTP	22,002	14%	534	28%	6,490	16.6	4.0	108,500	126,000	16%

Ngành Ngân Hàng [Khả quan]

Chuyên viên phân tích: Vương Chí Tâm

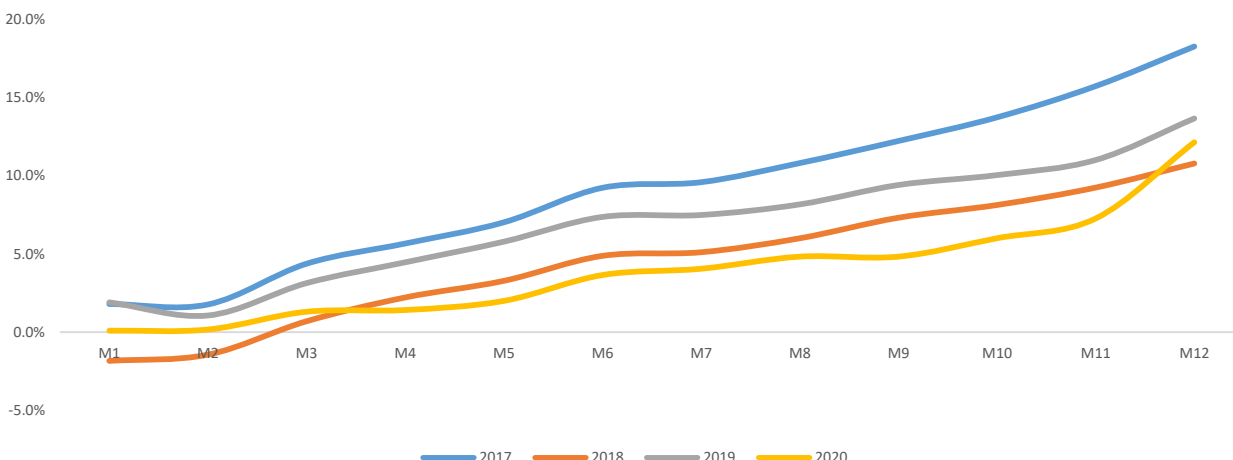
Email: Tamvc@bsc.com.vn

BSC dự báo tăng trưởng tín dụng của toàn ngành ngân hàng đạt mức 14.0% trong năm 2021.

Tăng trưởng tín dụng năm 2020 ở mức 12.13%, thấp nhất trong nhiều năm gần đây do ảnh hưởng bởi dịch bệnh COVID-19 trong Q1 – Q3, khiến nhu cầu tín dụng suy giảm. Nhiều ngân hàng chủ động giảm cho vay cá nhân và SME do lo ngại về nợ xấu trong thời gian này. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng Q4.2020 đã có sự phục hồi mạnh nhờ những thông tin tích cực hỗ trợ thị trường đến từ vaccine.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn ngành sẽ đạt mức ~14.0% trong năm 2021 nhờ (1) nền kinh tế phục hồi, các DN quay trở lại sản xuất kinh doanh, (2) mặt bằng lãi suất thấp hỗ trợ tăng trưởng, (3) đẩy mạnh đầu tư công kích thích giải ngân cho vay vào các dự án về xây dựng cầu đường.

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng đẩy mạnh vào tháng cuối năm

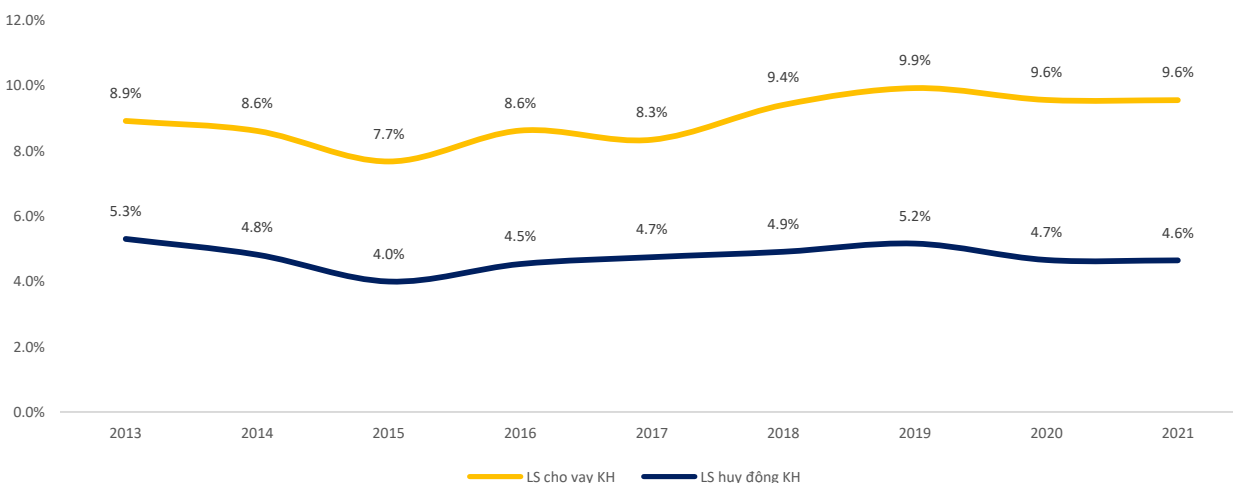


Nguồn: SBV, BSC Research

Mặt bằng lãi suất được kỳ vọng sẽ ở mức thấp trong năm 2021.

Mặt bằng lãi suất được cắt giảm trong năm 2020 nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Trong năm 2020, NHNN đã nhiều lần cắt giảm lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

Về chính sách tài khóa và tiền tệ, BSC cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục đi theo hướng kích thích, giữ mặt bằng lãi suất ở mức thấp như hiện nay. Việc giữ vững mặt bằng lãi suất hiện tại sẽ giúp (1) hỗ trợ các DN bị ảnh hưởng có thêm nguồn vốn để phục hồi, (2) thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế trong năm 2021.

Hình 2: Mặt bằng lãi suất ổn định

Nguồn: Các NH niêm yết, BSC Research

BSC dự báo tổng thu nhập hoạt động (TOI) của toàn ngành ngân hàng +12.7% yoy trong năm 2021

Thu nhập lãi thuần (NII) được dự báo tăng trưởng ở mức 17.5% yoy trong năm 2021 nhờ (1) tăng trưởng tín dụng +14% yoy, (2) mặt bằng lãi suất ổn định, (3) các khoản nợ tái cơ cấu hết thời hạn hỗ trợ lãi suất.

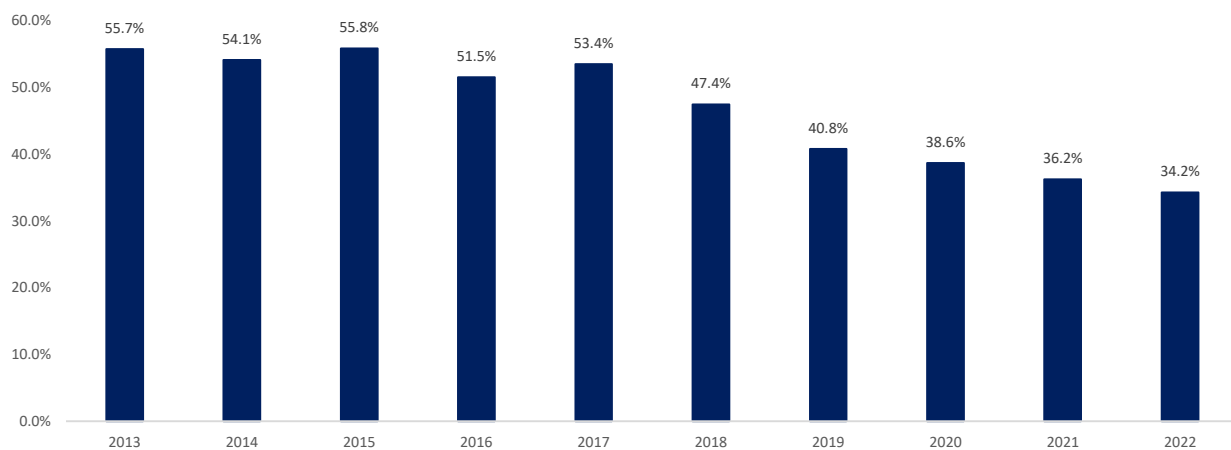
BSC cho rằng thu ngoài lãi sẽ tăng trưởng trở lại, chủ yếu từ:

- Phí dịch vụ +11.6% yoy. Các ngân hàng đẩy mạnh hoạt động từ phí sau khoảng thời gian giảm phí. Thêm vào đó, hoạt động bán bảo hiểm được đẩy mạnh khi kinh tế hồi phục, từ đó đóng góp vào tăng trưởng phí dịch vụ.
- Các khoản LN từ bán trái phiếu chính phủ sẽ không ở mức cao do nhiều ngân hàng đã ghi nhận lãi lớn từ năm 2020, và không đẩy mạnh hoạt động này.
- Thu hồi từ nợ đã xóa phục hồi nhờ nền kinh tế hồi phục.

Tiết giảm chi phí, hạ mức CIR về trung bình 36.2% trong năm 2021.

Trong giai đoạn từ 2013 – 2020, cắt giảm chi phí và tăng hiệu quả hoạt động là hướng đi chung của các ngân hàng, CIR toàn ngành được cắt giảm từ ~55% xuống mức ~40%. Chúng tôi cho rằng việc tăng hiệu quả hoạt động của nhân viên, đẩy mạnh bán chéo các sản phẩm ngân hàng và đẩy mạnh đầu tư hệ thống và digital banking sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng CIR toàn hệ thống sẽ tiếp tục được cắt giảm xuống mức 36.2% trong năm 2021 và 34.2% trong năm 2022.

Hình x: Tiết giảm chi phí hỗ trợ LN (CIR giảm dần)

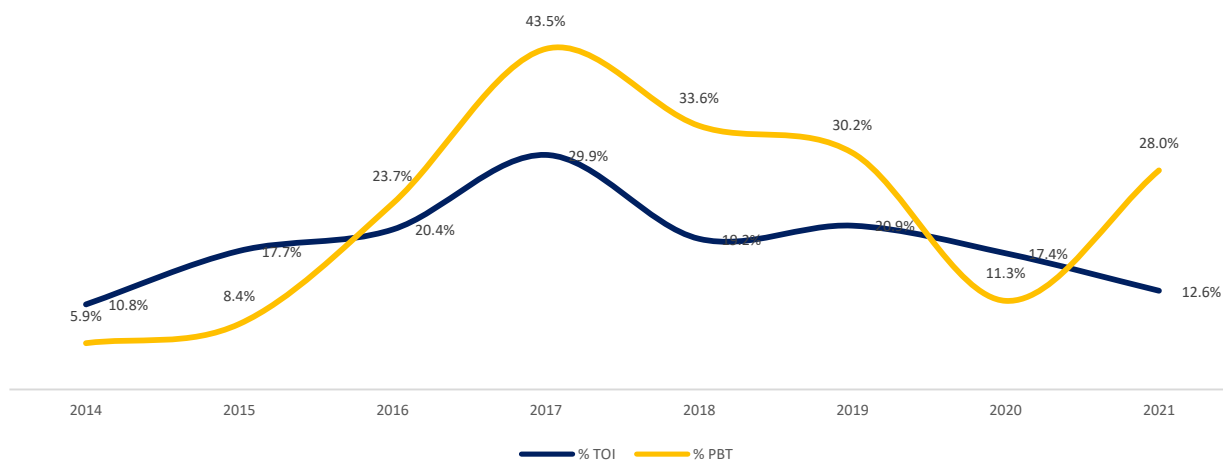


Nguồn: Các NH niêm yết, BSC Research

BSC cho rằng LNTT toàn ngành ngân hàng sẽ +28.0% yoy trong năm 2021.

BSC cho rằng LNTT toàn ngành sẽ tăng trưởng mạnh ở mức +28.0% yoy, đóng góp chủ yếu bởi (1) tăng trưởng tín dụng +14% trong năm 2021, (2) mặt bằng lãi suất đi ngang, tuy nhiên NIM của toàn ngành sẽ tăng trưởng nhẹ nhờ việc giảm áp lực hỗ trợ lãi suất, (3) giảm áp lực chi phí dự phòng.

Hình x: Tăng trưởng LN phục hồi nhờ giảm bớt áp lực dự phòng



Nguồn: Các NH niêm yết, BSC Research

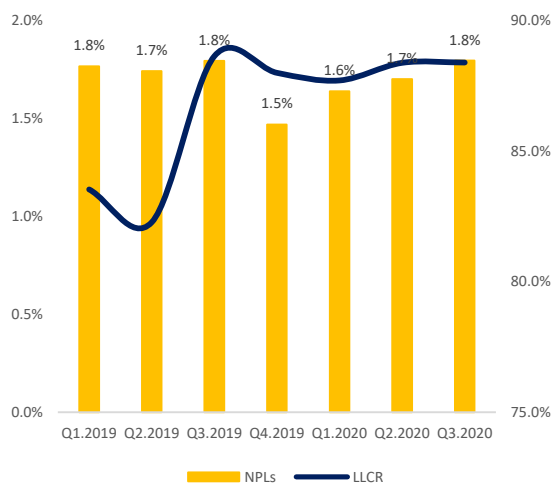
Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt.

BSC kỳ vọng nợ xấu toàn ngành sẽ được kiểm soát ở mức 1.8% trong năm 2021.

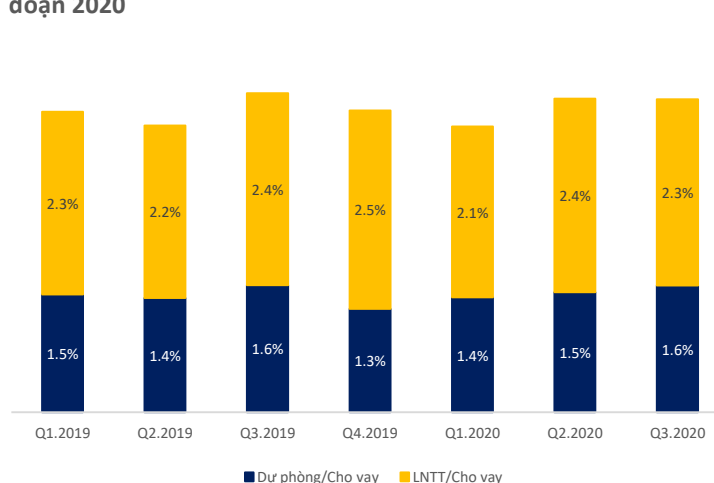
Nợ xấu trong năm 2020 được kiểm soát tốt <2.0%. Đây là kết quả ấn tượng trước tình hình dịch bệnh phức tạp. Tổng nợ xấu nội bảng ở mức 97,124 tỷ VND (+29.2% ytd). Hiện nay, khoản nợ VAMC lớn nhất thuộc về STB (~30,000 tỷ VND) trong khi hầu hết các ngân hàng đã xử lý xong nợ VAMC trước hạn (CTG, BID).

Nền kinh tế được kỳ vọng phục hồi là điểm giúp nợ xấu của toàn ngành được cải thiện và được kiểm soát dưới mức 2.0%. Bên cạnh đó, nhiều ngân hàng đã nâng cấp tiêu chuẩn cho vay và quy trình xét duyệt tín dụng, từ đó giúp việc kiểm soát nợ xấu chặt chẽ hơn.

Hình x: Nợ xấu được kiểm soát tốt



Hình x: Các ngân hàng gia tăng dự phòng trong giai đoạn 2020



Nguồn: BSC, các ngân hàng niêm yết

Các khoản nợ tái cơ cấu, theo quan điểm của BSC, sẽ không có nhiều ảnh hưởng đến chất lượng tài sản chung của toàn ngành.

Theo số liệu của NHNN, tính đến hết T11.2020, các TCTD đã cơ cấu lại thời hạn trả nợ ~341,800 tỷ VND dư nợ, không tăng nhiều so với ~321,000 tỷ VND cuối T9/2020.

Theo thống kê của BSC, hiện nay dư nợ tái cơ cấu của toàn hệ thống ở mức ~2.6% tổng dư nợ, và khoảng ~80%-90% các khoản nợ tái cơ cấu tại các ngân hàng được đánh giá sẽ quay trở lại hoạt động bình thường trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng các khoản nợ nằm trong diện tái cơ cấu trong thời gian tới sẽ không cần giãn nợ và giảm lãi suất nhờ sự phục hồi của nền kinh tế, và các khoản nợ tái cơ cấu hiện tại sẽ trả được nợ và trở lại nợ nhóm 1.

Việc sửa đổi TT01 trong thời gian tới có thể sẽ đi theo hướng hỗ trợ giảm bớt áp lực trích dự phòng trong thời gian tới khi nợ xấu của các khoản nợ tái cơ cấu có thể trích lập dự phòng trong vòng 3 năm. Trong trường hợp xấu nhất, nếu không có sửa đổi TT01, và với giả định là ~50% các khoản nợ tái cơ cấu trở thành nợ xấu, các ngân hàng hoàn toàn có thể sử dụng nguồn dự phòng để xử lý, do đó không ảnh hưởng đến vốn chủ và LN của toàn ngành.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Ngân hàng trong năm 2021 với quan điểm (1) tăng trưởng LN cao nhờ sự phục hồi của nền kinh tế, (2) kiểm soát tốt chất lượng tài sản sau dịch bệnh. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCB, CTG, VPB, TCB trong năm 2021.

	Vốn hóa	Giá hiện tại	TP 2021	Upside	PE (x)			PB (x)			ROE (%)		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ACB	64,631	29,900	35,000	17.1%	5.9	6.5	5.6	1.2	1.4	1.1	24.6%	24.3%	22.3%
VCB	396,850	107,000	120,000	12.1%	14.4	26.2	19.9	3.3	4.2	3.5	25.9%	17.3%	19.2%
BID	196,677	48,900	N/A	N/A	17.1	29.3	21.6	1.9	2.3	2.1	12.7%	8.3%	10.2%
CTG	144,654	38,850	45,000	15.8%	7.6	10.1	7.9	0.9	1.6	1.3	13.1%	16.9%	18.2%
MBB	72,488	25,900	35,000	35.1%	4.9	6.6	5.7	1.0	1.3	1.0	21.1%	21.0%	19.9%
STB	33,277	18,450	22,000	19.2%	7.3	14.0	9.8	0.6	1.2	1.1	9.6%	8.9%	11.7%
HDB	42,713	26,800	37,000	38.1%	5.6	5.9	4.5	1.0	1.0	0.8	19.4%	19.4%	20.1%
TCB	121,270	34,600	45,000	30.1%	5.9	10.1	7.9	1.0	1.6	1.3	17.7%	17.6%	18.7%
VPB	85,671	34,900	40,000	14.6%	6.0	9.7	7.3	1.1	1.7	1.4	21.5%	19.4%	21.1%
TPB	29,247	28,350	35,000	23.5%	5.1	6.3	5.1	1.1	1.4	1.1	26.1%	25.6%	24.5%
VIB	38,829	35,000	37,500	7.1%	4.2	7.5	5.9	1.0	1.8	1.4	27.1%	27.8%	27.1%
LPB	14,937	13,900	16,000	15.1%	3.9	6.8	5.1	0.6	0.9	0.8	14.0%	13.7%	16.0%
Median					5.9	8.6	6.6	1.0	1.5	1.2	20.3%	18.5%	19.5%

Nguồn: BSC Research, các NH niêm yết

Ngành Tiêu dùng – Bán lẻ [Khả Quan]

Chuyên viên phân tích: Mã Tuấn Minh Hiền

Email: Hienmtm@bsc.com.vn

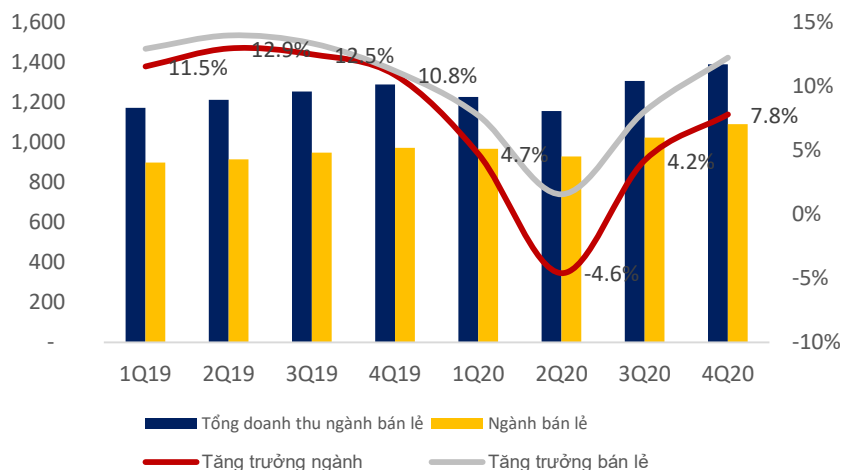
- BSC kỳ vọng tăng trưởng ngành bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong 2021 có thể đạt mức 10%.
- Nhóm hàng hóa tiêu dùng không thiết yếu kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2021 nhờ vào:
- (1) Phục hồi thu nhập khả dụng; (2) Tầng lớp trung lưu tăng lên; (3) Bất động sản phục hồi làm tăng tốc độ đô thị hóa và diện tích chuỗi bán lẻ.
- BSC duy trì khuyến nghị Tích cực với ngành tiêu dùng không thiết yếu trong 2021.

BSC kỳ vọng tăng trưởng ngành bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong 2021 có thể đạt mức 10%.

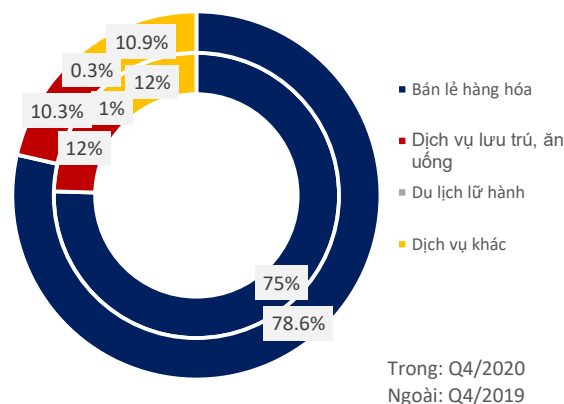
Chúng tôi đánh giá việc kinh tế phục hồi năm 2021 sẽ tạo động lực cho nhóm ngành không thiết yếu sẽ hồi phục với dự báo 10%-20% trong năm 2021 so với năm 2020 giảm 10-20%. Mặc khác, nhóm sản phẩm thiết yếu kỳ vọng tăng trưởng ở mức 10-15% năm 2021 thấp hơn năm 2020 (15%-20%) do xu hướng tích trữ hàng hóa trong mùa dịch giảm đi.

Tổng mức bán hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 5,073 ngàn tỷ (+2.7% YoY) nhờ sự phục hồi mạnh mẽ nhu cầu cuối năm 2020. Theo số liệu quý 4 của tổng cục thống kê, việc tổng mức bán hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 7.8% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ vào nhóm bán lẻ hàng hóa tăng 12.2% YoY chiếm 78% trong tổng doanh số. Nhóm ngành còn lại giảm -5.8% cùng kỳ chiếm 21.4% bao gồm lưu trú và ăn uống, lưu hành và khác.

Tăng trưởng ngành bán lẻ và tiêu dùng VN 2020 (ngàn tỷ)



Cơ cấu doanh thu ngành tiêu dùng Q4/2020 (%)

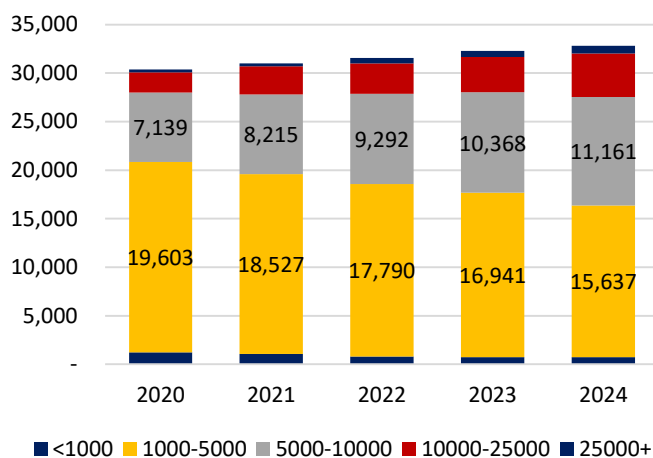


Trong: Q4/2020
Ngoài: Q4/2019

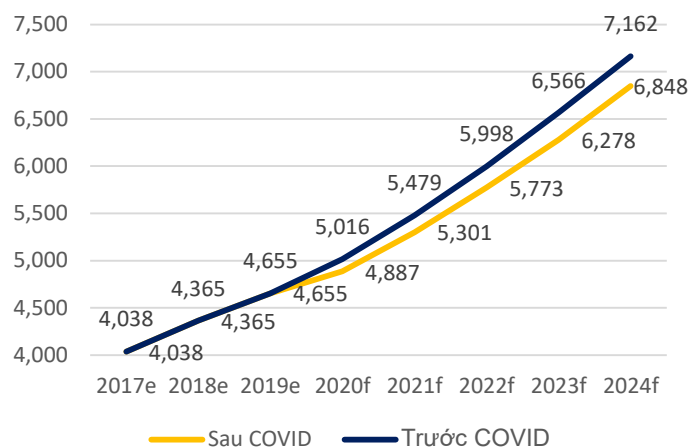
Nguồn: GSO

Nhóm hàng hóa tiêu dùng không thiết yếu kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2021 nhờ vào (1) Kinh tế phục hồi giúp thu nhập khả dụng người dân dự kiến tăng lên mức 4,887 USD trong 2021 (+4.98% YoY). Năm 2020 thu nhập người dân bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 nên mức thu nhập chỉ đạt bình quân 4,655 USD/hộ thấp hơn mức dự báo trước dịch là 5,015 USD/hộ; (2) Tỷ trọng tầng lớp trung lưu – hộ gia đình có mức thu nhập trên 5,000-10,000 USD tăng lên 27.6% năm 2021 từ mức 24% hiện tại 2020;

Xu hướng gia tăng hộ gia đình với thu nhập trên 5,000 USD



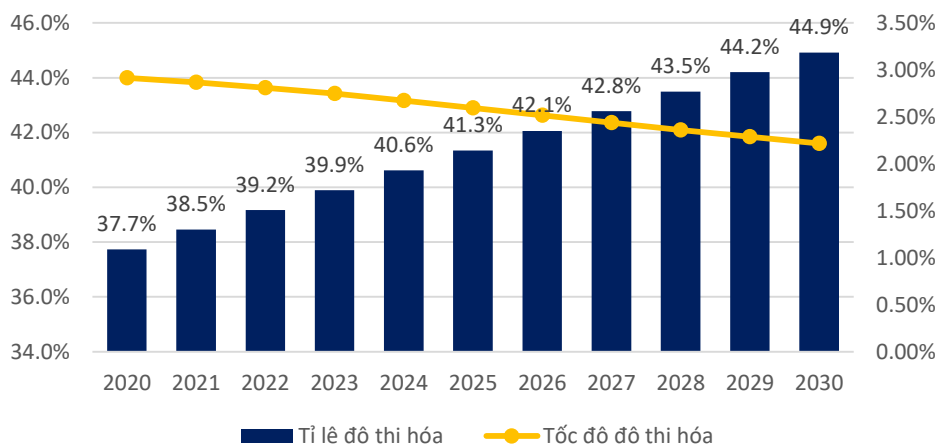
Thu nhập khả dụng hộ gia đình Việt Nam (USD)



Nguồn: Fitch Solution

(3) Tốc độ đô thị hóa tăng nhờ xây dựng hạ tầng kết nối các thành phố và bất động sản phục hồi sẽ kéo theo mở rộng của chuỗi cửa hàng bán lẻ ở khu vực các tỉnh, từ đó một số doanh nghiệp bán lẻ (MWG, PNJ, FRT) sẽ có dự địa mở rộng thị trường. Năm 2020, tỉ lệ đô thị hóa ở Việt Nam là 37.7% và dự kiến tới 2025 là 41.3% với tốc độ đô thị hóa bình quân mỗi năm là 2% - 2.5%.

Tỷ lệ và tốc độ đô thị hóa Việt Nam 2020-2030 (%)



Nguồn: United Nation.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Tiêu dùng trong 2021. Đối với **nhóm tiêu dùng thiết yếu (VNM, MSN, SAB)**, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ tăng tốt trong Quý 1/2021 nhưng khó vượt mức cao năm 2020 ngoại trừ ngành bia khả năng sẽ phục hồi lại về mức ổn định trước COVID-19 nhờ nhu cầu tiêu thụ bia cao trong mùa Tết. Đối với **nhóm bán lẻ (MWG, PNJ, FRT)**, chúng tôi đánh giá tăng trưởng sẽ quay trở lại mức 20-25% nhờ (1) Mở rộng quy mô chuỗi cửa hàng bán lẻ; (2) Tiếp tục tối ưu hóa chi phí sau COVID; (3) Nhu cầu tiêu thụ tăng trở lại về mức bình thường trước COVID.

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	EPS 2021 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
MWG	131,421	21.5%	4,815	23%	10,626	11.0	2.8	116,000	168,400
PNJ	19,094	12%	1,223	16%	5,347	12.9	2.7	74,000	90,250
VNM	64,176	6.5%	12,218	7%	5,445	20	5.2	111,000	117,600
MSN	96,976	20%	1,496	33%	1,256	66.3	4.0	88,900	95,000
SAB	30,876	6%	5,032	14%	7,510	24.3	4.9	191,000	221,000

Ngành Bảo Hiểm [Trung Lập]

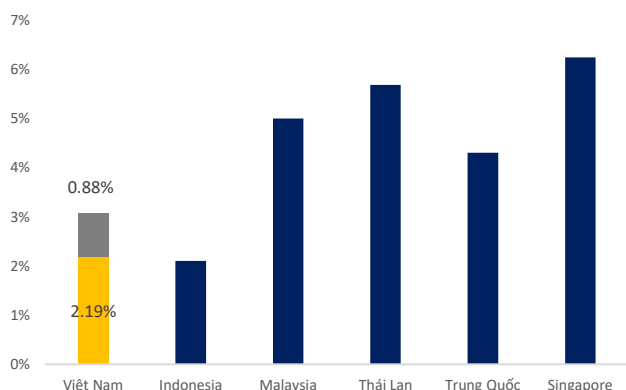
Chuyên viên phân tích: Vương Chí Tâm

Email: Tamvc@bsc.com.vn

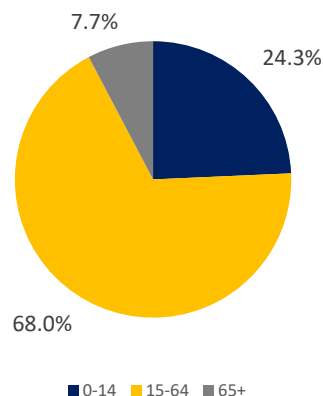
- Ngành BHPNT Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.
- Thị phần 5 công ty lớn suy giảm do cạnh tranh cao.
- Phân khúc khách hàng cá nhân chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu sản phẩm BHPNT.
- Lãi tiền gửi giảm làm ảnh hưởng DT tài chính của các DN bảo hiểm.

Ngành BHPNT Việt Nam vẫn có nhiều tiềm năng tăng trưởng do (1) cơ cấu dân số độ tuổi lao động chiếm gần 70% và tăng trưởng GDP 6-7%/năm và (2) tỷ lệ sử dụng BHPNT tại Việt Nam ở mức khá thấp (0.88% so với mức trung bình 3-4% trong khu vực). Theo dự báo của BSC, doanh thu phí BHPNT năm 2020 đạt mức 55,000 tỷ đồng (+3.0% yoy) do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Sang năm 2021, BSC kỳ vọng nền kinh tế hồi phục sẽ giúp cho nhu cầu **BHPNT quay trở lại mức tăng trưởng 10-15% như giai đoạn 2015-2019, tương ứng doanh thu phí đạt 60-63 nghìn tỷ đồng.**

Hình 5: Tỷ lệ thâm nhập ngành BH của Việt Nam ở mức thấp so với các quốc gia trong khu vực



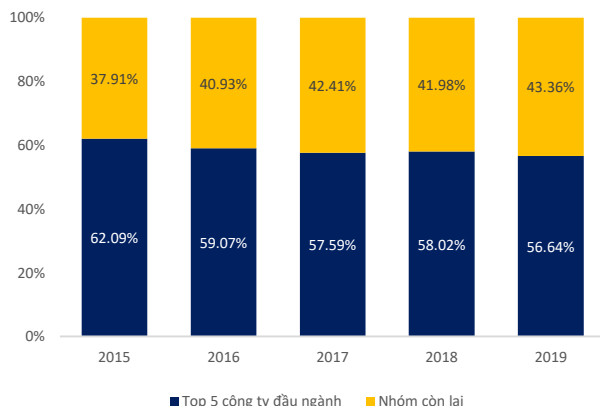
Hình 6: Cơ cấu dân số trong độ tuổi lao động ở mức cao



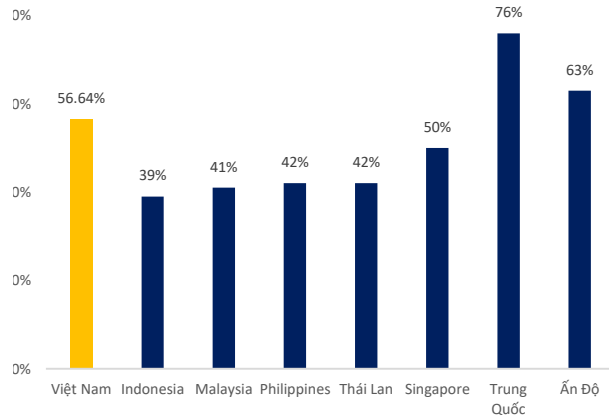
Nguồn: Niên giám Bảo hiểm, Swiss Re, BSC Research

Thị phần của 5 công ty đầu ngành tiếp tục suy giảm. Thị phần doanh thu phí của top 5 (gồm có PVI, Bảo Việt, Bảo Minh, PTI và PJICO) suy giảm đáng kể do sức ép cạnh tranh nhằm gia tăng thị phần từ phía các DN mới và các DN đầu ngành hướng đến mục tiêu lợi nhuận và phát triển thận trọng hơn. BSC cho rằng, tổng thị phần của các DN đầu ngành **có thể tiếp tục giảm xuống dưới mức 50% trong thời gian tới**, tương tự như tại các thị trường khác tại Châu Á.

Hình 7: Thị phần 5 công ty đầu ngành giảm dần



Hình 8: Thị phần top 5 công ty BHPNT tại các nước

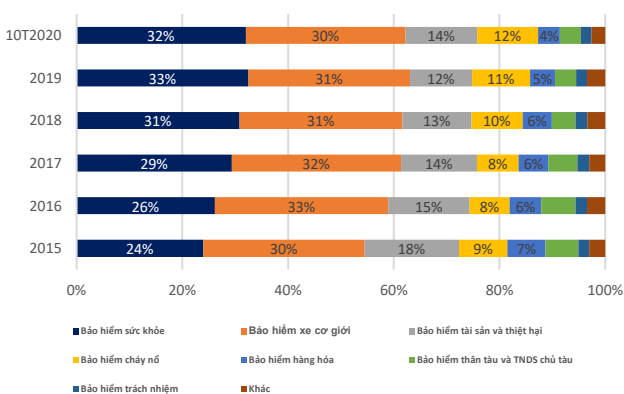


Nguồn: Niên giám Bảo hiểm, BSC Research

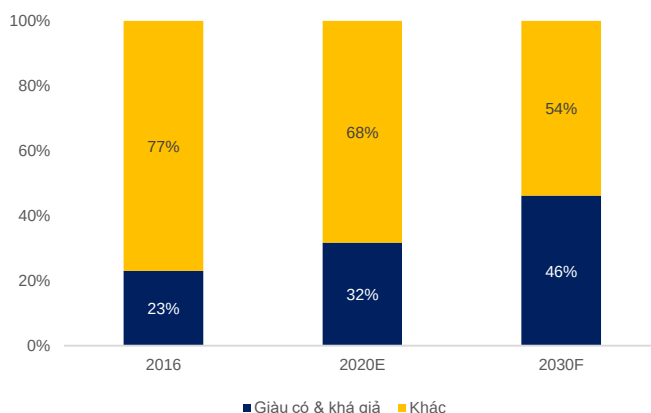
Phân khúc khách hàng cá nhân chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu sản phẩm BHPNT. Tỷ trọng sản phẩm bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới chiếm trên 30% cơ cấu sản phẩm cho thấy sản phẩm BHPNT thâm nhập khá tốt vào thị trường KH cá nhân. BSC cho rằng **phân khúc bảo hiểm sức khỏe có thể tăng trưởng và tiến tới mốc 35-40% cơ cấu sản phẩm BHPNT trong thời gian tới do:**

- (1) Tình hình dịch bệnh phức tạp và kéo dài khiến người dân mua các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe để phòng ngừa rủi ro nhiều hơn;
- (2) Tầng lớp trung lưu phát triển nhanh chóng (hiện chiếm 13% dân số) với nhận thức tăng cao về bảo hiểm cũng đẩy mạnh nhu cầu sử dụng bảo hiểm sức khỏe.

Hình 10: BH sức khỏe & xe cơ giới chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản phẩm



Hình 11: Tầng lớp giàu có & khá giả tăng mạnh trong 10 năm tới

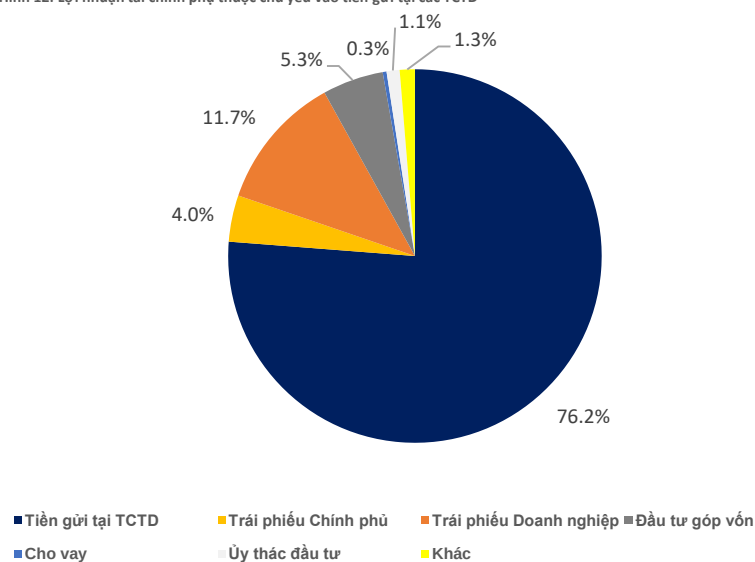


Nguồn: Hiệp hội Bảo hiểm, BSC Research

Hoạt động đầu tư của DN BHPNT tập trung vào tiền gửi với tỷ trọng cao nhằm đáp ứng tính thanh khoản và nhu cầu bồi thường. Theo dự báo của BSC, **mặt bằng lãi suất trong thời gian tới có thể tiếp tục duy trì ở mức trung bình 1 năm VNIBOR khoảng 5.5%, giảm 1.3% so với mức đầu năm 2020.** Do vậy, lợi nhuận

tài chính 2021 của các DN trong ngành sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể do các khoản tiền gửi trong năm 2020 sẽ hưởng mức lãi suất thấp hơn so với các năm trước đó.

Hình 12: Lợi nhuận tài chính phụ thuộc chủ yếu vào tiền gửi tại các TCTD



Nguồn: Niên giám Bảo hiểm, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành bảo hiểm phi nhân thọ do (1) sự phục hồi của nền kinh tế giúp tăng trưởng phí bảo hiểm, (2) cạnh tranh cao khiến các DN bị ảnh hưởng về phí ròng và LN từ hoạt động bảo hiểm, (3) giảm lãi suất tiền gửi làm ảnh hưởng LN tài chính, (4) việc thoái vốn tiếp tục được đẩy mạnh trong năm 2021 (BMI có thể hoàn thành thoái vốn trong năm 2021).

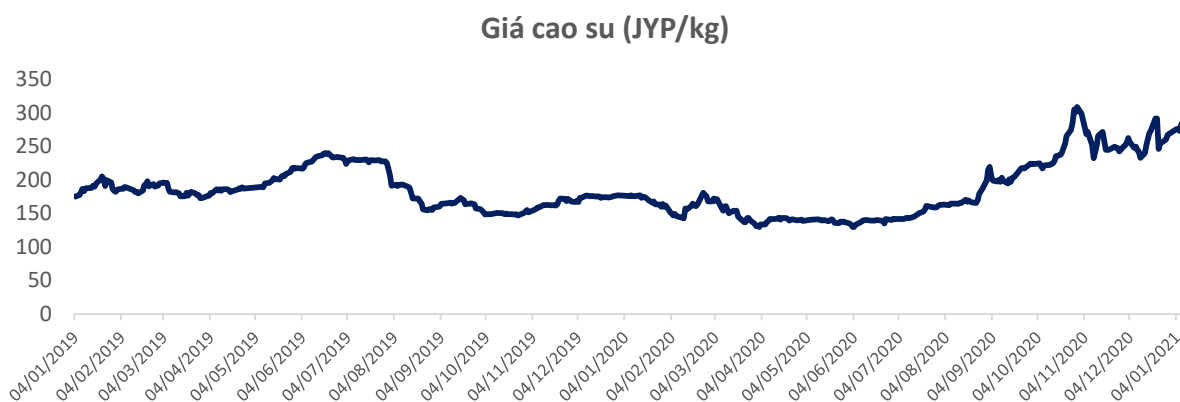
Ngành Cao su và sản phẩm [Trung lập]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Hồng

Email: Hongnt@bsc.com.vn

- Giá cao su năm 2020 tăng mạnh vào cuối năm và ổn định ở mức trung bình 255 JPY/kg(+37% yoy).
- Các doanh nghiệp sản phẩm được kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ khả quan trong 2021 nhờ nhu cầu sản xuất ô tô tăng trở lại sau đại dịch Covid-19

Giá cao su phục hồi hỗ trợ và ở mức ổn định vào cuối năm 2020, riêng trung bình quý 4/2020 tăng +37% YoY). Nguyên nhân giá cao su thế giới phục hồi mạnh đến từ nguồn cung thiếu hụt do mùa mưa tại Thái Lan, và bão lớn ở đảo Hải Nam và hạn hán ở Vân Nam khiến sản lượng cao su ở Trung Quốc -30% yoy. Theo ANRPC dự báo năm 2021, sản lượng cao su thiên nhiên thế giới dự đoán đạt 13,67 triệu tấn (+8.6% yoy), mặc dù sản lượng phục hồi nhưng vẫn thấp hơn so với năm 2019 (13.84 triệu tấn) và năm 2018 (13.83 triệu tấn). **BSC kỳ vọng nhu cầu đối với cao su tự nhiên của Việt Nam sẽ tăng lên khi các hãng ô tô Trung Quốc đẩy mạnh sản xuất.** Theo thống kê của Tổng cục Hải quan Trung Quốc, lũy kế 11 tháng năm 2020, Trung Quốc nhập khẩu 6.75 triệu tấn cao su thiên nhiên và tổng hợp (+16% yoy) và trị giá 9.45 tỷ USD (+5.3% yoy). Trong bối cảnh **(1)** nhu cầu phục hồi và **(2)** nguồn cung thiếu hụt trong 2020 và tăng trở lại vào 2021 như đã đề cập ở trên, **BSC kỳ vọng giá cao su sẽ ổn định và tăng nhẹ 5-10% yoy**, hỗ trợ mảng kinh doanh cao su của các doanh nghiệp (GVR, PHR, TRC).



Nguồn: BBG, BSC Research

Các doanh nghiệp sản phẩm được kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ khả quan trong 2021 do (1) sản lượng xuất khẩu tăng trở lại sau đại dịch Covid-19, việc xuất khẩu sang các thị trường chính Brazil và Mỹ hồi phục trở về mức 2019; (2) các doanh nghiệp không bị ảnh hưởng đáng kể bởi việc quyết định áp thuế chống bán phá giá của Mỹ.

- (i) **DRC:** Doanh nghiệp chỉ xuất khẩu lốp xe tải nặng xuất khẩu sang Mỹ trong khi quy định mới áp dụng cho lốp bán thép và tải nhẹ, do đó DRC sẽ không bị ảnh hưởng bởi quy định này trong đó
- (ii) **CSM:** Sản phẩm của công ty khi xuất sang Mỹ sẽ tăng thuế từ 0% lên hơn 6%, và thị trường Mỹ chiếm khoảng 20% doanh số xuất khẩu, giá bán của CSM sẽ tăng nhẹ tuy nhiên BSC cho rằng CSM cũng không bị ảnh hưởng lớn do mức thuế áp dụng ở mức thấp hơn gấp 3 lần so với mức đánh thuế vào các sản phẩm từ Trung Quốc, Thái Lan và Hàn Quốc.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** cho ngành cao su (1) Giá cao su phục hồi hỗ trợ mảng lợi nhuận cao su tuy nhiên diễn biến này chỉ diễn ra trong ngắn hạn và tình trạng dư cung vẫn tiếp diễn, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ chỉ tăng nhẹ từ 5-8%yoy trong dài hạn (2) triển vọng khả quan từ xu hướng thanh lý cây cao su và chuyển đổi đất cao su thành khu công nghiệp.

BSC đánh giá **TRUNG LẬP** ngành sẫm lốp do (1) chi phí nguyên vật liệu tăng nhẹ theo xu hướng giá cao su tuy nhiên (2) nhu cầu sẫm lốp hồi phục mạnh đồng thời với ngành ô tô hậu dịch Covid-19 và (3) chi phí khấu hao và chi phí tài chính giảm mạnh giúp KQKD của các doanh nghiệp sẫm lốp năm 2020 sẽ đi ngang.

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	EPS 2021 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
DRC	3,501	6%	354	62%	2,963	8	1.4	22,800	28,060
PHR	2,001	15%	1,109	5%	9,887	6.5	2.8	64,600	69,000

Ngành Dệt may [Trung lập]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú

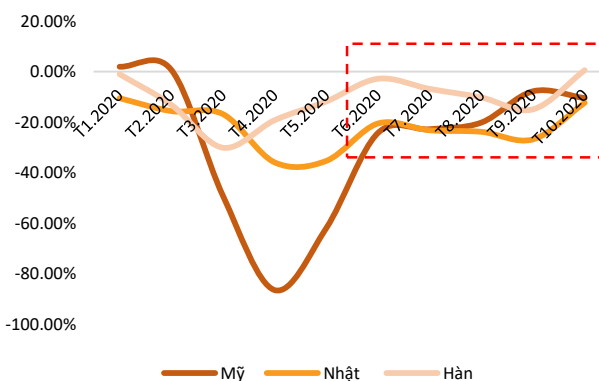
Email: tuntc@bsc.com.vn

- Năm 2021, BSC cho rằng (i) Giá trị đơn hàng dệt may sẽ phục thuộc vào tốc độ hồi phục của nhu cầu mua sắm tại các thị trường xuất khẩu (ii) Dệt may Việt Nam sẽ cạnh tranh hơn tại thị trường EU nhờ tác động của Hiệp định EV – FTA và việc Campuchia bị áp thuế cao
- Rủi ro giá vận chuyển quốc tế tăng mạnh (do thiếu container) ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn do khách hàng có thể trì hoãn việc giao hàng
- Chúng tôi nâng quan điểm từ **TIÊU CỰC** lên **TRUNG LẬP** đối với ngành Dệt may năm 2021

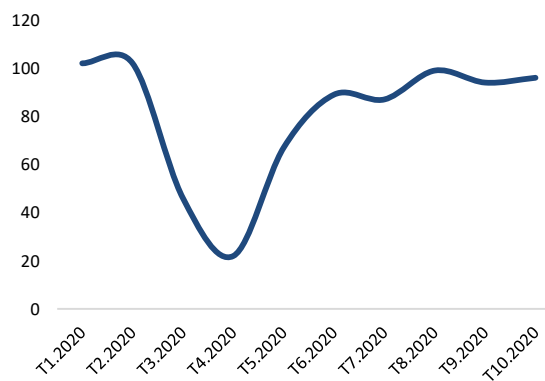
Năm 2021, BSC cho rằng (i) Giá trị đơn hàng truyền thống sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi của mức chi tiêu tại thị trường xuất khẩu (ii) Dệt may Việt Nam sẽ cạnh tranh hơn tại thị trường EU nhờ tác động của Hiệp định EV – FTA và việc Campuchia bị áp thuế cao

Các đơn hàng truyền thống sẽ phụ thuộc vào nhu cầu mua sắm của người tiêu dùng cuối. BSC cho rằng với kỳ vọng không có cách ly xã hội trên diện rộng, các nhà bán lẻ sẽ tăng giá trị đơn hàng truyền thống đến doanh nghiệp dệt may trong 2021. Tuy nhiên, chúng tôi nhận xét rằng giá trị đơn hàng chưa thể quay về mức trước dịch (năm 2019) khi (i) doanh thu bán lẻ quần áo phục hồi chưa mạnh mẽ (ii) phân bổ vắc-xin không đồng đều giữa các quốc gia. Các doanh nghiệp được hưởng lợi khi đơn hàng hồi phục: MSH, TNG, TCM, STK

%YoY Doanh thu bán lẻ đồ may mặc tại các quốc gia



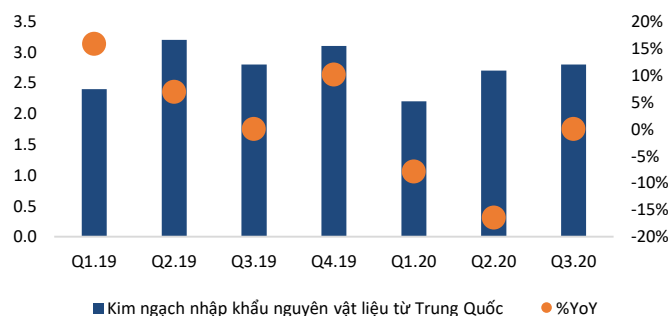
Chỉ số bán lẻ đồ may mặc tại EU (2015 = 100)



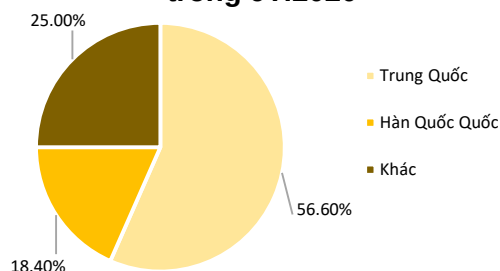
Nguồn: BSC tổng hợp

Đồng thời, rủi ro gián đoạn nguyên vật liệu xảy ra trong năm 2020 sẽ khó lặp lại trong năm tới khi các quốc gia đã có kinh nghiệm trong việc kiểm soát dịch bệnh và bảo đảm giao thương hàng hóa.

Kim ngạch nhập khẩu nguyên vật liệu từ Trung Quốc



Tỷ trọng nhập khẩu nguyên liệu dệt may theo thị trường trong 9T.2020



Nguồn: TCHQ

Dệt may Việt Nam cạnh tranh hơn tại thị trường EU nhờ (i) Hiệp định EV – FTA (ii) Campuchia không được hưởng thuế 0%. BSC cho rằng (i) Hiệp định EV – FTA với ưu đãi thuế (ii) Việt Nam ký thỏa thuận cộng gộp với Hàn Quốc sẽ khuyến khích các doanh nghiệp Dệt may có xu hướng chuyển dịch tìm kiếm nguồn nguyên liệu trong nước và Hàn Quốc (giảm phụ thuộc từ Trung Quốc). Tuy xu hướng này chưa thể có kết quả trong ngắn hạn nhưng sẽ tạo một lợi thế cạnh tranh trong trung và dài hạn. Không chỉ vậy, việc Campuchia – đối thủ với Việt Nam vi phạm các quy định về lao động khiến Campuchia không được hưởng thuế suất ưu đãi 0% mà quay về mức 8 – 12% sẽ làm giảm bớt sự cạnh tranh trong ngành. Doanh nghiệp được hưởng lợi: TNG, MSH

Rủi ro giá vận chuyển quốc tế tăng mạnh (do thiếu container) ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn. BSC cho rằng việc cước phí quốc tế tăng mạnh sẽ khiến các nhà bán lẻ quần áo hạn chế/ trì hoãn việc nhận đơn hàng dệt may trong quý 1 năm 2021. Điều này có thể ảnh hưởng đến dòng tiền kinh doanh của các doanh nghiệp dệt may.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC nâng quan điểm từ **TIÊU CỰC** lên **TRUNG LẬP** đối với ngành Dệt may trong năm 2021 do (i) Mức nền thấp của năm 2020 tạo cơ hội tăng trưởng (ii) Giá trị đơn hàng truyền thống phục hồi trở lại. BSC cũng lưu ý rằng rủi ro đối với ngành Dệt may tiếp tục đến từ (i) Diễn biến dịch phức tạp (ii) Việc cước phí vận chuyển quốc tế tăng mạnh và (iii) Khách hàng phá sản do kinh doanh khó khăn.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	%YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	%YoY	EPS 2021F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 11/01/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
MSH	3,933	5%	297	185%	5,943	6.6	1.4	39,700	42,900	8%
TNG	4,429	9%	178	13%	2,665	6.2	0.8	15,600	18,700	20%

Ngành Dược [Trung lập]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú

Email: tuntc@bsc.com.vn

- Năm 2021, BSC cho rằng triển vọng các doanh nghiệp nội địa giữa hai kênh Phân phối tiếp tục trái ngược nhau: (i) Kênh Nhà thuốc đi ngang do thị trường bão hòa (ii) Kênh Đấu thầu tiếp tục đà tăng trưởng.
- BSC cho rằng việc hai chuỗi nhà thuốc Pharmacity và Long Châu đều đặt kế hoạch tăng trưởng cửa hàng cao sẽ tạo ra thay đổi trong cơ cấu thị phần Kênh nhà thuốc trong năm 2021.
- BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Dược trong năm 2021

Năm 2021, BSC cho rằng triển vọng các doanh nghiệp nội địa giữa hai kênh Phân phối tiếp tục trái ngược nhau: (i) Kênh Nhà thuốc đi ngang khi thị trường bão hòa (ii) Kênh Đấu thầu tiếp đà tăng trưởng

Kênh Nhà thuốc thiếu động lực tăng trưởng khi thị trường ngày càng trở nên bão hòa. Việc các doanh nghiệp Dược nội địa tập trung vào một số loại thuốc khiến mức độ cạnh tranh ngày càng tăng, trong khi đầu tư cho nghiên cứu sản phẩm mới chưa có kết quả khả quan. Đồng thời, các chính sách thắt chặt việc mua thuốc kháng sinh từ kênh Nhà thuốc (chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu doanh nghiệp nội) cũng khiến cho các Doanh nghiệp dược nội (DHG, TRA) gặp khó khăn tăng trưởng.

Kênh Đấu thầu kỳ vọng tiếp đà tăng trưởng trong 2021. Chính sách ưu tiên nhà sản xuất thuốc nội địa cùng với việc chú trọng đầu tư, mở rộng nhà máy mới với tiêu chuẩn cao tiếp tục là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp nội (IMP, PME, DBD). Dù vậy, BSC lưu ý rủi ro rằng giá đấu thầu có thể tiếp tục giảm trong các năm tới do (a) Bảo hiểm xã hội Việt Nam đặt mục tiêu giảm giá 10 – 15% mỗi năm (b) Ngày càng nhiều doanh nghiệp nội gia nhập kênh Bệnh viện khiến việc đấu thầu cạnh tranh hơn.

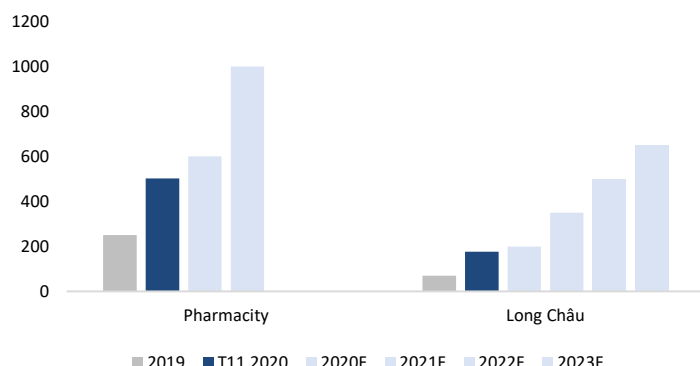
Giá đấu thầu thuốc một số sản phẩm qua các năm

Tên thuốc	Đv	Đợt 2.2017	Đợt 1.2018	Đợt 2.2018	Đợt 1.2019	Đợt 1.2020
Canpaxel 150	Lọ	1,129,560	973,318	826,725	n.a	n.a
Canpaxel 300	Lọ	2,808,941	2,391,577	n.a	n.a	n.a
Fludacil 500	Lọ	46,760	35,984	n.a	n.a	n.a
Methotrexat	Lọ	n.a	n.a	68,627	66,990	63,200
Vancomycin	Lọ	26,803	27,888	24,344	20,979	17,957

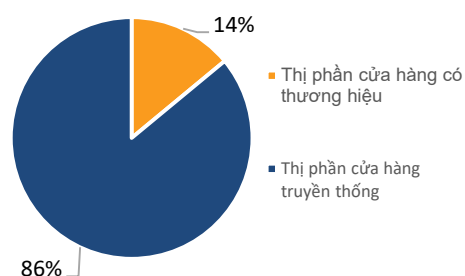
Nguồn: Bảo hiểm xã hội Việt Nam

BSC cho rằng việc hai chuỗi nhà thuốc Pharmacity và Long Châu mở rộng hệ thống khiến thị phần Kênh phân phối Dược sẽ có nhiều thay đổi trong năm 2021. Theo BMI, Việt Nam có khoảng 6,000 nhà thuốc trên toàn quốc nhưng số lượng nhà thuốc theo chuỗi chiếm thị phần khá ít. Hiện tại, hai chuỗi Pharmacity và Long Châu đều có kế hoạch tăng trưởng số lượng cửa hàng cao trong năm 2021, cạnh tranh trực tiếp với các cửa hàng thuốc truyền thống.

Số lượng nhà thuốc của Pharmacy và Long Châu



Thị phần của kênh Nhà thuốc



Nguồn: BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu ngành Dược năm 2021. BSC cho rằng kết quả kinh doanh vẫn sẽ có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp Kênh nhà thuốc và Kênh Bệnh viện: Kênh nhà thuốc đi ngang/ tăng trưởng nhẹ, Kênh bệnh viện tăng trưởng khả quan trên hai chữ số. Hiện tại, rủi ro thanh khoản là rủi ro lớn nhất đối với các cổ phiếu ngành Dược.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	%YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	%YoY	EPS 2021F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 11/01/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
DHG	4,243	7%	682	7%	4,641	13.6	1.7	108,000	94,500	-14%

Ngành Đường [Trung lập]

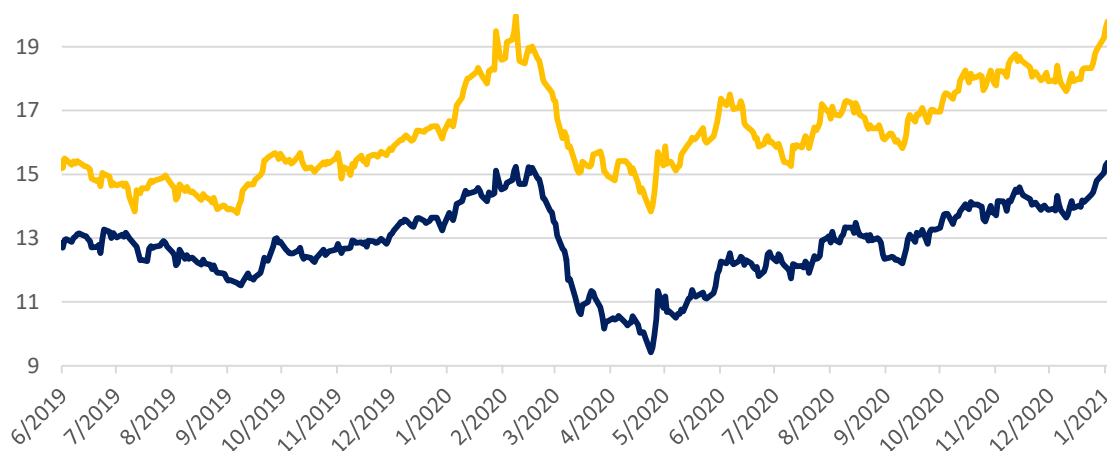
Chuyên viên phân tích: Mã Tuấn Minh Hiền

Email: Hienmtm@bsc.com.vn

- Ngành đường toàn cầu sẽ phục hồi trở lại trong năm 2021 sau khi chịu ảnh hưởng khá tiêu cực bởi tác động của dịch bệnh COVID-19.
- Giá đường thế giới quay trở lại đỉnh đầu năm 2020 là 15.37 cents/lb (tăng +11.7% YoY).
- Tình hình ngành đường Việt Nam có thể được hưởng lợi từ chính sách chống bán phá giá của chính phủ.
- BSC khuyến nghị **Trung Lập** đối với ngành đường 2021.

Giá đường thế giới quay trở lại đỉnh đầu năm 2020 là 15.37 cents/lb (tăng +11.7% YoY). Giá đường tăng lên nhờ vào việc phục hồi trong tiêu thụ đường của ngành F&B, cụ thể tổng sản lượng đường tiêu thụ thế giới trong niên vụ 2020/21 tăng lên 177 triệu tấn (+3.5% YoY) theo USDA tập trung ở các nước như Ấn Độ, Nga, Mỹ, Pakistan,... Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá đường sẽ khó ở mức giá cao lâu vì nguồn cung thế giới dự báo tăng lên 188 triệu tấn (+11.5% YoY) ở khu vực Brazil, Ấn Độ và Thái Lan nhờ lượng mưa trong niên vụ tới sẽ nhiều hơn 20% trước đây từ hiệu ứng La Nina. Kỳ vọng năm 2021 ngành đường sẽ phục hồi trở lại nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi và sản xuất không bị ảnh hưởng của hạn hán do El Nino nữa.

Giá đường thô và trắng thế giới (cents/lb)



Nguồn: Isosugar.

Kỳ vọng vào thuế chống bán phá giá đường Thái Lan trong năm 2021. Bộ công thương đang điều tra áp thuế chống bán phá giá, chống trợ cấp đối với một số sản phẩm đường nhập khẩu từ Thái Lan do sản lượng nhập tăng đột biến trong 2021. Chúng tôi kỳ vọng Bộ công thương sẽ công bố thuế chống bán phá giá trong Q1/2021 từ đó giúp cho doanh nghiệp đường Việt Nam (SBT, QNS, LSS,...) giảm bớt cạnh tranh của đường Thái Lan. Bên cạnh đó, theo Hiệp hội ngành mía đường Việt Nam, Việt Nam đang thâm hụt đến 884,285 tấn đường trong 2020 chủ yếu bị ảnh hưởng của hạn hán làm vùng nguyên liệu mía bị giảm mạnh, vì thế việc phục hồi của các doanh nghiệp đường sẽ bù đắp sự thâm hụt này.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC khuyến nghị Trung Lập đối với ngành đường trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng có 3 yếu tố sẽ giúp cho ngành đường phục hồi trở lại: **(1)** Sự phục hồi trong tiêu thụ đường RE cho các ngành sản xuất F&B với tốc độ tăng trưởng 5-10%; **(2)** Giai đoạn 2021-2025 sẽ là chu kỳ La Nina giúp vùng nguyên liệu trồng mía trở lại sau chu kỳ hạn hán 2019-2020 từ đó giải quyết việc thâm hụt đường; **(3)** Chính sách chống bán phá giá đường ngoại nhập sẽ làm hạn chế bớt đường Thái Lan nhập lậu vào Việt Nam từ đó tăng sản xuất của các doanh nghiệp trong nước. BSC khuyến nghị Mua 2 cổ phiếu: SBT và QNS.

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	EPS 2021 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
QNS	7,759	13%	1,190	14%	3,336	11.8x	2.0x	39,300	42,600
SBT	16,531	12.3%	522	16.5%	816	25.7x	1.6x	20,950	24,000

Ngành Thủy sản [Trung lập]

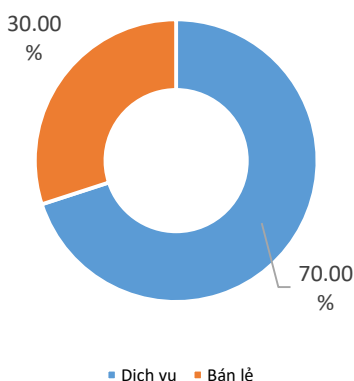
Chuyên viên phân tích: Nguyễn Cẩm Tú

Email: tuntc@bsc.com.vn

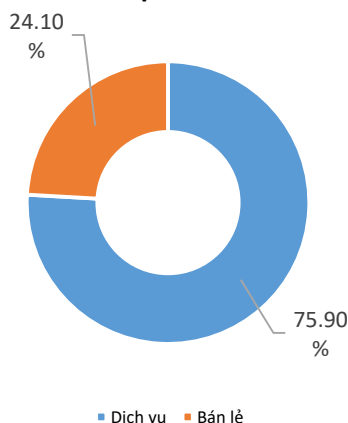
- Năm 2021, BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ phục hồi tại các thị trường xuất khẩu sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng các sản phẩm thủy sản.
- Các Hiệp định tiếp tục có ảnh hưởng tích cực trong năm 2021 theo lộ trình giảm thuế
- Rủi ro giá vận chuyển quốc tế tăng mạnh (do thiếu container) ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn do làm giảm nhu cầu nhập khẩu thủy sản từ khách hàng
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản

Năm 2021, BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ phục hồi tại các thị trường xuất khẩu sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng các sản phẩm thủy sản. Với kỳ vọng các quốc gia kiểm soát dịch tốt hơn, nhu cầu tiêu thụ thủy sản sẽ hồi phục mạnh mẽ khi nhà hàng, trường học chiếm tỷ trọng lớn trong kênh phân phối tiêu thụ. Đồng thời, các doanh nghiệp buôn bán thủy sản sẽ tăng cường nhập khẩu trở lại nhờ (i) hoạt động hồi phục trong nửa cuối năm 2020 và 2021 (ii) tăng hàng tồn kho vốn đang ở mức thấp.

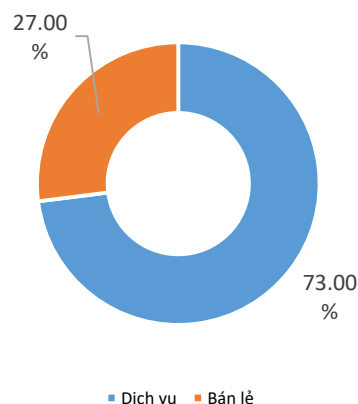
Tỷ trọng tiêu thụ thủy sản tại Mỹ theo kênh phân phối



Tỷ trọng tiêu thụ thủy sản tại EU theo kênh phân phối



Tỷ trọng tiêu thụ thủy sản tại Trung Quốc theo kênh phân phối

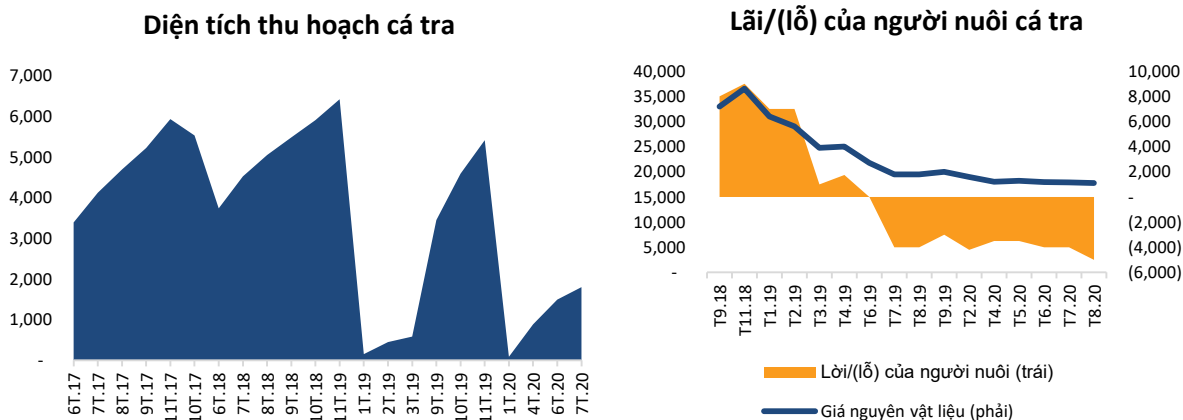


Nguồn: BSC tổng hợp

Đối với sản phẩm Tôm, BSC cho rằng năm 2021 khó có tốc độ tăng trưởng cao khi các quốc gia cạnh tranh quay trở lại hoạt động bình thường. Trong năm 2020, Ấn Độ và Ecuador (hai quốc gia cạnh tranh chính) đều bị ảnh hưởng nặng nề bởi dịch bệnh khiến quy trình sản xuất bị gián đoạn, trong khi đó, Việt Nam với khả năng kiểm soát dịch tốt và chuỗi sản xuất tôm không bị đứt gãy đã tạo đà tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, năm 2021 tác động này khả năng khó có thể xảy ra khi (i) các quốc gia quay lại sản xuất (ii) giá bán tôm của Ấn Độ và Ecuador thấp hơn 10 – 15% so với tôm Việt Nam.

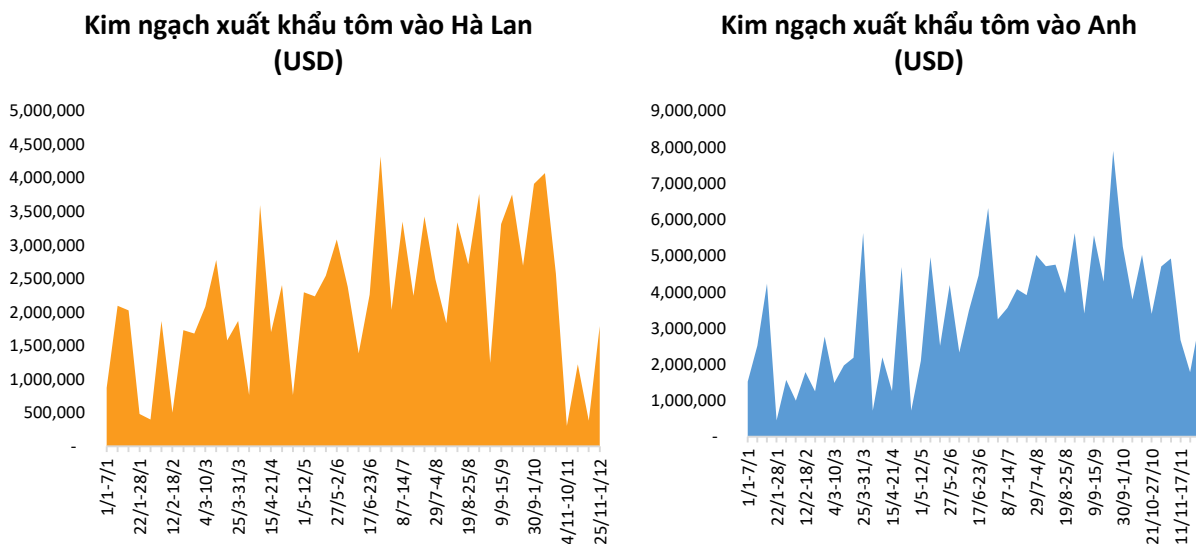
Đối với sản phẩm Cá tra, BSC cho rằng nguồn cung cá tra khó có thể mở rộng trong ngắn hạn, giúp hỗ trợ giá bán khi nhu cầu cải thiện. Chúng tôi cho rằng (i) diện tích thu hoạch tại ở mức thấp nhất (ii) giá cá nguyên liệu chưa đủ hấp dẫn để người dân mở rộng vùng nuôi sẽ khiến cho nguồn cung cá tra khó có thể mở rộng trong 3 – 6 tháng. Với kỳ vọng nhu cầu sẽ cải thiện dần cùng với nguồn cung không mở rộng kịp

(người dân thường mất 3 – 6 tháng từ khi thả nuôi đến khi thu hoạch được cá), BSC kỳ vọng giá xuất cá tra khả quan hơn trong năm 2021 (+10% YoY). Doanh nghiệp được hưởng lợi (VHC, ANV, IDI).



Nguồn: BSC tổng hợp

Các Hiệp định tiếp tục có ảnh hưởng tích cực trong năm 2021. Đây cũng là năm đầu tiên Hiệp định UK – FTA (thay thế cho hiệp định EV – FTA riêng với nước Anh) và là năm thứ hai Hiệp định EV – FTA có hiệu lực. Đối với tôm, thuế ưu đãi tiếp tục duy trì ở mức 0% tạo lợi thế cạnh tranh lớn: xuất khẩu tôm vào Anh và Hà Lan tăng trưởng mạnh ngay khi EV – FTA có hiệu lực. Đối với cá tra, mức thuế sẽ tiếp tục giảm về 3% trong năm 2021 và 0% trong năm 2022 theo lộ trình. Doanh nghiệp được hưởng lợi: MPC, VHC, ANV, IDI



Nguồn: BSC tổng hợp

Rủi ro giá vận chuyển quốc tế tăng mạnh (do thiếu container) ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn. BSC cho rằng việc cước phí quốc tế tăng mạnh sẽ khiến các khách hàng tại thị trường Mỹ và EU giảm nhập khẩu sản phẩm thủy sản trong quý 1 năm 2021. Đà phục hồi kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sản cũng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thủy sản phục hồi mạnh mẽ trở lại trong năm 2021 khi dịch bệnh được kiểm soát và không có lệnh cách ly xã hội trên diện rộng. Tuy nhiên, BSC lưu ý rằng (i) rủi ro dịch bệnh diễn biến phức tạp tại một số thị trường (ii) rủi ro liên quan đến chính sách tại các thị trường xuất khẩu là những rủi ro lớn nhất đối ngành Thủy sản trong năm 2021.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	%YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	%YoY	EPS 202F1 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 11/01/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
VHC	10,522	32%	1,266	66%	6,906	6.4	1.4	41,400	55,700	34%
ANV	4,830	31%	424	145%	3,050	8.2	1.8	24,950	27,500	10%

Ngành Hàng không [Trung lập]

Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

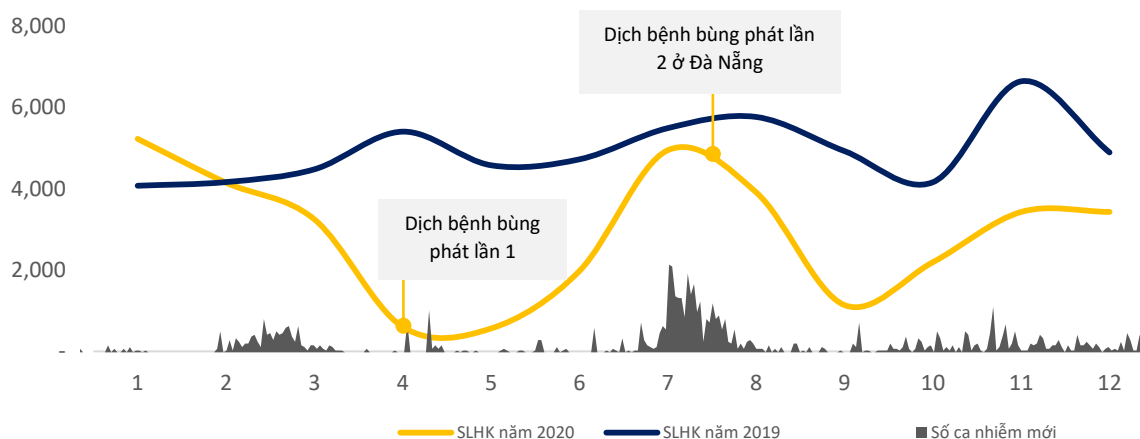
Email: minhqp@bsc.com.vn

- Năm 2021, BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa sẽ đạt 74 triệu hành khách, tương đương với mức 2019.
- BSC kỳ vọng 2H/2021 sẽ là thời gian sớm nhất để mở lại đường bay quốc tế.
- Sản lượng hàng hóa năm 2021 kỳ vọng đạt 1.45 triệu tấn (+11.5% YoY), tương đương 94% so với mức năm 2019.
- BSC nâng quan điểm từ **TRUNG LẬP** lên **KHẢ QUAN** đối với ngành Thủy sản

Trong năm 2021, BSC dự báo sản lượng hành khách nội địa sẽ đạt 74 triệu hành khách, tương đương với mức năm 2019, nhờ (1) Việt Nam sẽ tiếp tục kiểm soát tốt dịch bệnh, (2) Các hãng hàng không duy trì chính sách giảm giá, ưu đãi, do đó giá vé bình quân sẽ ở mức thấp (3) Các gói kích cầu của Chính phủ, cộng thêm xu hướng “Du lịch bù” khi các đường bay quốc tế chưa mở lại, sẽ thúc đẩy người dân du lịch nội địa.

Hình: Năm 2020, sản lượng hành khách qua đường hàng không ước đạt 32.3 triệu (-41.3% YoY)

Sản lượng hàng hóa, nghìn tấn



Nguồn: Tổng Cục thống kê, BSC Research

BSC kỳ vọng 2H/2021 sẽ là thời gian sớm nhất để mở lại đường bay quốc tế, nhờ (1) Các quốc gia Đông Nam Á và Đông Bắc Á đang tích cực sản xuất/mua vắc xin, kỳ vọng giúp kiểm soát dịch bệnh tốt hơn, (2) Xu hướng “Cầu hàng không” (CHK) giúp mở lại đường bay so le và từng phần. Tuy nhiên, BSC e ngại xu hướng CHK sẽ diễn ra chậm hơn, hoặc đứt quãng trong thời gian tới. Nguyên nhân đến từ (1) Rủi ro khi một số quốc gia đang tái bùng phát dịch bệnh lần 3, (2) Chi phí sàng lọc, xét nghiệm lớn. Do đó, tiến độ phân phối vắc xin mà chúng tôi đã đề cập trên vẫn là kỳ vọng then chốt để mở lại đường bay.

Sản lượng hàng hóa năm 2021 kỳ vọng đạt 1.45 triệu tấn (+11.5% YoY), tương đương 94% so với mức năm 2019. Dự báo này được dựa trên kỳ vọng: (1) Xu hướng dịch chuyển dây chuyền sản xuất sang Việt Nam sẽ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu linh kiện điện tử qua đường hàng không, (2) Kinh tế toàn cầu phục hồi, sẽ kéo theo nhu cầu vận tải hàng hóa quay trở lại (3) Nhu cầu vận chuyển vaccine trong Quý 1 và 2. Tuy nhiên, BSC cho rằng đà phục hồi sản lượng hàng hóa sẽ bị kìm hãm trong 1H/2021 do công suất vận tải bị giới hạn khi các chuyến bay thương mại quốc tế sẽ chưa hồi phục.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành hàng không trong năm 2021 do e ngại về tiến độ mở lại đường bay quốc tế vẫn sẽ gặp nhiều khó khăn do dịch bệnh.

Với quan điểm về ngành như trên, BSC cho rằng:

- **Nhóm doanh nghiệp phục vụ/xử lý hàng hóa (SCS, NCT):** HĐKD sẽ cải thiện hơn trong năm 2021 nhờ sản lượng hàng hóa vận tải qua đường hàng không phục hồi.
- **Nhóm doanh nghiệp vận tải hành khách (HVN, VJC):** HĐKD vẫn sẽ gặp khó do:
 - (1) **Các đường bay quốc tế chưa mở lại trong 1H/2021. Giá vé bình quân sẽ ở mức thấp, tương đương so với năm 2020** do (i) Chính sách kích cầu du lịch, cộng thêm (ii) Cạnh tranh gia tăng từ sự tham gia của Viettravel Airlines trong năm 2020, sẽ khiến cho các hãng duy trì chính sách ưu đãi, giảm giá.
 - (2) **Dư địa tiết giảm chi phí hoạt động và mở rộng mạng bay nội địa sẽ không còn nhiều** khi năm 2020 là năm tiết giảm tối đa. Trong năm 2021, BSC cho rằng các hãng sẽ đẩy mạnh nâng cao hiệu quả khai thác bằng tập trung khai thác các dòng máy bay thân nhỏ.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	YoY (%)	LNST 2021F (tỷ đ)	YoY (%)	EPS 202F1 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 11/01/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
SCS	760	8%	528	10%	9,834	14.4	6.0	128,000	140,000	9.4%
ACV	11,959	50%	4,870	162%	2,234	38.7	4.8	81,000	86,500	6.8%

*Chú thích chưa đưa dự án Long Thành vào định giá.

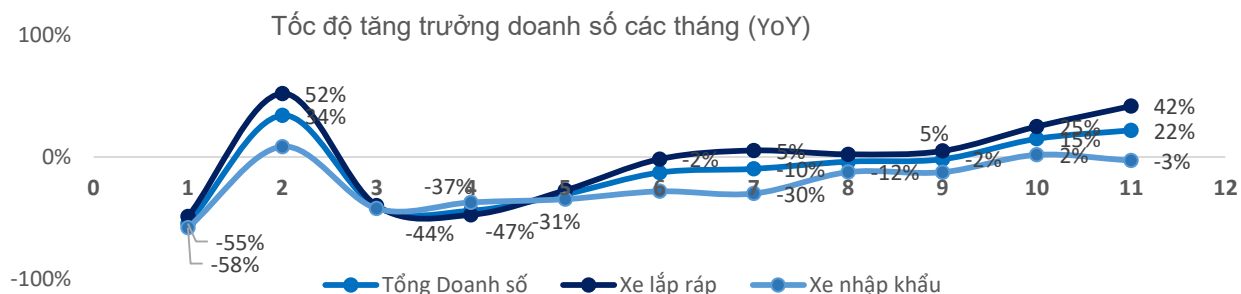
Ngành Ô tô [Trung lập]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Hồng

Email: Hongnt@bsc.com.vn

- Thị trường ô tô 11T2020 tiếp nối đà phục hồi từ quý 3. Doanh số ô tô tháng 11/2020 tăng +9% so với tháng 10/2020, và +15% yoy
- BSC dự báo doanh số bán xe trung bình năm 2020 sẽ ở mức giảm -15-20% yoy nhờ các quy định chính phủ đưa ra kích thích tiêu dùng.

Thị trường ô tô 11T2020 tiếp nối đà phục hồi từ quý 3 theo sát dự báo của BSC. Doanh số ô tô tháng 11/2020 tăng +9% so với tháng 9 và +12% so với cùng kỳ. Lũy kế 11 tháng đầu năm, tổng doanh số tiêu thụ toàn thị trường đạt 248,410 chiếc (-4% yoy), xe lắp ráp +3% yoy, xe nhập khẩu -15% yoy. Chúng tôi nhận thấy tiêu thụ xe lắp ráp trong nước đang hồi phục, cải thiện tốc độ tăng trưởng qua các tháng (theo sát kỳ vọng của chúng tôi). Theo chúng tôi, nguyên nhân là do (1) quy định giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp (đã đề cập ở báo cáo trước) tạo hiệu ứng tốt, kích thích cầu mua xe lắp ráp để được hưởng ưu đãi và (2) nhu cầu đi lại của người tiêu dùng cũng tăng lên sau kỳ giãn cách.



Nguồn: VAMA, BSC Research

BSC dự báo doanh số bán xe trung bình năm 2020 sẽ ở mức giảm -15-20% yoy nhờ các quy định chính phủ đưa ra kích thích tiêu dùng. Ngày 28/6/2020, Thủ tướng Chính phủ đã ký ban hành Nghị định 70/2020 quy định mức thu lệ phí trước bạ bằng 50% mức thu quy định trước đó, xe ô tô sản xuất hoặc lắp ráp trong nước sẽ được giảm khoảng 10-12% giá thành.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi thế này của xe lắp ráp sẽ không còn kéo dài trong năm 2021, BSC kỳ vọng tỷ trọng xe nhập khẩu và xe lắp ráp sẽ cân bằng trở lại do (1) Từ 1/1/2021 các dòng xe xuất xứ từ EU sẽ được áp dụng mức thuế giảm từ 6.7 – 7.4% so với trước đây, kỳ vọng kích thích nhu cầu mua xe nhập khẩu; **(2)** Hiệu lực giảm lệ phí trước bạ xe lắp ráp hết hiệu lực trong năm 2020. Trong đó doanh nghiệp được hưởng lợi: nhóm sản xuất xe ô tô (VEA, VIC) và nhóm phân phối xe (HAX, SVC).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** với cổ phiếu ngành ô tô, năm 2020 doanh số bán xe sụt giảm tuy nhiên nhờ chính sách kích cầu của chính phủ, KQKD của các doanh nghiệp một phần được hồi phục. Trong dài hạn, BSC cho rằng (1) các doanh nghiệp ngành ô tô sẽ tăng trưởng mạnh trở lại nhờ dư địa ngành ô tô Việt Nam còn lớn (tỷ lệ sở hữu xe đạt 2.3% hộ gia đình có xe, thấp hơn so với các nước trong khu vực: Brunei – 72.1%, Thái Lan – 22.5%, Malaysia – 44.3% - theo Seasia).

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	EPS 2020 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá 31/12/2020	ngày	Giá mục tiêu
VEA	4,180	-1%	5,746	12%	4,324	10.9	2.6	49,000		60,038

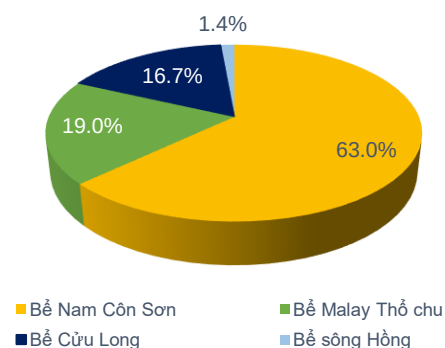
II/ Nhu cầu về khí cao, liên tục tăng trưởng nhưng nguồn khí cung cấp vẫn thiếu hụt, dẫn đến hạn chế tăng trưởng cả nhóm ngành dầu và điện khí.....

Xét riêng thị trường khí, theo các rà soát cập nhật, **trữ lượng khí cấp 2P (cấp tương đối chắc chắn) của Việt Nam khoảng 432 tỷ m3 (đến nay đã khai thác khoảng 150 tỷ m3) trong đó:**

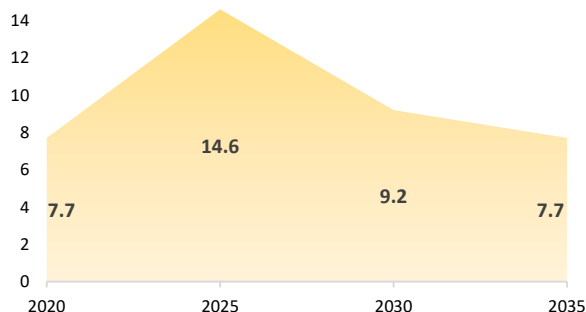
- (1) Các mỏ khí Đông Nam Bộ đang suy giảm nhanh, và đã bắt đầu xuất hiện tình trạng thiếu hụt khí
- (2) Ở Tây Nam Bộ, mỏ khí lô B chỉ đủ cấp cho Trung tâm Điện lực Ô Môn (3,800 MW) từ 2024
- (3) Nguồn khí mỏ Cá Voi Xanh dự kiến chỉ đủ cấp cho 5 nhà máy đã quy hoạch tại Dung Quất và Chu Lai (5x750 MW) từ 2024

Theo phương án cung khí cho sản xuất điện cơ sở, từ năm 2030, Việt Nam sẽ thiếu hụt 5.4 tỷ m3 khí/năm so với giai đoạn trước, và giảm thêm 1.5 tỷ m3 khí từ năm 2035 do suy kiệt các mỏ khí lâu năm.

Tỷ trọng sản lượng khai thác các bể khí



Tổng cung khí cho sản xuất điện ước tính thiếu hụt từ 2030 (ĐV: tỷ m3)



Nguồn: BSC Research

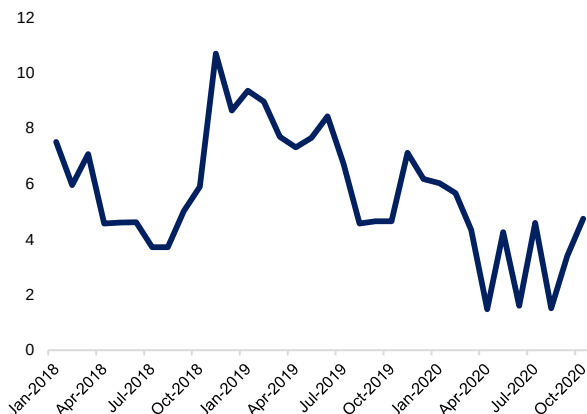
Do đó, mỏ khí Kèn Bầu được phát hiện trong 2020 với trữ lượng ước tính 200-250 tỷ m3 khí sẽ là nguồn nhiên liệu bổ sung quan trọng, giải quyết bài toán cung cầu năng lượng trong dài hạn (từ năm 2030). Ngoài ra, đây cũng là mỏ dầu khí gần bờ nhất (cách Đà Nẵng 86km và tỉnh Quảng Trị 65km). Do vậy, BSC đánh giá rủi ro tranh chấp là tương đối thấp. Dự kiến, mỏ Kèn Bầu có thể đưa vào phát triển khai thác từ năm 2028.

.....LNG là tương lai của ngành điện/khí đốt Việt Nam

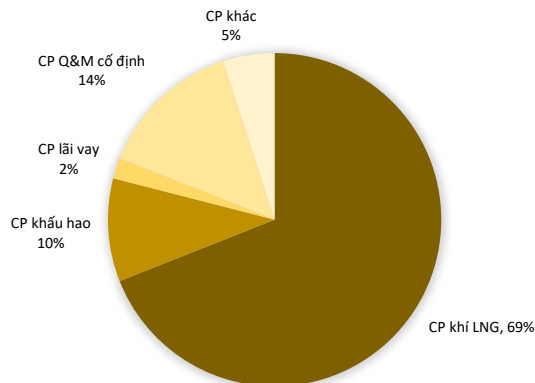
Ngành nhiệt điện khí sẽ phụ thuộc vào nguồn LNG nhập khẩu trong các năm tới. Dựa trên phân tích trên, nguồn cung khí trong nước trong hiện tại và tương lai đang không đủ đáp ứng nhu cầu chung của ngành điện/đạm. Trong khi đó, tổng lượng khí tiêu thụ để sản xuất điện sẽ tăng bình quân khoảng 10-15%/năm trong giai đoạn 2020-2030. Vì vậy, chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2020 – 2030, tỷ trọng LNG nhập khẩu trong tổng mức nhiên liệu tiêu thụ để phát điện sẽ tăng dần và từ 0% lên 50%.

Mặt bằng giá LNG thấp sẽ giúp tiến độ của các dự án nhập khẩu LNG của Việt Nam tiến triển nhanh hơn. Hiện tại, giá LNG đang ở vùng thấp trong vòng 10 năm qua. Trong 9 tháng đầu năm 2020, giá LNG giao ngay giảm từ 5-6 USD/triệu BTU trong quý 1 còn 2-3 USD/triệu BTU trong quý 3. Với việc giá khí LNG thường căn cứ theo giá dầu Brent, chúng tôi dự báo giá LNG ở mức khoảng 6,5-7,2 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2021-2025.

Hình 14: Giá LNG nhập khẩu của Mỹ (USD/feet khối)



Hình 15: Cơ cấu giá thành SX điện khí LNG



Nguồn: EIA, BSC Research

Ngành Dầu khí – Phân bón [Trung Lập]

Chuyên viên phân tích:

Thái Ngọc Lan Hương

Lê Hữu Ngọc

Phạm Thị Minh Châu

Email:

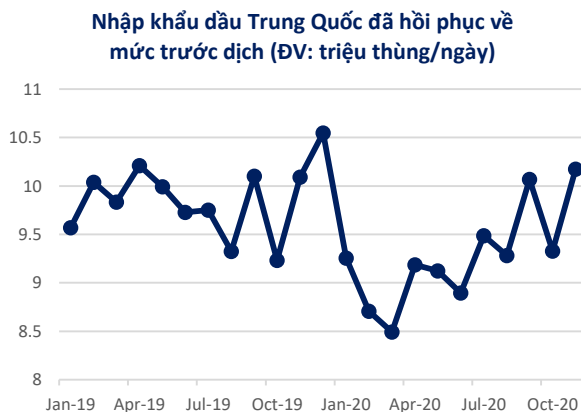
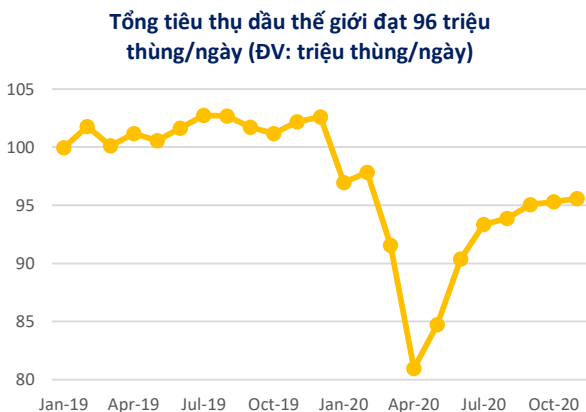
huongtnl@bsc.com.vn

ngoclh@bsc.com.vn

chauptm@bsc.com.vn

- Tổng tiêu thụ dầu thế giới đã tăng từ mức đáy 80 triệu thùng/ngày (tháng 04/2020) lên mức 96 triệu thùng/ngày (tháng 11/2020), so với mức tiêu thụ trước dịch khoảng 100 triệu thùng/ngày.
- OPEC+ thống nhất tăng cường cắt giảm 1.4 triệu thùng/ngày trong T1/2021 và cắt thêm 0.9 triệu thùng/ngày trong T2-T3/2021, tạo nền tảng hỗ trợ cho giá dầu.
- Sản lượng khai thác dầu thô Việt Nam suy giảm bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2015-2019, sản lượng nhập khẩu cùng kỳ tăng bình quân 156% nhằm phục vụ hoạt động lọc dầu.
- BSC nâng quan điểm từ KÉM KHẢ QUAN lên **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành dầu khí năm 2021 với giả định giá dầu thế giới cải thiện lên mức trung bình **55 USD/thùng**, và khuyến nghị MUA với nhóm cổ phiếu thượng nguồn và hạ nguồn được hưởng lợi từ giá dầu hồi phục như GAS, PLX, PVS.
- Bên cạnh đó, BSC hạ quan điểm quan điểm từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành đạm khí năm 2021 do các doanh nghiệp ngành này sẽ chịu tác động tiêu cực trực tiếp khi giá dầu hồi phục.

Tổng tiêu thụ dầu thế giới đã tăng từ mức đáy 80 triệu thùng/ngày (tháng 04/2020) lên mức 96 triệu thùng/ngày (tháng 11/2020), so với mức tiêu thụ trước dịch khoảng 100 triệu thùng/ngày. Trung Quốc – nhà nhập khẩu dầu lớn nhất thế giới (chiếm 10% tổng nhu cầu dầu thế giới) – cũng đã tăng cường nhập khẩu dầu lên mức hơn 10 triệu thùng/ngày (bằng mức trước dịch).

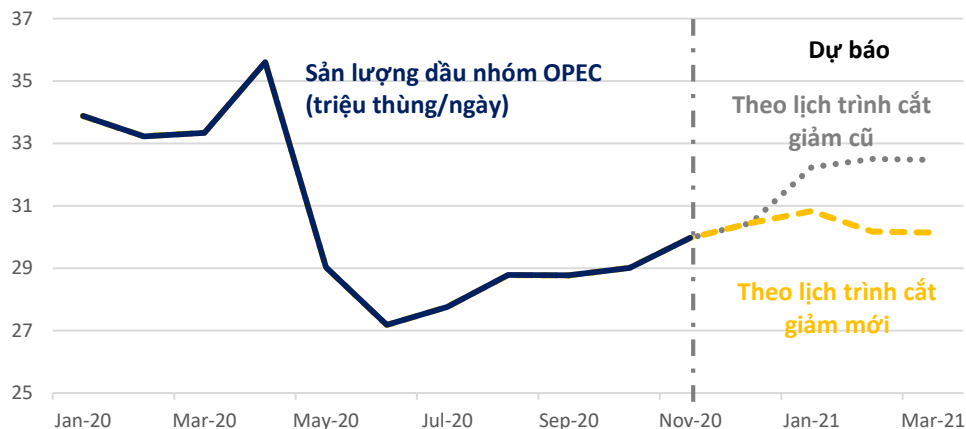


Nguồn: EIA, BSC Research

Trong cuộc họp mới nhất đầu tháng 01/2021, nhóm OPEC đã thông qua quyết định:

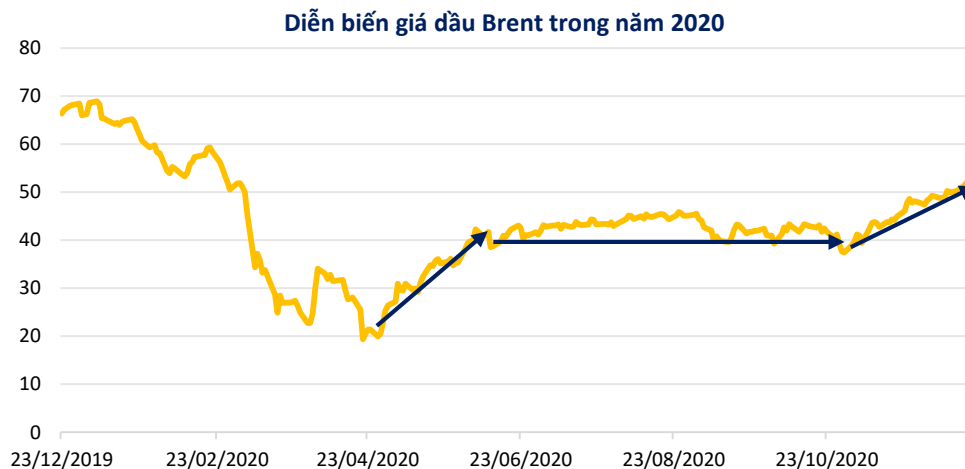
- **Tháng 01/2021:** Cắt giảm 7.2 triệu thùng dầu/ngày (7% nhu cầu dầu thế giới), tăng cường cắt giảm 1.4 triệu thùng/ngày so với kế hoạch trước đó
- **Tháng 02-03/2021:** Cắt giảm thêm 0.9 triệu thùng dầu/ngày, trong đó:
 - Saudi Arabia cắt giảm thêm 1 triệu thùng/ngày
 - Nga và Kazakhstan tăng sản lượng 75 nghìn thùng/ngày
 - Các quốc gia còn lại trong nhóm OPEC giữ nguyên mức sản lượng tháng 01
- Từ tháng 04/2021 đến tháng 04/2022: Cắt giảm 5.8 triệu thùng/ngày trong vòng 1 năm

BSC đánh giá hành động này thể hiện **thái độ thận trọng** của nhóm OPEC đối với một thị trường dầu khí còn đang dễ tổn thương. Điều này sẽ góp phần giữ tổng cung dầu thế giới thấp hơn tổng tiêu thụ, giảm trữ lượng, và tạo áp lực tăng giá dầu đặc biệt là khi nhu cầu dầu hồi phục cùng với các hoạt động sản xuất kinh doanh hậu đại dịch.



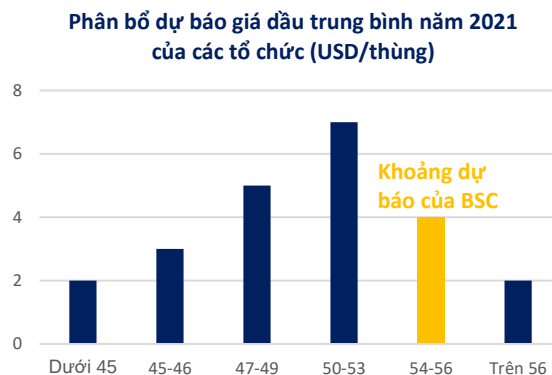
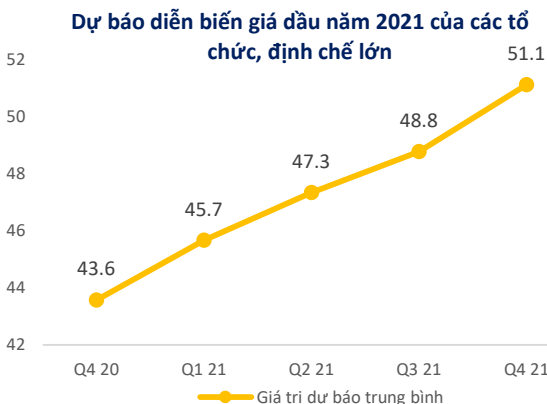
Nguồn: EIA, BSC Research

Giá dầu (Brent) đã vượt ngưỡng 50 USD/thùng, đạt mức cao 09 tháng nhờ nhu cầu và nguồn cung được cải thiện. Trong 05 tháng liên tiếp kể từ tháng 06/2020, giá dầu đi ngang trong vùng 40-45 USD/thùng. Tuy vậy, giá dầu Brent đã tăng liên tiếp 02 tháng từ đầu tháng 11/2020, vượt ngưỡng cản 45 USD/thùng, xác lập một đà tăng mới nhờ nhu cầu cải thiện và nguồn cung thắt chặt.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các tổ chức, định chế lớn trên thế giới dự báo giá dầu sẽ đạt khoảng 40-50 USD/thùng trong 1H2021, sau đó hồi phục lên mức 50-60 USD/thùng trong 2H2021. Theo đó, **giá trị dự báo phổ biến nhất cho giá dầu Brent trung bình năm 2021 nằm trong khoảng 50-53 USD/thùng.**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

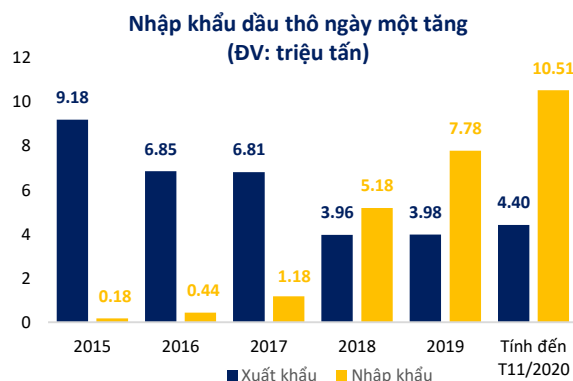
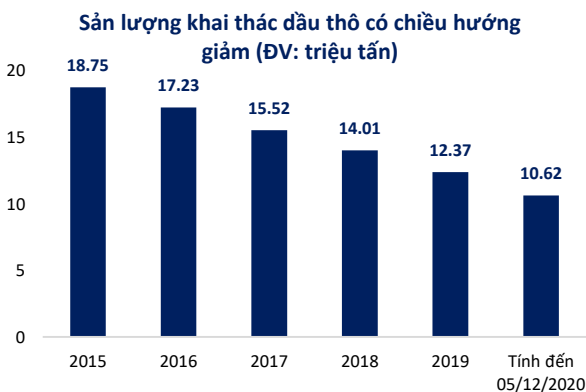
Với triển vọng nền kinh tế khởi sắc cùng nguồn cung thắt chặt, **BSC lạc quan sử dụng mức giá dầu trung bình 55 USD/thùng để làm kịch bản cơ sở cho dự phóng năm 2021** (so với mức kịch bản cơ sở cũ là 45 USD/thùng). Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận định giá diễn biến giá dầu năm 2021 sẽ có những biến động mạnh do thị trường dầu khí vẫn đang trong giai đoạn nhạy cảm, dễ tổn thương và phụ thuộc vào nhiều yếu tố như:

- (1) Tốc độ sản xuất và phân phối vắc xin Covid
- (2) Quá trình hồi phục thật sự của nền kinh tế thế giới và các hoạt động sản xuất kinh doanh
- (3) Những động thái tiếp theo của nhóm nước xuất khẩu dầu mỏ lớn OPEC

Về thị trường dầu khí trong nước, sản lượng dầu nhập khẩu tăng bình quân 156%/năm trong giai đoạn 2015-2019 do:

- (1) Sản lượng khai thác dầu thô nội địa suy giảm bình quân 10%/năm, đặc biệt là từ các mỏ dầu ngọt nhẹ thuộc bể Cửu Long – các mỏ này chiếm khoảng 80% tổng sản lượng dầu khai thác.
- (2) Hoạt động tìm kiếm, thăm dò khai thác và phát triển mỏ gặp nhiều khó khăn, vướng mắc về thỏa thuận, nguồn vốn.

Trong những năm tới, **chúng tôi dự báo sản lượng dầu thô nội địa sẽ tiếp tục suy giảm 10%/năm và sản lượng nhập khẩu sẽ tiếp tục tăng 150%/năm** để đáp ứng yêu cầu mở rộng của Nhà máy lọc dầu Dung Quất và hoạt động của Liên hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn.



Nguồn: Bộ Công Thương, BSC Research

Mặt khác, xét riêng ngành đạm khí, **sự phục hồi của giá dầu** lên mức trung bình 55 USD/thùng trong năm 2021 có **tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp đạm khí** với giá khí nguyên liệu chính được neo theo giá dầu.

Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến **nhu cầu phân bón tiếp tục diễn biến khả quan trong năm 2021, qua đó bù trừ một phần tác động tiêu cực từ giá NVL tăng và tiếp tục kỳ vọng vào sự kiện thuế VAT thay đổi trong năm 2021..**

(1) Tình hình xuất khẩu nông sản Việt Nam năm 2021 khả quan do:

- a. *Dư địa xuất khẩu nông sản sang châu Âu còn lớn* (giá trị xuất khẩu Việt Nam chỉ chiếm 1.4% giá trị nông sản nhập khẩu bởi EU28) khi các hiệp định EVFTA (tháng 8/2020) và UKVFTA (2021) bắt đầu có hiệu lực, giúp thuế nhập khẩu giảm dần về 0%,
- b. *Các hợp đồng xuất khẩu gạo tiếp tục được ký mới tại Philippines, Châu Phi... với giá xuất khẩu duy trì ở mức cao trong đầu năm 2021* nhưng sẽ có xu hướng giảm nhẹ do sản lượng tại Ấn Độ và Thái Lan dự kiến sẽ khôi phục sản lượng xuất khẩu (theo VFA).

(2) Điều kiện khí hậu năm 2021 được kì vọng sẽ thuận lợi cho việc gia tăng năng suất và sản lượng cây trồng, thúc đẩy nhu cầu phân bón, khi hiện tượng La Nina có khả năng chuyển tiếp trong mùa xuân năm 2021 (Theo NOAA) – kết thúc 3 năm liên tục khô hạn do hiện tượng El Nino gây ra.

Luật thuế VAT sửa đổi tiếp tục được kỳ vọng được Quốc Hội thông qua trong 2021; Theo đó, các doanh nghiệp đạm khí dự kiến sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ thay đổi trên (ước tính hơn 300 tỷ thuế VAT đầu vào được hoàn lại). Tuy nhiên, mức độ tác động của sự kiện này lên lợi nhuận sau thuế còn phụ thuộc vào hướng dẫn điều chỉnh giá bán cụ thể khi có thông tin chính thức. ([link](#))

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC nâng quan điểm từ KÉM KHẢ QUAN lên **TRUNG LẬP** đối với ngành Dầu Khí trong năm 2021 do:

- Triển vọng hồi phục nền kinh tế và giá dầu thế giới được cải thiện lên mức trung bình 55 USD/thùng (+34% yoy)
- Thị trường dầu khí thế giới còn đang trong giai đoạn nhạy cảm, nhiều rủi ro
- Hoạt động thượng nguồn thăm dò, phát triển các mỏ dầu khí tại Việt Nam còn nhiều vướng mắc, chậm tiến độ

Cụ thể, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **GAS, PLX, PVS** do đây là những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ sự khởi sắc của:

- Giá dầu thế giới
- Triển vọng nhu cầu năng lượng và nhiên liệu phục vụ sản xuất kinh doanh
- Nhu cầu thăm dò khai thác dầu khí trong nước và trong khu vực

Bên cạnh đó, chúng tôi hạ quan điểm từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP** đối với ngành đạm khí trong năm 2021 do:

- Các doanh nghiệp đạm khí chịu tác động tiêu cực khi giá dầu thế giới phục hồi do giá khí nguyên liệu neo theo giá dầu

- Nhu cầu phân bón trong năm 2021 khả quan nhờ tình hình canh tác và xuất khẩu nông sản có nhiều yếu tố thuận lợi
- Kỳ vọng luật thuế VAT sửa đổi vào 2021, Các doanh nghiệp đạm khí ước tính được hoàn ~300 tỷ VAT đầu vào

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đ)	%YoY	LNST 2021 (tỷ đ)	%YoY	EPS 2021 (đ/cp)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/20	Giá mục tiêu
GAS	77,808	17%	11,631	46%	5,956	14.5	3.0	86,900	105,000
PLX	182,510	25%	3,918	273%	3,268	16.1	2.1	54,600	62,400
PVS	19,550	9%	950	33%	1,988	8.9	1.0	17,800	22,000
DCM	8,092	11%	446	-28%	673	20.8	1.2	14,000	15,100
DPM	8,522	4%	499	-27%	1,021	18.4	1.0	18,800	18,100

Nguồn: BSC Reseach

Ngành Điện [Trung Lập]

Chuyên viên phân tích

Phạm Nguyễn Long

Dương Quang Minh

Email

Longpn@bsc.com.vn

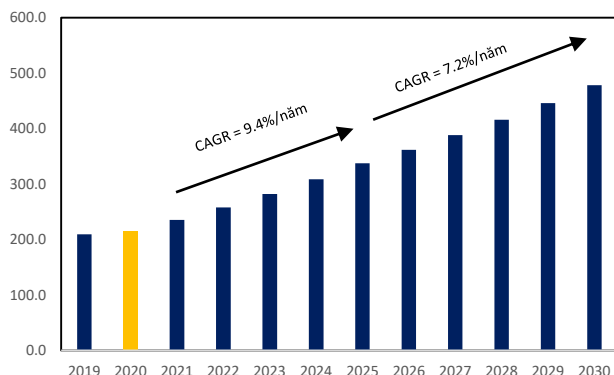
Minhdq@bsc.com.vn

- Sản lượng điện thương phẩm 2021 dự báo tăng trưởng 9.0% so với năm 2020.
- Dự thảo QHĐ 8 hướng tới việc tập trung đầu tư vào các nguồn NLTT và LNG trong tương lai.
- La Nina tiếp diễn là tin tích cực với các nhà máy thủy điện nhưng sẽ là yếu tố tiêu cực đối với các DN nhiệt điện than & khí.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành điện.

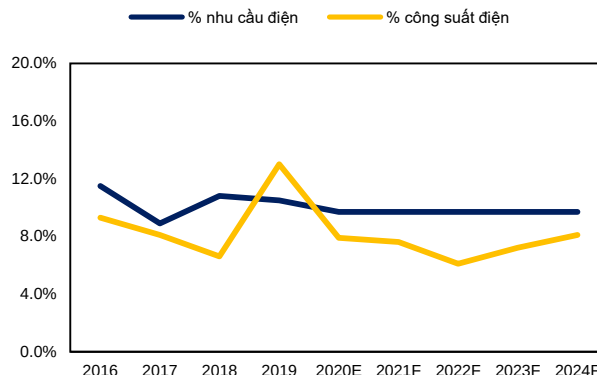
CUNG CẦU ĐIỆN – THIẾU ĐIỆN SẼ TIẾP DIỄN TRONG THỜI GIAN TỚI

Tăng trưởng nhu cầu điện năm 2021 dự kiến +8.0% yoy. Sản lượng điện thương phẩm năm 2020 dự kiến đạt mức 215.9 tỷ kWh (+3.1% yoy). Tăng trưởng tiêu thụ điện 2020 thấp hơn so với bình quân GĐ 2016-2019 (CAGR = 9.4%/năm) do dịch Covid-19 làm gián đoạn hoạt động sản xuất, khiến tăng trưởng GDP 2020 chỉ đạt +2.9%. Trong năm 2021, BSC dự báo GDP Việt Nam hồi phục ở mức 5.6-7.0%, giúp lượng điện tiêu thụ 2021 được dự báo đạt 235.3 tỷ kWh (+98.0% yoy).

Hình 1: Tiêu thụ điện tăng mạnh GĐ 2020-2030 (tỷ kWh)



Hình 2: Tăng trưởng cung điện thấp hơn cầu về điện



Nguồn: EVN, BSC Research

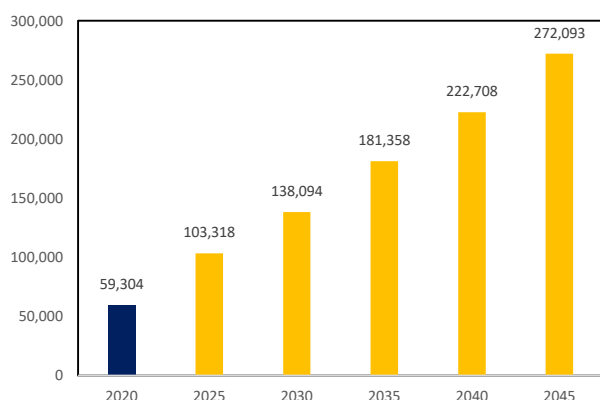
Tình trạng thiếu điện được dự báo tiếp tục xảy ra trong thời gian tới. Trong Quý 4/2020, ngành Điện đã triển khai thực hiện các dự án như công trình đường dây 500 kV mạch 3 Vũng Áng – Dốc Sỏi – Pleiku 2; đấu nối, cấp điện thử nghiệm cho các NMNĐ BOT Hải Dương, Nghi Sơn và Vân Phong, và các dự án giải tỏa công suất nguồn NLTT. Theo EVN, Việt Nam cần thêm 5,000 MW/năm cho phát triển trong giai đoạn 2021-2025.

CƠ CẤU NGUỒN PHÁT – TƯƠNG LAI THUỘC VỀ NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

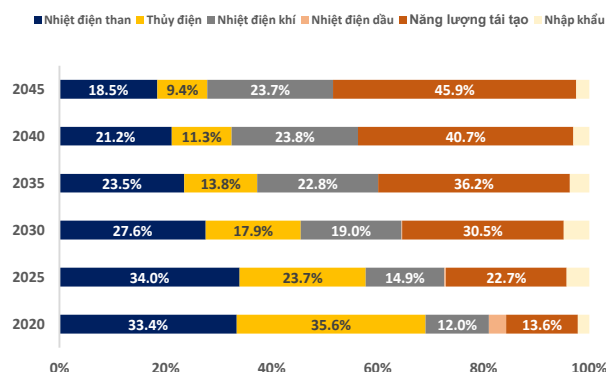
Quy hoạch Điện 8 (QHĐ 8) định hướng tập trung vào nguồn năng lượng sạch trong tương lai. Để đáp ứng tăng trưởng tiêu thụ điện giai đoạn 2020-2045, tổng công suất lắp đặt được dự báo đạt mức 138,000 MW năm 2030 và 272,000 MW vào năm 2045 – lần lượt gấp 2.3 lần và 4.6 lần năm 2020. Trong đó, những thay đổi đáng kể về cơ cấu đóng góp của các nguồn phát cụ thể là:

- **Năng lượng tái tạo:** Công suất các nguồn NLTT (chủ yếu là điện gió và ĐMT) được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh mẽ **từ mức 7,400 MW năm 2020 lên mức 38,100 MW năm 2030 và đạt mức 120,000 MW vào năm 2045, tương ứng** Các dự án điện NLTT được phân bố chủ yếu ở miền Nam do có tiềm năng phát triển lớn nhất cả nước. Do vậy, BSC kỳ vọng rằng, việc bùng nổ các dự án điện NLTT sẽ giúp giảm bớt thiếu hụt điện tại miền Nam trong tương lai. BSC cho rằng, các doanh nghiệp có portfolio điện mặt trời niêm yết như GEG sẽ là 1 cổ phiếu đáng chú ý trong thời gian tới.
- **Nhiệt điện than:** Các dự án nhiệt điện than mới sẽ bị hạn chế phát triển khi có **hơn 17,000 MW (49%) công suất nằm trong QHĐ 7 điều chỉnh sẽ bị loại bỏ (10,120 MW) hoặc lùi thời hạn sang GD sau 2030 (6,900 MW)**. Tỷ trọng đóng góp của nhiệt điện than sẽ giảm từ mức 33.4% năm 2020 xuống mức 27.6% năm 2030 và 18.5% vào năm 2045.
- **Nhiệt điện khí:** BSC cho rằng nguồn nhiệt điện khí sẽ đóng vai trò cung cấp điện chính trong tương lai do có khả năng **cung cấp nguồn điện ổn định và không ảnh hưởng môi trường** như nhiệt điện than. Theo dự thảo QHĐ 8, tỷ trọng đóng góp của nhiệt điện khí **sẽ tăng từ mức 12% năm 2020 lên mức 19% năm 2030**, tăng 4.5% so với QHĐ 7 điều chỉnh. Do đó, nhu cầu nhập khẩu khí LNG sẽ tăng mạnh trong GD 2020-2030, được dự báo ở mức 1.2 triệu tấn năm 2025 lên mức 8.5 triệu tấn năm 2030. Do vậy, BSC cho rằng các doanh nghiệp điện khí như POW và NT2 sẽ được hưởng lợi trong dài hạn.

Hình 3: Tổng công suất lắp đặt theo QHĐ 8 (MW)



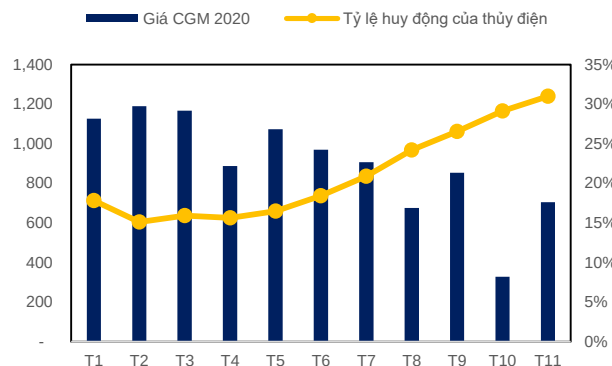
Hình 4: QHĐ 8 hướng đến đầu tư vào năng lượng sạch



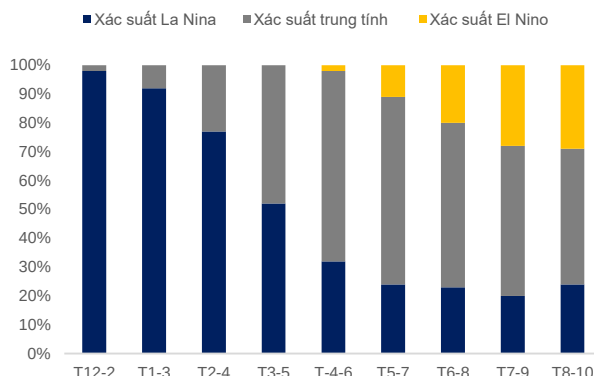
Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BSC Research

GIÁ BÁN ĐIỆN THỊ TRƯỜNG PHÁT ĐIỆN CẠNH TRANH (CGM) – DUY TRÌ DƯỚI NGƯỠNG 1,000 VNĐ/kWh

Giá bán điện thị trường CGM bình quân 11T2020 -26% yoy. Lũy kế 11T2020, giá bán điện CGM trung bình đạt 898 VNĐ/kWh (-26% yoy). Giá CGM giảm trong 2H2020 là do (1) dịch Covid-19 ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ điện và (2) thủy điện được Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia (A0) tích cực huy động do La Nina xuất hiện vào cuối Q2/2020.

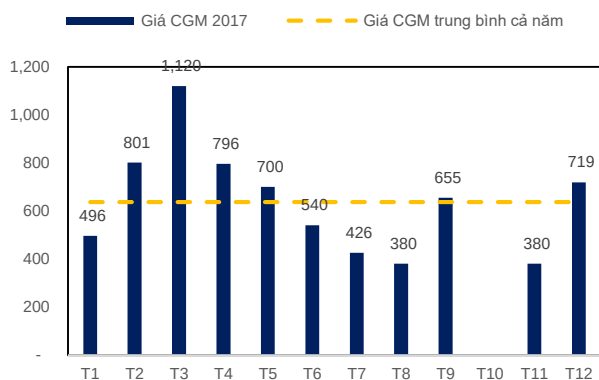
Hình 5: Giá CGM giảm do thủy điện được tập trung huy động

Nguồn: EVN, BSC Research

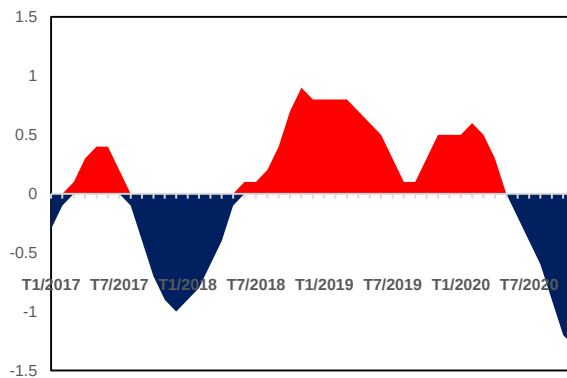
Hình 6: La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến cuối Q2/2021

Nguồn: IRI, BSC Research

BSC dự báo giá bán điện CGM trung bình sẽ tiếp duy trì ở mức thấp khi các NMTĐ tích đủ nước để phát điện trong cả năm 2021 do La Nina được dự báo kéo dài đến tháng 7-8/2021. Nhìn lại diễn biến năm 2017, giá điện CGM trung bình cả năm chỉ đạt mức 683 VNĐ/kWh. Theo dự báo của IRI, cường độ của La Nina năm nay còn lớn hơn cường độ năm 2017. Do đó, BSC cho rằng tình hình thủy văn năm 2021 tiếp tục ủng hộ các doanh nghiệp sở hữu nhiều thủy điện (như REE, PC1, v.v.).

Hình 7: Giá CGM TB năm 2017 thấp do La Nina xuất hiện

Nguồn: EVN, BSC Research

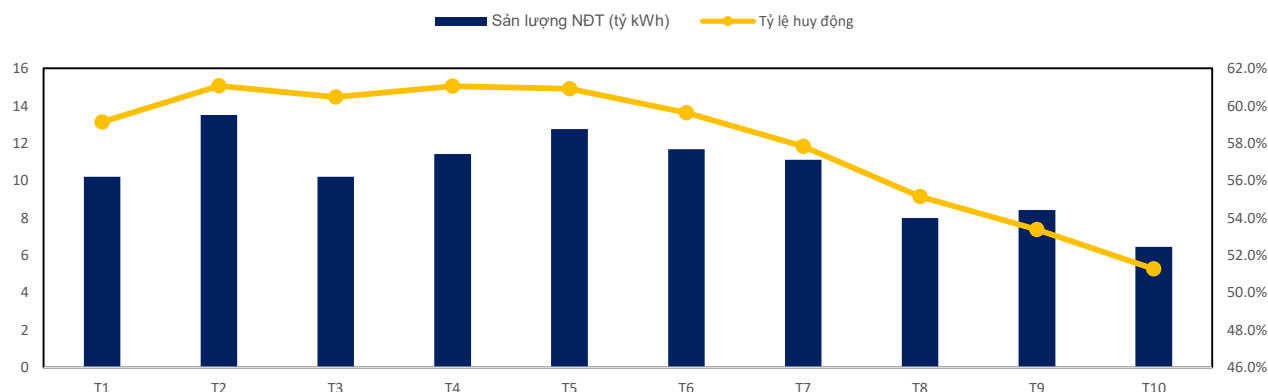
Hình 8: La Nina diễn ra trong năm 2020-2021 có xu hướng mạnh hơn năm 2017

Nguồn: IRI, BSC Research

NHIỆT ĐIỆN THAN – NGUỒN CUNG ĐIỆN CHÍNH TRONG NGẮN HẠN

Nhiệt điện than (NĐT) vẫn là nguồn cung điện quan trọng trong ngắn hạn. Lũy kế 10T2020, sản lượng nhiệt điện than huy động đạt 103,7 tỷ kWh (+6.35% yoy). Tỷ lệ huy động của NĐT T10/2020 -10% so với đầu năm 2020 do La Nina quay trở lại. Do La Nina được dự báo tiếp tục diễn ra, năm 2021 sẽ là năm bất lợi đối với các NMNĐT do thủy điện tiếp tục được A0 ưu tiên hoạt động. Tuy nhiên, BSC cho rằng, nhiệt điện than vẫn sẽ là nguồn cung chính trong ngắn hạn khi mà nguồn điện NLTT chưa được giải tỏa kịp thời và tình trạng thiếu khí LNG chỉ được giải quyết sau năm 2025.

Hình 7: Tỷ lệ huy động của NĐT giảm do La Nina xuất hiện



Nguồn: EVN, BSC Research

MẢNG NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO – TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG LỚN

Mảng năng lượng tái tạo tiếp tục tăng nhanh, dù vẫn còn chiếm tỷ trọng thấp. Lũy kế 10T2020, sản lượng điện từ NLTT đạt mức 8.95 tỷ kWh (+ 128% yoy). Tỷ lệ huy động từ A0 tính đến cuối T10/2020 mới chỉ đạt mức 4.4%. BSC kỳ vọng rằng công suất điện từ mảng NLTT sẽ có xu hướng tăng nhanh trong năm 2021, đặc biệt là công suất điện gió do các nhà máy điện gió sẽ **được hưởng mức giá FIT 8.5 cents/kWh (tương đương 1,928 VNĐ/kWh) nếu đi vào hoạt động trước 1/11/2021.**

Bảng 1: Cơ chế giá FIT dành cho các dự án điện năng lượng tái tạo

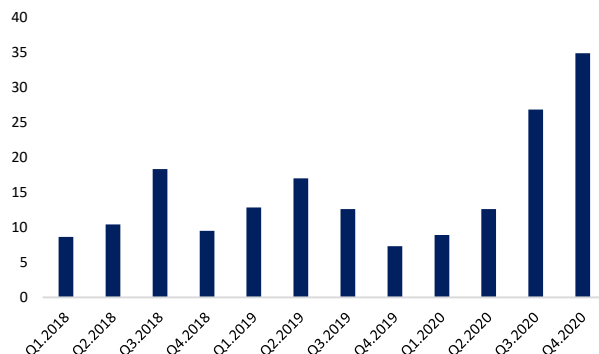
	Điện mặt trời		Điện gió	
	Trước T7/2019	T7/2019-T12/2020	Trước T11/2021	T11/2021-T12/2023
Hiệu lực		Điện nổi: 7.69	Onshore: 8.5	Onshore: 7.02
Giá mua điện từ EVN (US cents/kWh)	9.35	Điện mặt đất: 7.09	Offshore: 9.8	Offshore: 8.47
		Điện áp mái: 8.38		

Nguồn: MOIT, BSC Research

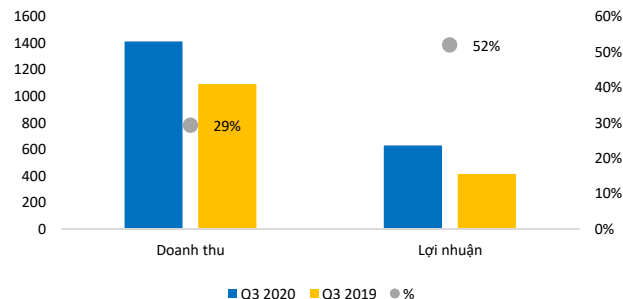
THỦY ĐIỆN: KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH NHỜ LA NINA

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thủy điện được cải thiện trong giai đoạn cuối năm. Tổng sản lượng thủy điện trong Q3 2020 đạt 26.8 tỷ kWh (+113% YoY và +113% QoQ). Nhờ đó mà các doanh nghiệp thủy điện niêm yết đã phục hồi mạnh mẽ về cả doanh thu và lợi nhuận ròng (lần lượt +23% và +147% YoY) trong Q3/2020.

Hình 8: Sản lượng sản xuất thủy điện (tỷ kWh)



Hình 9: KQKD của các DN thủy điện trong Q3 2020 được cải thiện so với cùng kỳ

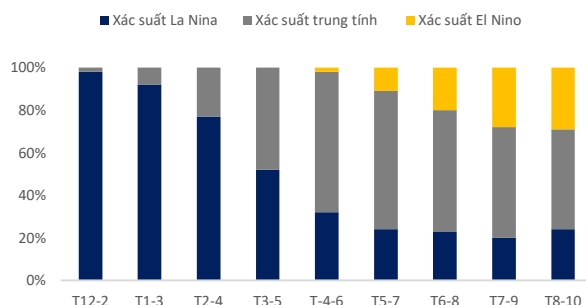


Nguồn: EVN, BSC Research

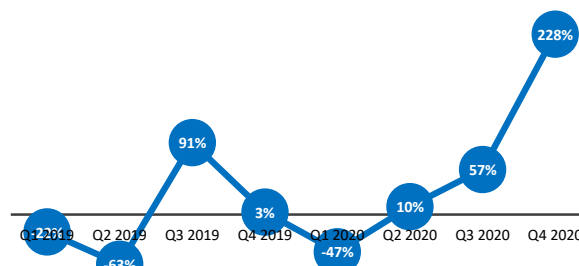
BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh nhóm thủy điện vẫn tiếp tục tăng trưởng trong năm 2021 nhờ các yếu tố:

- Lượng mưa phục hồi sẽ hỗ trợ hoạt động của các nhà máy thủy điện trong năm 2021 và 2022.** Chúng tôi nhận thấy lượng mưa thường tuân theo chu kỳ 5 năm và đỉnh của chu kỳ mưa gần nhất xảy ra vào năm 2017. Vì vậy, BSC cho rằng lượng mưa tại Việt Nam sẽ đi theo xu hướng phục hồi cho đến năm 2022, từ đó hỗ trợ KQKD của các công ty thủy điện. Các doanh nghiệp **sở hữu thủy điện (như REE, PC1, v.v.) được hưởng lợi trực tiếp từ tình hình thủy văn trong thời gian tới.**
- Mức nước dự trữ tăng cao.** Chỉ số mực nước được cải thiện trong nửa cuối năm 2020 và đến đầu T12/2020 đã cao hơn 3.3 lần so với thời điểm cuối Q3/2020. Chúng tôi cho rằng, với diễn biến lượng mưa phục hồi, mực nước tại các hồ thủy điện sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm tới.

Hình 10: La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến cuối Q2/2021



Hình 11: Mực nước phục hồi qua từng quý



Nguồn: EVN, BSC Research

NHIỆT ĐIỆN KHÍ: TIỀM NĂNG TỪ CÁC DỰ ÁN LNG

Theo Quy hoạch điện VIII, các nhà máy điện chạy bằng LNG sẽ được ưu tiên, và dần dần thay thế nhiệt điện than. Tính đến thời điểm hiện tại có 11,900 MW dự án nhiệt điện LNG (khí thiên nhiên hóa lỏng) trong QHĐ. Các dự án đang được nghiên cứu tiền khả thi hoặc đề xuất bổ sung vào QHĐ với tổng công suất 39,350 MW. Ngoài ra, có 9,040 MW dự án nhiệt điện đang được đề xuất để chuyển đổi nguyên liệu từ than sang LNG.

Bảng 2: Công suất nhiệt điện khí dự kiến quy hoạch đến năm 2045 (Đơn vị: MW)

	2020	2025	2030	2035	2040	2045
TBKHH+NĐ khí nội	7,097	13,058	10,636	7,900	7,900	7,900
TBKHH hiện có chuyển sang sử dụng LNG	-	803	4,147	4,565	4,250	5,050
TBKHH sử dụng LNG mới	-	1,500	10,100	22,850	29,250	34,850
Nguồn linh hoạt chạy LNG (ICE+SCGT)	-	-	1,400	6,000	11,700	16,800
Tổng công suất điện khí	7,097	15,361	26,283	41,315	53,100	64,600

Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BSC Research

BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh nhóm nhiệt điện khí sẽ phục hồi trong năm 2021 nhờ các yếu tố:

- **Giá khí thấp giúp sản lượng của các nhà máy nhiệt điện khí được huy động nhiều hơn.** Chúng tôi dự kiến sản lượng của mảng nhiệt điện khí sẽ tăng trưởng trở lại 10% YoY.
- **Mỏ khí Sao Vàng – Đại Nguyệt khai thác từ tháng 11/2020, bổ sung từ 1,500 triệu m3 khí/năm (+15%) từ năm 2021.** Điều này sẽ hỗ trợ nguồn nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy điện khí lớn như POW, NT2.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành Điện cho năm 2021 do có sự phân hoá rõ rệt đối với triển vọng các nhóm cổ phiếu ngành điện:

- **Nhóm cổ phiếu thủy điện lớn (có hồ điều tiết mùa):** Với tình hình thủy văn thuận lợi trong thời gian tới, BSC có quan điểm tích cực đối với các cổ phiếu như **REE** hay **PC1** do các doanh nghiệp này nắm giữ cổ phần tại nhiều nhà máy thủy điện trong danh mục.
- **Nhóm cổ phiếu nhiệt điện than:** Lượng mưa lớn làm giảm tỷ lệ huy động từ A0 đồng thời giữ giá bán điện CGM ở mức thấp. Điều này ảnh hưởng đến KQKD của các doanh nghiệp nhiệt điện than như **PPC** và **HND**. Do vậy, BSC giữ quan điểm kém tích cực đối với các cổ phiếu nhiệt điện cho năm 2021.
- **Nhóm cổ phiếu nhiệt điện khí:** Nguồn cung khí năm 2021 dự kiến được cải thiện nhờ huy động thêm từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt mới được đưa vào khai thác. Do đó hai mã cổ phiếu **POW** và **NT2** được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh về sản lượng. Vì vậy mà BSC giữ quan điểm khả quan cho năm 2021.
- **Nhóm cổ phiếu xây lắp điện:** BSC giữ quan điểm tích cực dựa trên nhu cầu xây lắp tăng cao với lượng backlog lớn cho các doanh nghiệp như **PC1**.

Bảng 3: Dự báo KQKD của một số doanh nghiệp ngành Điện năm 2021

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	EPS 2021 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
PPC	7,600	-4%	950	-24%	2,914	8.6x	1.2x	24,450	25,100
HND	9,150	-12%	997	-21%	1,993	9.4x	1.3x	19,000	20,300
PC1	6,131	-1%	497	-2%	2,653	8.4x	1.0x	22,250	25,800
POW	29,785	-2%	2,751	18%	1,040	12.6x	1.0x	13,600	15,400
REE	5,641	7%	1,761	19%	5,505	8.7x	1.3x	48,950	55,600
NT2	6,907	18%	788	34%	2,952	7.9x	1.4x	24,600	26,200

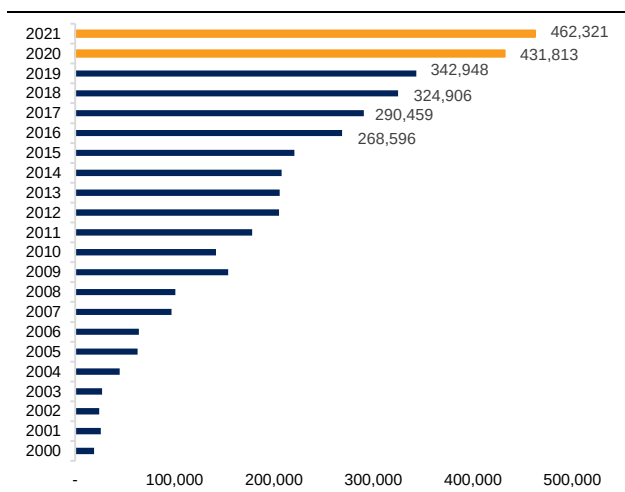
(Nguồn: BSC Research)

III/ Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng – Thu hút vốn FDI – Giải phóng nguồn cung bất động sản.

Đẩy mạnh xây dựng hạ tầng sẽ giải quyết “nút thắt cổ chai” về chi phí vận chuyển, tạo ra nền tảng vững chắc cho ngành BĐS Khu công nghiệp – Cảng Biển – Vận tải phát triển trong dài hạn. Chiến lược đầu tư công giai đoạn 2021-2025 có sự dịch chuyển sang các dự án quy mô lớn, tập trung vào hạ tầng giao thông liên vùng và kinh tế số như sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam, tuyến đường ven biển.... BSC đánh giá dịch bệnh Covid-19 là chất xúc tác đẩy nhanh các kế hoạch đầu tư này để vừa tạo động lực phát triển trong dài hạn, vừa hỗ trợ kích thích nền kinh tế hồi phục trong ngắn hạn. BSC dự báo giải ngân đầu tư công năm 2021 sẽ tiếp tục khả quan ở mức trên 460 nghìn tỷ (+7% YoY).

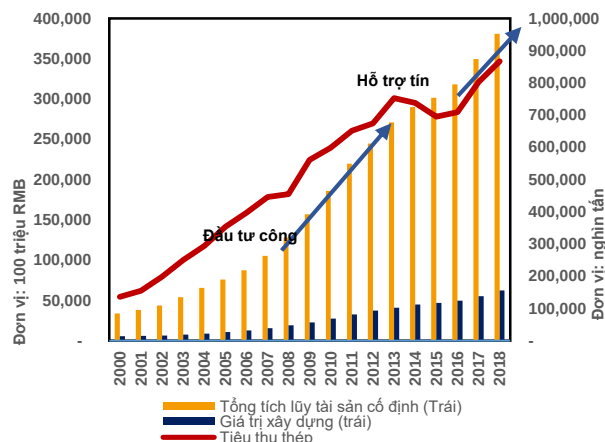
Nhìn từ bài học của Trung Quốc trong giai đoạn khủng hoảng 2008-2009, gói kích thích kinh tế trị giá 586 tỷ USD (tương đương với 13% GDP của Trung Quốc năm 2007) tập trung vào các lĩnh vực giao thông (đường sắt, cao tốc, sân bay...), hạ tầng điện, nhà ở xã hội, hạ tầng nông thôn... đã giúp cho hoạt động xây dựng tại Trung Quốc hồi phục đáng kể trong những năm sau đó.

Giải ngân đầu tư công của Việt Nam (tỷ VND)



Nguồn: Tổng cục thống kê, BSC Research dự báo

Đầu tư công là động thúc đẩy xây dựng của Trung Quốc sau khủng hoảng 2008 - 2009



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

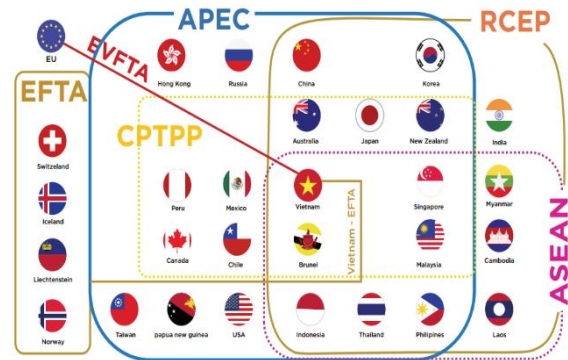
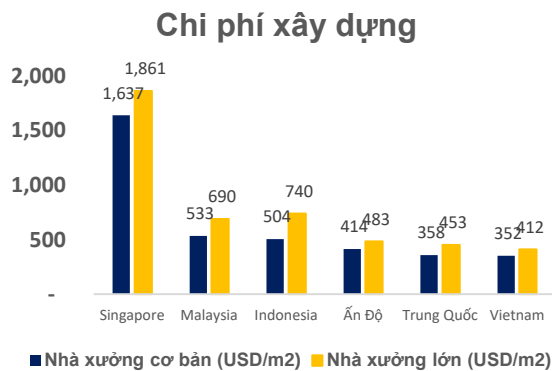
Ngành Cảng biển sẽ được hưởng lợi gián tiếp từ việc đẩy nhanh tiến độ các dự án kết nối trong năm 2021, kỳ vọng sẽ dần nâng khả năng cạnh tranh của khu vực cảng CM-TV nói riêng và khu vực phía Nam nói chung.

Dự án trọng điểm	Tiến độ
Dự án Đường liên cảng CMTV	- Giai đoạn 1 (Tuyến đường) đã hoàn thành Quý 4/2020. - Giai đoạn 2 (Cầu Phước An vượt sông Thị Vải) dự kiến khởi công năm 2021, hoàn thành năm 2025.
Dự án cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	Đã được phê duyệt đề án nghiên cứu khả thi, Dự kiến khởi công Quý 1/2023, hoàn thành năm 2025.

Dự án mở rộng cao tốc Long Thành – Dầu Giây	Đã được phê duyệt đề án nghiên cứu khả thi.
Dự án cao tốc Bến Lức – Long Thành	Đã khởi công năm 2020, dự kiến hoàn thành 2023, tuy nhiên, dự án gặp khó khăn về nguồn vốn
Tuyến vành đai 4	Dự kiến đưa vào khai thác năm 2025.

Đại dịch Covid – 19 được xem như “liều thuốc vaccine” thúc đẩy quá trình dịch chuyển diễn ra nhanh hơn. Việt Nam được đánh giá như một điểm đến tiềm năng với (1) chi phí cạnh tranh so với khu vực, (2) độ minh bạch thông tin đang dần cải thiện. Bên cạnh đó, các ưu đãi thuế suất từ việc gia nhập các hiệp định thương mại FTA sẽ là lợi thế cạnh tranh mới giúp thu hút thêm các doanh nghiệp FDI chuyển dịch sang Việt Nam.

Chúng ta có thể nhìn thấy xu hướng này thể hiện rõ nét như dịch chuyển các dự án trong lĩnh vực công nghệ cao, điện tử: nhà máy Oppo tại Bắc Ninh, các vệ tinh Apple: Pegatron, Luxshare ICT, Foxconn lần lượt tìm nhà máy tại Việt Nam.



Nguồn: Asia Business Consulting, Turner & Townsend, International Construction Market Survey

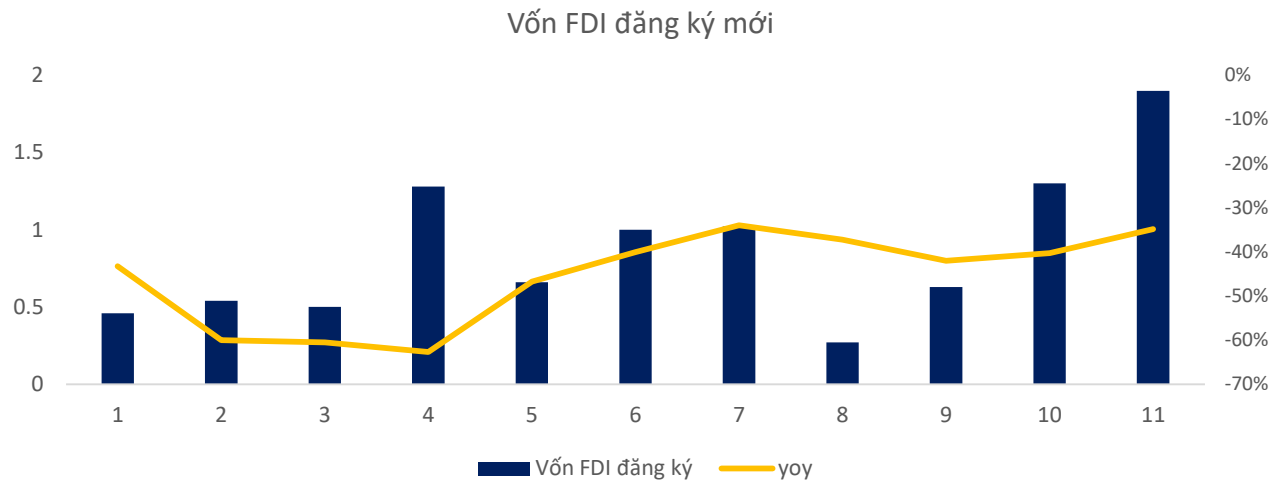
Công ty	Địa điểm	Khu công nghiệp	Thời gian dự kiến ban đầu	Tiến độ
Sharp	Bình Dương	VSIP	2020	Trì hoãn
Luxshare ICT	Bắc Giang	Quang Châu	Quý II/2020	Trì hoãn
Panasonic	Bình Dương	VSIP II	T10/2019	Đã khởi công
Pegatron Corp	Hải Phòng	Deep C	T3/2020	Đã cấp phép
Foxconn	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	2020	Trì hoãn
Wistron Infocomm	Hà Nam	Đồng Văn III	T9/2020	Đã khởi công
Oppo	Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	T11/2020	Đã ký MOU

Nguồn: BSC Research

Tuy nhiên, bên cạnh những thuận lợi, Việt Nam cũng đối diện với nhiều thách thức: năng lực quản lý, kết nối hạ tầng, thủ tục đầu tư, lao động trình độ cao...BSC cho rằng xu hướng dịch chuyển đầu tư và chuỗi

cung ứng vừa là cơ hội vừa là thách thức cho Việt Nam, kỳ vọng đầu tư công, công nghệ 4.0 sẽ là những nhân tố tác động tích cực giúp cải thiện những hạn chế hiện hữu.

Vốn FDI đăng ký 11T2020 đạt 13.6 tỷ USD (-7.6% yoy), mặc dù vẫn ở mức giảm tuy nhiên đã có xu hướng cải thiện so với các tháng đầu năm. Nguyên nhân chủ yếu do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 trong các tháng đầu năm khiến nhiều hoạt động thương mại, đầu tư đình trệ.



Nguồn: FIA, BSC Research

Ngành Bất Động Sản [Khả quan]

Chuyên viên phân tích: Phan Quốc Bửu

Email: Buupq@bsc.com.vn

- Nguồn cung sẽ dần cải thiện trong năm 2021, Covid-19 tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh việc mở rộng quỹ đất và M&A doanh nghiệp.
- Xu hướng dịch chuyển đầu tư và phát triển dự án sang phía Đông thành phố và các tỉnh thành cấp 1-2 lân cận.
- Môi trường lãi suất thấp dự kiến cũng sẽ gián tiếp hỗ trợ tích cực đến ngành bất động sản.
- Sự thay đổi cấu trúc tài chính đáng kể của các doanh nghiệp bất động sản với kênh trái phiếu trở thành kênh huy động chính
- BSC khuyến nghị Khả quan đối với ngành bất động sản trong năm 2021

Nguồn cung sẽ dần cải thiện trong năm 2021. Chúng tôi tin rằng các vướng mắc về pháp lý hiện tại sẽ dần được cải thiện trong nửa cuối năm 2021 nhờ vào các bộ luật mới được sửa đổi và có hiệu lực trong Q1/2021 như (i) Luật xây dựng sửa đổi 2020, (ii) Luật đầu tư 2020, (iii) Luật bất động sản sửa đổi, Nghị định 148.

Ngoài ra chúng tôi cũng nhận thấy một số tín hiệu khả quan trong việc cải thiện tốc độ xử lý pháp lý tại thành phố Hồ Chí Minh thông qua nhiều dự án đã bị tạm ngưng trước đó được tái khởi động. Điều này sẽ giúp thị trường bất động sản trở lại mạnh mẽ sau 2 năm trầm lắng.

Luật	Nội dung	Tác động	Cơ quan ban hành/ Đề nghị	Thời gian có hiệu lực
Luật Xây dựng Sửa đổi 2020	-09 loại công trình được miễn giấy phép xây dựng -Rút ngắn thời gian cấp giấy phép xây dựng xuống còn 20 ngày	- Rút ngắn thời gian triển khai dự án	Quốc hội/ Bộ xây dựng	1/1/2021
Luật Đầu tư 2020	-Hai khái niệm nhà đầu tư và chủ đầu tư được đồng nhất -Giảm tải các bước xin quy hoạch và triển khai dự án. - Cho phép giao những thửa đất xen kẽ trong dự án dự án thay vì đấu thầu như trước đây,	- Giải quyết được các nút thắt trong việc phê duyệt các dự án khu dân cư - Rút ngắn thời gian, các bước làm thủ tục dự án	Quốc hội/ Bộ Kế Hoạch và đầu tư	1/1/2021
Nghị định 148/2020 về đất đai	- Làm rõ điều kiện khu vực dự án đất nền phân lô được và không được thực hiện. - Yêu cầu hoàn thành xây dựng kết cấu hạ tầng kỹ thuật và xã hội. - Siết chặt quy định về điều kiện cũng như diện tích tối thiểu tách thửa, hợp thửa đất	- Bảo vệ quyền lợi, đáp ứng nhu cầu khách hàng, đảm bảo quá trình phát triển đô thị bền vững. - Kiểm soát chặt tình trạng phân lô, bán nền tràn lan	Chính phủ/ Bộ tài nguyên và môi trường	08/02/2021

STT	Tên dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Tình trạng GD 2017-2020	Cập nhật mới nhất
1	St-Mortiz	Thủ Đức	DXG	2017: Chấp thuận đầu tư dự án	T11/2020: Đủ điều kiện mua bán nhà ở hình thành tương lai
2	The River Thủ Thiêm	Q2	Refico & CII	T8/2018: Chấp thuận đầu tư dự án	T5/2020: Đủ điều kiện mua bán nhà ở hình thành tương lai
3	Chung cư Vĩnh Hội, P4	Q4	TNHH Dịch vụ Công ích Quận 4	T10/2017: Giấy phép xây dựng phần móng T1/2017: Cấp giấy phép xây dựng phần ngầm.	T8/2020: Đủ điều kiện mua bán nhà ở hình thành tương lai
4	Hilton Sài Gòn	Q1	SGCL	Cuối 2019: Cấp giấy phép xây dựng phần thân. Cuối 2016: TP HCM phê duyệt giá đất của dự án.	2020: Khởi động xây dựng phần thân.
5	Sài gòn Glory	Q1	Bitexco	Cuối 2018: Chấp thuận đầu tư dự án	T3/2020: Đủ điều kiện mua bán nhà ở hình thành tương lai
6	Empire City (Tilia Residences)	Q2	Empire	2017: Chấp thuận đầu tư hạ tầng 2018: Giấy phép xây dựng	T6/2020: Đủ điều kiện mua bán nhà ở hình thành tương lai
8	Grand Mahattan	Q1	Novaland	2018: Giới thiệu dự án ra thị trường	2020: Khởi động việc xây dựng

Nguồn: BSC tổng hợp.

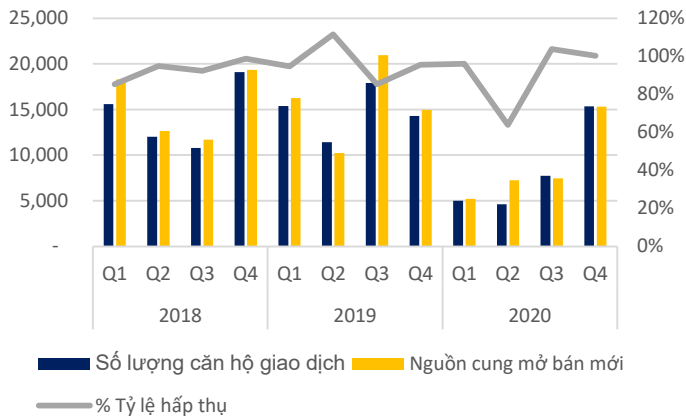
Covid-19 tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh việc mở rộng quỹ đất và M&A doanh nghiệp.

Trải qua từng đợt khủng hoảng, BSC nhận thấy xu hướng ngành ngày càng mang tính “tập trung hơn” khi “quỹ đất” và “sự quan tâm” của nhà đầu tư sẽ tập trung ở các doanh nghiệp uy tín hơn và sức khỏe tài chính mạnh. Ngoài ra sự hợp tác dự án giữa các doanh nghiệp lớn sẽ giúp nâng cao chất lượng sản phẩm đem lại nhiều lợi ích cho người tiêu dùng và giúp thị trường Bất Động sản phát triển vững chắc.

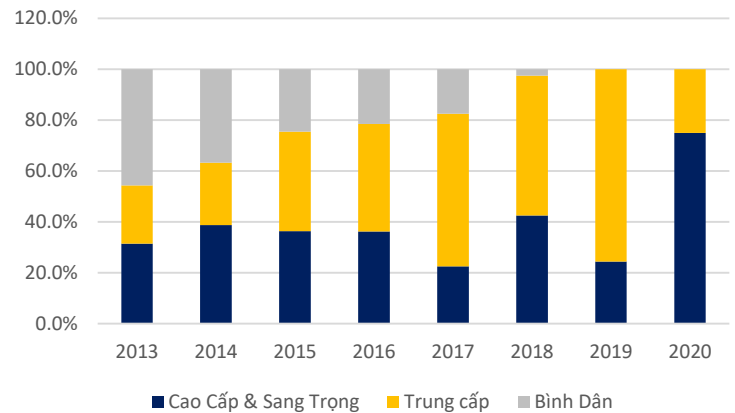
Xu hướng dịch chuyển đầu tư và phát triển dự án sang phía Đông thành phố và các tỉnh thành cấp 1-2 lân cận

- (1) *Nguồn cung tại HCM sụt giảm mạnh do vấn đề phê duyệt pháp lý và ảnh hưởng từ covid-19.* Theo số liệu của CBRE, nguồn cung mới năm 2020 ghi nhận 17,272 căn, sụt giảm -48% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự phục hồi nhất định về (i) Tỷ lệ hấp thụ dự án Q4/2020 đạt 100%, so với mức 65% Q2/2020 và (ii) Nguồn cung trong Q4/2020 đạt 8,058 sản phẩm (+206% QoQ). Xu hướng trên diễn biến cũng khá tương đồng với thị trường Hà Nội.

Nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ dần phục hồi khởi sắc trong Q4/2020



Phân khúc cao cấp và sang trọng chiếm lĩnh thị trường bất động sản HCM năm 2020



Nguồn: CBRE

Phân khúc trung cấp và cao cấp sẽ là phân khúc chiếm lĩnh thị trường trong tương lai. Năm 2020, thị trường BĐS HCM ghi nhận không có sản phẩm bình dân được mở bán. BSC cho rằng nguyên nhân chính dẫn đến hiện tượng trên chủ yếu do (i) Chi phí đền bù, dự án tăng mạnh, (2) Biên lợi nhuận từ các dự án trung và cao cấp cao hơn, (iii) Quỹ đất tại thành phố không còn dồi dào.

- (2) Hạ tầng kết nối giữa các tỉnh thành được cải thiện sẽ là động lực thúc đẩy quá trình đô thị hóa và xu hướng dịch chuyển hiện hữu. Ngoài ra, việc thành lập các khu vực trung tâm kinh tế và thành phố vệ tinh mới (Thủ Đức và Bình Dương) sẽ giúp giảm tải áp lực dân số lên thành phố Hồ Chí Minh.

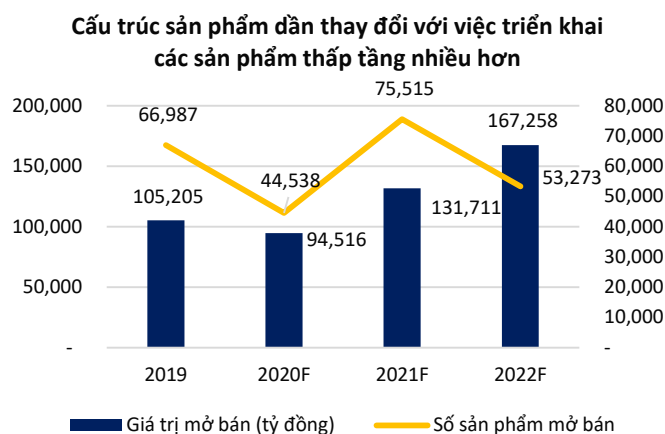
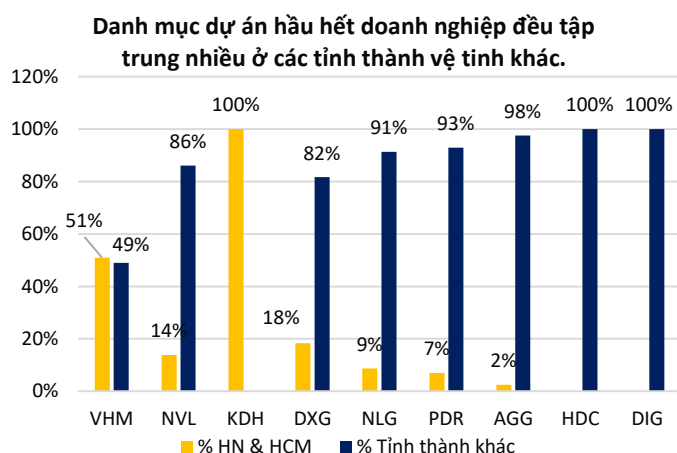
Dự án	Tổng vốn đầu tư (VND bn)	Dự kiến khởi công	Dự kiến hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43,757	2012	Q4/2021
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47,800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24,150		2021-25
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10,668	2021	2026
Đường song song cho tuyến đường 50	3,816		2021-25
Vành đai 2 (HCM)	6,500		2021-25
Vành đai 3 (HCM)	19,871		2022-25
Dự án Nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 2)	8,977		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước (Giai đoạn 2)	11,282	2015	2021
Sân bay quốc tế Long Thành	114,451	2021	2025
11 dự án khác thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam	101,218	2020	2021-25

Nguồn: BSC Research

- (3) Giá dự án thành phố Hồ Chí Minh tăng mạnh vài năm trở lại đây. Theo khảo sát của CBRE, mặt bằng giá bất động sản tại thị trường HCM ghi nhận mức tăng mạnh, đặc biệt các khu vực ngoại thành có mức tăng giá nhanh hơn khu vực trung tâm. Ví dụ khu vực Thủ Đức (+70% YoY), quận 9 (+47% YoY), Quận 2 (+24% YoY), Nhà Bè (+53% YoY), Bình Chánh (+30% YoY), Quận 10 (+27% YoY). Từ các yếu tố kể trên, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản trong giai đoạn tới sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền hiện tại.

Xu hướng dịch chuyển quỹ đất sang khu vực ngoại thành và các tỉnh/thành phố lân cận của nhiều doanh nghiệp bất động sản do (1) Tốc độ đô thị hóa nhanh đi kèm với (2) Quỹ đất trong khu vực trung tâm thành phố ngày càng hạn hẹp và (3) Vấn đề pháp lý tại hai thành phố lớn HCM và HN bị tắc nghẽn dẫn đến nguồn cung tại đây bị thiếu hụt trầm trọng. Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam năm 2019 là 38,4% và dự kiến sẽ vượt mốc 40% vào năm 2020, duy trì tốc độ tăng trưởng CAGR = 2.3% cao nhất khu vực Đông Nam Á (theo JLL). Dựa trên tỷ lệ trên, BSC ước tính mỗi năm, nhu cầu nhà ở mỗi năm sẽ ước tính rơi vào khoảng 80,000-100,000 căn hộ/cả nước/mỗi năm.

BSC đánh giá một số doanh nghiệp có quỹ đất cân bằng như VHM, NLG, DXG sẽ hưởng lợi trực tiếp từ cả xu hướng đô thị hóa và quy trình xử lý pháp lý sẽ nhanh hơn



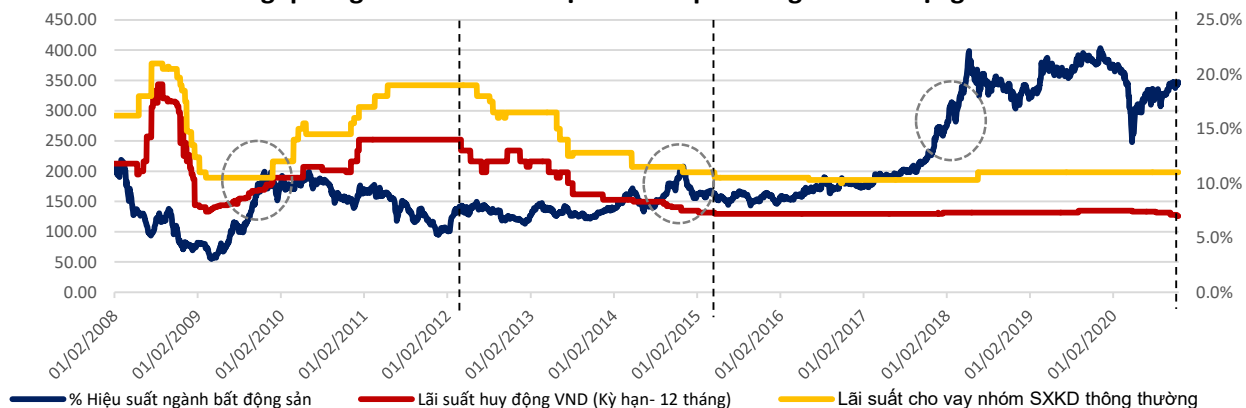
Nguồn: BSC Research

Xu hướng các doanh nghiệp bán lẻ dịch chuyển dần sang các thành phố mới và thành phố vệ tinh cấp 1-2 minh chứng cho việc đô thị hóa đang ngày càng diễn ra mạnh mẽ hơn. Chúng tôi cũng thấy rằng nhiều hãng bán lẻ đã dần mở rộng sự hiện diện sang các khu vực tỉnh như (i) Café Amazon tại TTTM Big C Go! tại Bến Tre, (ii) Central Retail xây dựng TTTM tại Bình Dương, (iii) Tập đoàn Tokyo phát triển TTTM tại Bình Dương. BSC cho rằng việc này sẽ hỗ trợ cho việc phát triển bền vững của xu hướng đô thị hóa trong tương lai.

Môi trường lãi suất thấp dự kiến cũng sẽ gián tiếp hỗ trợ tích cực đến ngành bất động sản. Xét trong ngắn hạn, dưới ảnh hưởng của Covid-19, BSC đánh giá nguồn lãi suất thấp khó có thể có ảnh hưởng tích cực tới ngành bất động sản khi thu nhập có phần sụt giảm đi kèm với đó là nguồn cung vẫn còn hạn chế. Tuy nhiên nếu nhìn lại trong quá khứ, chúng ta có thể thấy **hiệu suất của cổ phiếu ngành bất động sản có phản ứng ngược chiều với lãi suất và có độ trễ từ 1-2 năm sau quá trình thắt chặt hay nới lỏng nền kinh tế thông qua công cụ lãi suất.**

Trong trường hợp kinh tế phục hồi sau dịch, môi trường lãi suất thấp duy trì kéo dài sẽ giúp (1) Hỗ trợ cho người mua có nhu cầu thực, (2) Thúc đẩy dòng vốn luân chuyển từ tiết kiệm sang đầu tư. Đi kèm theo đó, nguồn cung sản phẩm kỳ vọng phục hồi trong giai đoạn tới sẽ giải quyết nút thắt của ngành bất động sản trong vài năm trở lại đây.

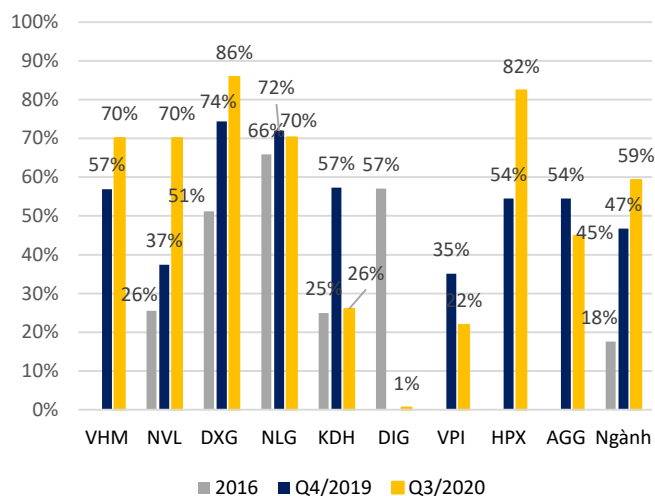
Tương quan giữa lãi suất và hiệu suất cổ phiếu Ngành Bất động sản



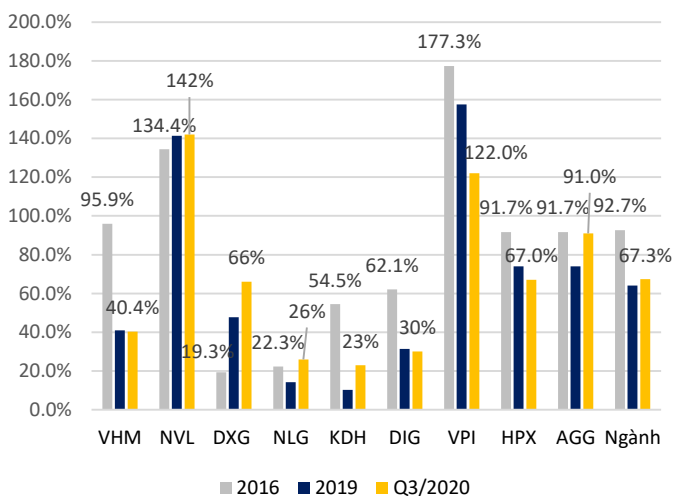
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Sự thay đổi cấu trúc tài chính đáng kể của các doanh nghiệp bất động sản với kênh trái phiếu trở thành kênh huy động chính. So với năm 2016 và giai đoạn trước, các doanh nghiệp đã có nhiều phương án huy động vốn hơn, điều này có thể giúp các DN chủ động tăng thêm quỹ đất trong bối cảnh việc vay vốn ngân hàng gặp nhiều hạn chế. BSC nhận thấy cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp hiện nay đã tương đối an toàn hơn nhiều so với giai đoạn trước. Trong các năm tới, BSC kỳ vọng việc nguồn cung trở lại đi kèm với việc bán hàng tốt sẽ giúp cải thiện dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS, đặc biệt một số doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay cao như NVL, DXG, VPI, AGG

Các DN BĐS đẩy mạnh vay nợ qua kênh trái phiếu (Tỷ lệ nợ trái phiếu/Tổng nợ ròng)



Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu Q3/2020 ở mức an toàn hơn nhiều so với thời điểm 2016.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bất động sản nhờ (1) nguồn cung dự kiến được cởi trói từ năm 2021 nhờ vào các bộ luật, chính sách sửa đổi điều chỉnh mới, (2) Môi trường lãi suất thấp và các gói tài chính linh hoạt sẽ là đòn bẩy hỗ trợ cho việc phục hồi của ngành và (3) Cấu trúc tài chính các doanh nghiệp bất động sản thay đổi linh hoạt, nhưng vẫn duy trì mức an toàn. BSC khuyến nghị mua với các cổ phiếu: VHM, NLG, DXG và theo dõi với cổ phiếu KDH, NVL.

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	EPS 2021 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
VHM	103,699	28.2%	32,060	11.6%	9,572	9.4	2.4	89,500	102,400
KDH	4,240	1.3%	1,365	16%	2,382	12.3	1.6	29,300	31,200
DXG	7,907	110.8%	1,278	367%	2,334	6.8	1.0	15,950	23,100
NLG	2,292	59.4%	1,229	50%	4,495	6.5	1.1	29,500	36,000
NVL	17,793	96%	4,067	5.2%	4,115	16.2	2.4	66,700	64,300

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp [Khả quan]

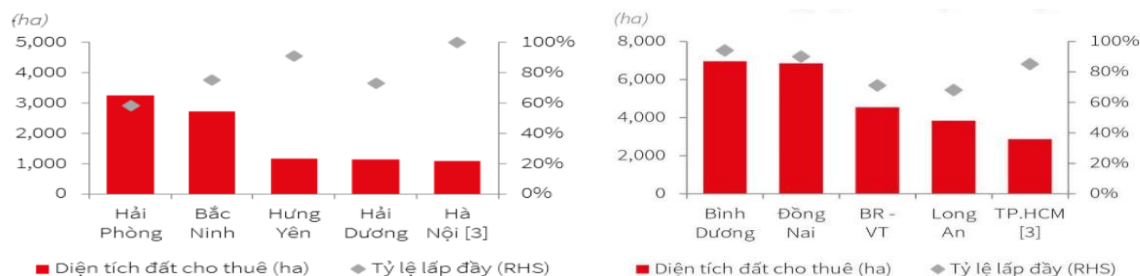
Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Hồng

Email: Hongnt@bsc.com.vn

- Thị trường bất động sản công nghiệp Việt Nam vẫn được kỳ vọng hưởng lợi trong dài hạn nhờ nhu cầu gia tăng bởi dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang các nước khác.
- Vốn FDI đăng ký 11T2020 đạt 13.6 tỷ USD (-7.6% yoy), mặc dù vẫn ở mức giảm tuy nhiên đã có xu hướng cải thiện so với các tháng đầu năm.
- Tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp Phía Bắc quý 3/2020 đạt 79% (+160bps sv Quý 1/2020) và giá cho thuê vẫn có xu hướng tăng nhẹ (+7% yoy).

Tỷ lệ lấp đầy trung bình duy trì ở mức khả quan. Hết T10/2020, tỷ lệ lấp đầy trung bình ở mức 79%. Các khu công nghiệp tại Hà Nội, Hải Dương và Bắc Ninh có tỷ lệ lấp đầy bình quân khoảng 90%. Đối với thị trường miền Nam, tổng diện tích đất công nghiệp gấp đôi thị trường miền Bắc, đạt khoảng 38,000ha, trong đó có 24,000ha đất sẵn sàng bao gồm TP.HCM, Bình Dương, Long An, Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu với tỷ lệ lấp đầy bình quân gần 77%. Chúng tôi cho rằng các khu trung tâm Bắc Ninh, Hải Phòng, Đồng Nai, Bình Dương vẫn sẽ là những khu vực tiếp tục thu hút mạnh các nhà đầu tư. Với diện tích đất công nghiệp hạn chế và giá thuê cao ở các trung tâm công nghiệp, nhà đầu tư có thể tìm kiếm các lựa chọn thay thế ở khu vực xa hơn: Bà Rịa Vũng Tàu, Tây Ninh, Hải Dương (IDC, SIP, KBC).

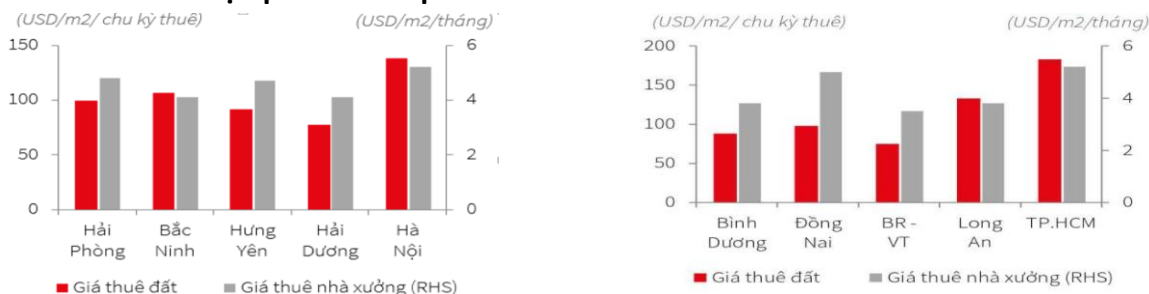
Tỷ lệ lấp đầy khu vực phía Bắc và phía Nam



Nguồn: JLL

Giá cho thuê vẫn tăng nhờ nhu cầu tìm kiếm các KCN tăng tuy nhiên nguồn cung có hạn. Cụ thể, giá thuê trung bình đạt 102 USD/m²/chu kỳ thuê (+7.1% yoy), giá thuê nhà xưởng xây sẵn cũng tăng nhẹ khoảng 4-5.2 USD/m² (+2.1% yoy). Do sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc cũng như EVFTA, nhu cầu đất công nghiệp ngày càng tăng, giá chào thuê tại một số khu công nghiệp ở Hải Phòng, Bắc Ninh và Hải Dương tăng từ 20% đến 30% so với cùng kỳ năm ngoái.

Giá cho thuê khu vực phía Bắc và phía Nam



Nguồn: JLL

Trong năm 2021, BSC kỳ vọng những dự án trì hoãn trong năm 2020 sẽ tiếp tục được triển khai, ngành bất động sản KCN tăng trưởng mạnh sau thời gian dài bị gián đoạn bởi đại dịch Covid-19. Nổi bật có dự án sản xuất điện thoại di động tại KCN Bắc Ninh (100ha) và Pegatron tại KCN Deep C Hải Phòng. Việc di dời chuỗi cung ứng được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu chính trong thời gian tới. Đại dịch Covid-19 làm gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, Việt Nam là một trong những điểm đến hấp dẫn đối với các nhà đầu tư của các công ty có dây chuyền sản xuất tại Trung Quốc. BSC cho rằng triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ tích cực trong dài hạn. Các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp có quỹ đất lớn sẵn sàng đón đầu cơ hội (KBC, BCM, IDC, GVR, PHR,...).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bất động sản khu công nghiệp nhờ (1) Hiệp định EVFTA có hiệu lực sẽ thu hút nguồn vốn vào trong nước (2) kế hoạch rời Trung Quốc của nhiều Tập đoàn đa quốc gia và điểm đến là Việt Nam, việc kiểm soát dịch bệnh của Việt Nam được cộng đồng quốc tế đánh giá cao cũng là lực kéo quan trọng để thu hút nhiều hơn nguồn vốn ngoại vào Việt Nam và (3) một số doanh nghiệp giải quyết được vấn đề pháp lý, mở rộng quỹ đất đáp ứng nhà đầu tư.

Mã CK	DTT 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	LNST 2021 (tỷ đồng)	YoY (%)	EPS 2021 (đồng/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá ngày 31/12/2020	Giá mục tiêu
KBC	3,795	45%	1,100	220%	2,654	11	0.7	27,000	38,128
SIP	4,476	12%	687	6%	11,545	15.2	6.4	174,900	225,505

Ngành Cảng biển [Khả quan]

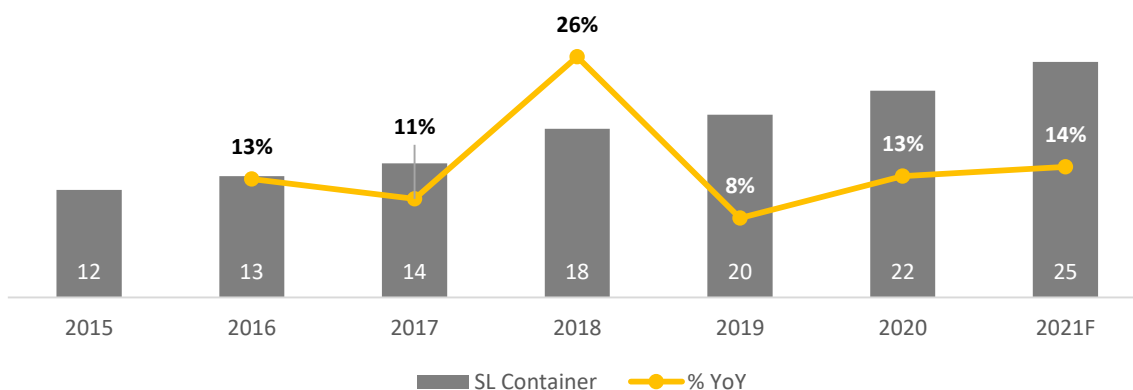
Chuyên viên phân tích: Phạm Quang Minh

Email: minhqp@bsc.com.vn

- Năm 2021, BSC dự báo sản lượng Container thông qua toàn bộ mạng cảng đạt 25 triệu TEUS (+14% yoy). Tình trạng thiếu container rỗng tiếp tục làm chậm đà tăng trưởng sản lượng. BSC cho rằng tình trạng này sẽ bớt trầm trọng sau Quý 1.
- Cạnh tranh giữa nhóm cảng Lạch Huyện và cảng Sông Cấm sẽ gay gắt hơn do thu hẹp chênh lệch về giá dịch vụ.
- BSC cho rằng SL Container qua cảng Cái Mép Thị Vải (CM-TV) sẽ đạt tăng trưởng 23% trong năm 2021. Các dự án kết nối sẽ được đẩy nhanh tiến độ hơn, kỳ vọng sẽ nâng khả năng cạnh tranh của cảng CM-TV.

Năm 2021, BSC dự báo sản lượng (SL) Container thông qua các cảng ở Việt Nam đạt 25 triệu TEUS (+14% yoy) nhờ hoạt động xuất nhập khẩu sẽ phục hồi sau dịch, hỗ trợ bởi (1) hiệp định EVFTA, và (2) xu hướng chuyển dịch dây chuyền sản xuất sang Việt Nam. Trong đó, BSC kỳ vọng mức độ tăng trưởng của khu vực Cảng Hải Phòng/ Cái Mép Thị Vải lần lượt là 9%/23%.

Hình: Sản lượng Container thông qua cảng biển Việt Nam, triệu TEUS



Nguồn: Cục hàng hải, BSC Research

Tình trạng thiếu container rỗng tiếp tục làm chậm đà tăng trưởng sản lượng. BSC cho rằng tình trạng này sẽ bớt trầm trọng sau Quý 1 do (1) thời gian cao điểm của xuất nhập khẩu đã qua, (2) Các hãng tàu đang đẩy mạnh phát triển các tuyến Nội Á, do đó, tốc độ lưu chuyển Container trong khu vực Châu Á kỳ vọng sẽ nhanh hơn trong thời gian tới.

NHÓM CẢNG CÁI MÉP THỊ VẢI – DẪN ĐẦU TĂNG TRƯỞNG

BSC cho rằng SL Container qua cảng Cái Mép Thị Vải (CM-TV) sẽ đạt tăng trưởng 23% trong năm 2021 nhờ (1) Lợi thế về cảng nước sâu, cùng công suất mở rộng nhờ sự đóng góp của Gemalink từ Quý 1, (2) Việc tăng phí hạ tầng cảng biển tại khu Cát Lái từ T7/2021 sẽ thúc đẩy xu hướng chuyển dịch làm hàng từ cảng Cát Lái sang khu vực CM-TV trong Quý 4, (3) Giá dịch vụ cảng biển tăng 10%.

BSC lưu ý cạnh tranh có thể xảy ra giữa Gemalink và SSIT khi SSIT đang tích cực đẩy mạnh khai thác Container thay vì hàng rời, hàng tổng hợp như trước đó. Năm 2020, SSIT tăng trưởng 134% yoy. Đối với 2 cảng SITV, SP-PSA, BSC cho rằng rất ít khả năng các này sẽ chuyển đổi sang khai thác hàng Container do (1) hạn chế về độ sâu luồng lạch và vị trí cảng (2) Chi phí logistics vào khu vực CMTV vẫn ở mức cao.

NHÓM CẢNG HẢI PHÒNG – CẠNH TRANH GIA TĂNG

Cạnh tranh giữa nhóm cảng Lạch Huyện và cảng Sông Cấm sẽ gay gắt hơn do thu hẹp chênh lệch về giá dịch vụ. Giá dịch vụ bốc dỡ tối thiểu đối với nhóm cảng Sông Cấm dự kiến tăng 10%/năm, trong khi đối với nhóm cảng Lạch Huyện không thay đổi trong năm 2021, làm thu hẹp khoảng cách về phí dịch vụ. Điều này có thể làm tăng tính cạnh tranh của nhóm cảng Lạch Huyện.

So sánh giá dịch vụ bốc dỡ container giữa nhóm cảng Sông Cấm và nhóm cảng Lạch Huyện

Giá dịch vụ bốc dỡ container giai đoạn 2020-2023, USD/Container

Năm	2020	2021	2022	2023
1. Container 20 feet				
Cảng sông Cấm	33	36	40	44
Cảng Lạch Huyện	52	52	57	63
- Chênh lệch	19	16	17	19
2. Container 40 feet				
Cảng sông Cấm	50	55	61	67
Cảng Lạch Huyện	77	77	85	93
- Chênh lệch	27	22	24	27
3. Container trên 40 feet				
Cảng sông Cấm	57	63	69	76
Cảng Lạch Huyện	85	85	94	103
- Chênh lệch	28	22	25	27

Chú thích: BSC sử dụng mức giá sàn cho dịch vụ bốc dỡ container nhập khẩu, xuất khẩu, tái xuất có hàng theo thông tư 54/2018/TT-BGTVT. Theo Dự thảo Thông tư 54/2018/TT-BĐTVT dự kiến hiệu lực 01/01/2021, giá dịch vụ bốc dỡ tối thiểu cho nhóm cảng Sông Cấm dự kiến tăng 10%/năm giai đoạn 2021 -2023, cho nhóm cảng Lạch Huyện dự kiến tăng 10%/năm giai đoạn 2022-23.

Nguồn: Dự thảo sửa đổi thông tư 54/2018/TT-BGTVT, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

BSC đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành cảng biển trong năm 2021 do BSC cho rằng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ phục hồi sau dịch, hỗ trợ bởi (1) hiệp định EVFTA, và (2) xu hướng chuyển dịch dây chuyền sản xuất sang Việt Nam.

Với quan điểm về ngành như trên, BSC cho rằng:

- **Nhóm doanh nghiệp dịch vụ cảng biển KV Hải Phòng (GMD, VSC, HAH, DXP, DVP):** Ảnh hưởng từ dự thảo tăng giá dịch vụ cảng biển sẽ không lớn do các doanh nghiệp cảng biển tại đây sẽ giảm giá các dịch vụ trong cảng để đảm bảo nguồn khách, khiến mặt bằng giá chung đi ngang. Ngoài ra,
- **Nhóm doanh nghiệp dịch vụ cảng biển KV Cái Mép – Thị Vải (GMD):** Các cảng này được hưởng lợi thế lớn nhờ (1) lợi thế về cảng nước sâu, (2) Giá dịch vụ cảng biển tăng 10%.
- **Nhóm doanh nghiệp vận tải biển (HAH, VSC):** Các doanh nghiệp này không hưởng lợi nhiều từ giá cước vận tải biển tăng do thiếu container rỗng. Nguyên nhân là do phần lớn DN vận tải biển Việt Nam chạy các tuyến nội địa hoặc tuyến Nội Á ngắn.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	YoY (%)	LNST 2021F (tỷ đ)	YoY (%)	EPS 2021F (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 11/01/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
GMD	3,059	22%	471	-5%	1,379	25.4	1.5	32,600	35,000	7.36%

Ngành Thép [Khả Quan]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Email: hanhntk@bsc.com.vn

- BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu ngành thép trong năm 2021 nhờ sự hồi phục mạnh mẽ của nhu cầu.
- Giá nguyên liệu thô đứng trước nhiều yếu tố bất ngờ; quan điểm của BSC là giá quặng sẽ giảm dần về cuối năm; giá than nhiều khả năng sẽ hồi phục nhẹ.
- BSC đánh giá áp lực giảm đối với giá bán các sản phẩm thép đầu ra thấp do nhu cầu hồi phục tốt và diễn biến giá nguyên liệu bù trừ lẫn nhau.

BSC duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu ngành thép trong năm 2021 nhờ sự hồi phục mạnh mẽ của nhu cầu.

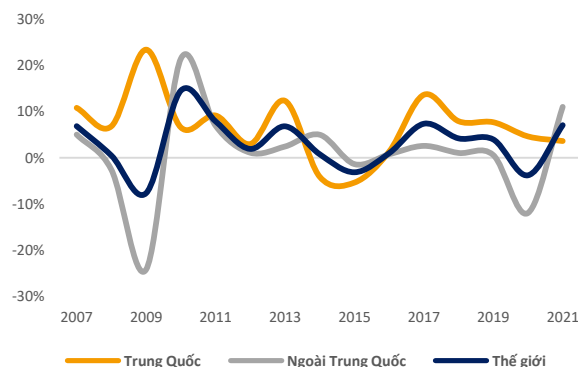
(1) Nhu cầu thép thế giới dự báo tăng trưởng 5% trong năm 2021 (theo Bloomberg Intelligence) nhờ sự hồi phục của hầu hết các khu vực (Trung Quốc +3% YoY, khác +11% YoY).

Đà phục hồi của Trung Quốc dự báo sẽ kéo dài sang 2021 với động lực chính từ nhu cầu thép cho ngành công nghiệp sản xuất ô tô và MMTB

Nhu cầu thép ngoài Trung Quốc (Mỹ, EU, Ấn Độ...) tăng mạnh nhờ áp lực đẩy mạnh đầu tư xây dựng và SXKD để bù đắp cho sự sụt giảm của 2020

Lĩnh vực	2019	2020	% YoY	2021	% YoY
Xây dựng	547	582	6.3%	601	3.4%
-Bất động sản	364	385	6.0%	393	2.0%
-Hạ tầng	184	196	7.0%	208	6.0%
Máy móc TB	145	149	3.0%	155	4.0%
Ô tô	67	68	1.0%	71	5.0%
Khác	110	110	0.1%	114	3.5%
Tổng cộng	869	909	4.6%	942	3.6%

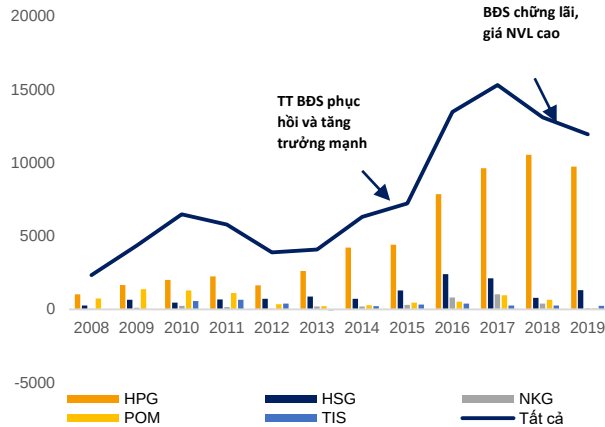
Nguồn: MPI, CISA, Bloomberg Intelligence



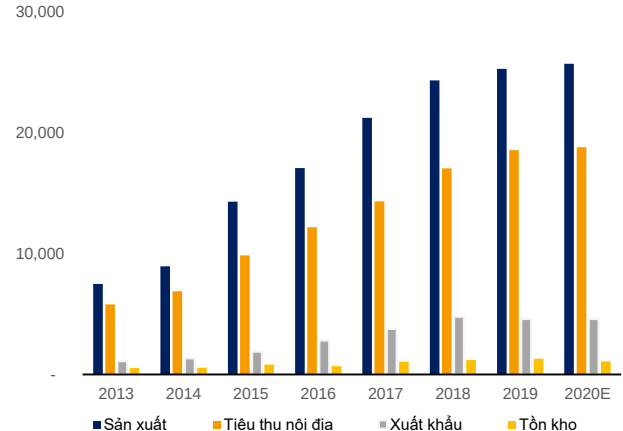
Nguồn: WorldSteel, Bloomberg Intelligence

(2) Ngành thép Việt Nam bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2021 sau gần 3 năm khó khăn với động lực đến từ đầu tư, xây dựng và công nghiệp hỗ trợ, chế biến chế tạo.

Lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp thép thế hiện rõ tính chu kỳ của ngành



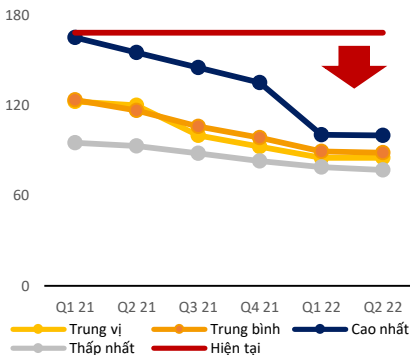
Đầu tư công đã giúp tổng sản lượng thép tiêu thụ 11T2020 chỉ giảm nhẹ 0.9% YoY



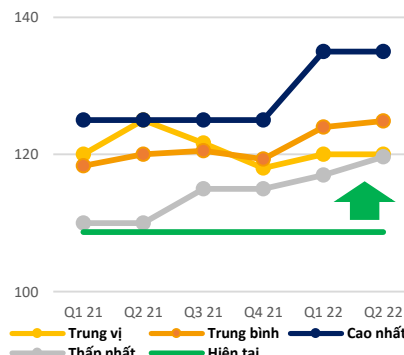
Nguồn: FiinPro, BSC Research ước tính

Giá nguyên liệu thô đứng trước nhiều yếu tố bất ngờ như dịch bệnh và căng thẳng giữa Trung Quốc và Úc. Quan điểm của BSC là giá quặng sẽ giữ ở mức cao trong Q1/2021 trước khi giảm dần về quanh 100 USD/tấn vào cuối năm; ngược lại giá than nhiều khả năng sẽ hồi phục nhẹ.

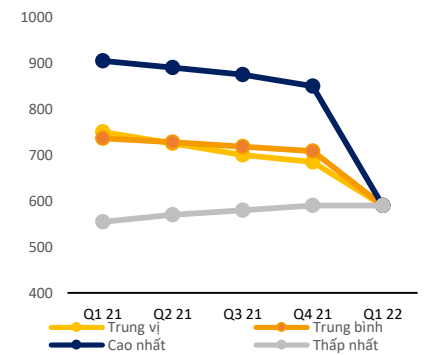
Dự báo giá quặng của Bloomberg đồng thuận với xu hướng giảm



Dự báo giá quặng của Bloomberg đồng thuận với xu hướng hồi phục



Giá HRC dự báo giảm dần về cuối năm

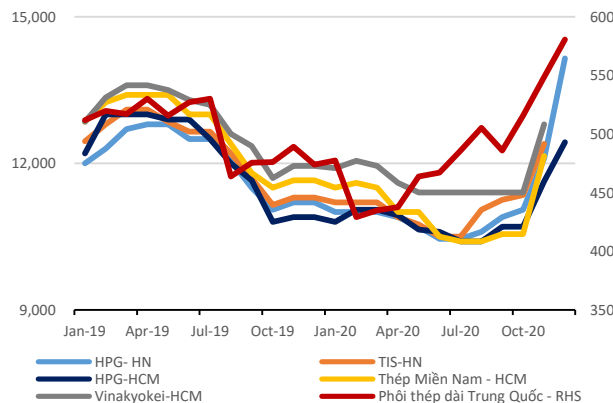


Nguồn: Bloomberg Intelligence, BSC Research

Các yếu tố tác động		Quan điểm của BSC
Quặng sắt	- Nhu cầu hồi phục mạnh hơn nguồn cung - Căng thẳng giữa Trung Quốc và Úc: Úc có thể sử dụng giá quặng như một công cụ để cân bằng lại các động thái đánh thuế của Trung Quốc Lưu ý một số yếu tố ngắn hạn: - Hiệp hội thép Trung Quốc CISA có thể có những biện pháp đối với hành động đầu cơ quặng sắt thời gian gần đây, khiến giá quặng hạ nhiệt - Yếu tố thời vụ: kỳ nghỉ lễ ở Trung Quốc + thời tiết bất lợi làm gián đoạn hoạt động xuất khẩu tại các cảng của Úc và Brazil	Giá quặng sẽ giữ ở mức cao trên 120 USD/tấn trong Q1/2020, sau đó sẽ giảm dần kể từ Q2/2020 khi cung tại Brazil tăng lên và nhu cầu tại Trung Quốc hạ nhiệt. Giả định giá quặng bình quân 2021 = 120 USD/tấn
Than	- Sự phục hồi nhu cầu sản xuất tại các khu vực tạo áp lực tăng - Lệnh cấm NK than từ Úc của chính quyền Trung Quốc khó được gỡ bỏ trong ngắn hạn, giá than luyện cốc tiếp tục đối mặt với áp lực giảm	Giá than hồi phục nhẹ nhưng bình quân giữ ở mức thấp trong 2021 Giả định giá than luyện cốc bình quân 2021 = 135 USD/tấn

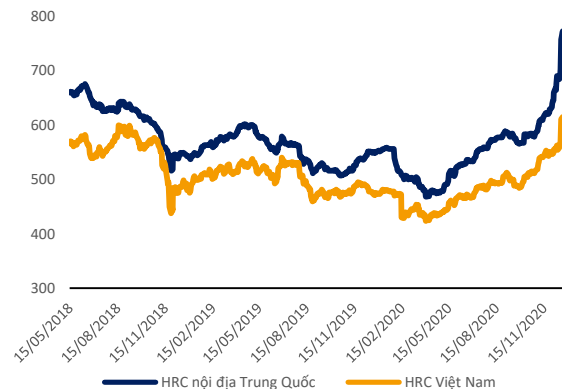
BSC đánh giá áp lực giảm đối với giá bán các sản phẩm thép đầu ra thấp do nhu cầu hồi phục tốt và diễn biến giá nguyên liệu dự báo sẽ bù trừ lẫn nhau.

Giá thép Trung Quốc dẫn dắt diễn biến giá thép thế giới và vẫn đang trong đà tăng



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Giá HRC Việt Nam dự báo sẽ điều chỉnh về quanh 550/tấn



Nguồn: FiinPro, BSC Research ước tính

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – KHẢ QUAN

Chúng tôi duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành thép trong năm 2021 do nhu cầu tăng trưởng tốt khi hoạt động sản xuất phục hồi và đầu tư công được đẩy mạnh tại nhiều quốc gia. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép dự báo sẽ duy trì sự tích cực trong quý 4/2020 sang năm 2021, đặc biệt là với nhóm doanh nghiệp đầu ngành, thị phần lớn như HPG. Các doanh nghiệp tôn mạ như HSG, NKG cũng sẽ được hưởng lợi khi giá HRC được dự báo vẫn duy trì ở mức cao đến hết Q1/2021 và sự điều chỉnh sẽ không quá đột ngột do giá tăng phần nhiều trên cơ sở quặng đầu vào cao. Tuy nhiên cần cẩn trọng khi

nhu cầu tại Trung Quốc có thể suy yếu dần trong 2H khi tín dụng cho bất động sản bị kiểm soát, ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu và giá thép toàn cầu.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	% YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	% YoY	EPS 202F1 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 31/12/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
HPG	124,131	24.9%	18,890	39.2%	5,430	7.6	2.1	41,450	50,300	21.4%
HSG	32,180	16.9%	1,460	26.6%	3,181	7.0	1.3	22,150	28,630	29.3%
NKG	14,100	18.1%	254	14.5%	1,426	10.5	0.8	15,000	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research dự báo

Ngành Nhựa [Trung Lập]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Kiều Hạnh

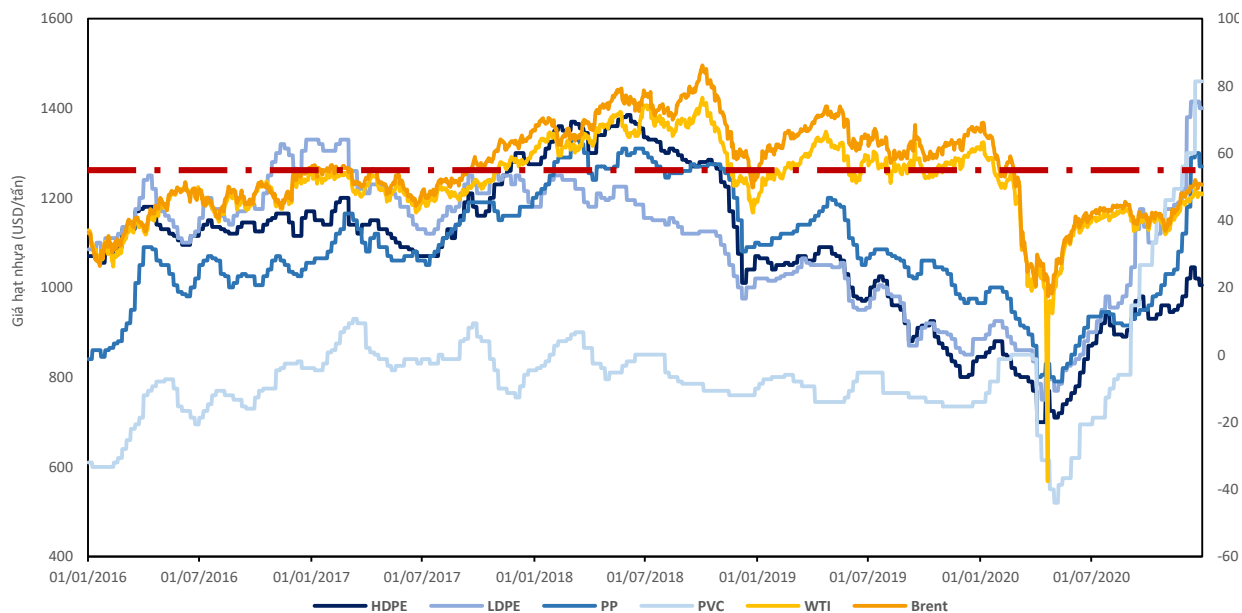
Email: hanhntk@bsc.com.vn

- BSC cho rằng nhu cầu đối với các sản phẩm nhựa giữ tốc độ tăng trưởng 5-7% của ngành trong năm 2021, ít có đột biến.
- Giá hạt nhựa năm 2021 dự báo sẽ cao hơn bình quân năm 2020, làm giảm biên lợi nhuận tại một số doanh nghiệp nhựa xây dựng.
- BSC duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** với ngành nhựa trong thời gian tới.

BSC cho rằng nhu cầu đối với các sản phẩm nhựa giữ tốc độ tăng trưởng 5-7% của ngành trong năm 2021, ít có đột biến. Nhu cầu ống nhựa, cửa nhựa... (khoảng 25% sản lượng) được hưởng lợi khi hoạt động xây dựng hạ tầng và dân dụng được đẩy mạnh trong năm 2021. Nhóm nhựa bao bì (35% sản lượng) dự báo sẽ được hồi phục tiếp tục giữ mức tăng trên 10% theo nhu cầu đối với các mặt hàng thực phẩm, đồ uống. Màng nhựa kỹ thuật (19% sản lượng toàn ngành) sẽ được hưởng lợi từ sự phát triển của công nghiệp phụ trợ trong trung- dài hạn, tuy nhiên sẽ chưa thể hiện thực trong năm 2021.

Giá hạt nhựa năm 2021 dự báo sẽ cao hơn bình quân năm 2020, làm giảm biên lợi nhuận tại một số doanh nghiệp nhựa xây dựng. Giá hạt nhựa sau khi tạo đáy trong T4/2020 đã hồi phục tích cực và bứt phá trong nửa cuối năm 2020 do (1) nguồn cung khan hiếm vì gián đoạn sản xuất do dịch bệnh và (2) cước phí vận tải tăng do các chuyển vận tải giảm và thiếu container. BSC cho rằng đà tăng mạnh của giá hạt nhựa, đặc biệt là PVC trong T11-T12 do nhu cầu nhựa xây dựng tăng mạnh trong khi nguồn cung giảm và hoạt động vận tải bị ảnh hưởng sẽ tiếp tục trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng giá sẽ giảm dần về cuối năm 2021, tương đương giai đoạn 2017 khi giá dầu quanh mức 50-60 USD/thùng. Tuy nhiên, bình quân cả năm giá các loại hạt nhựa (trừ PVC) sẽ cao hơn mức bình quân 2020.

Giá các loại hạt nhựa dự báo sẽ điều chỉnh về mức tương đương giai đoạn 2017 khi giá dầu tương đương mức 50 USD như hiện tại



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành nhựa do (1) tăng trưởng ngành ở mức trung bình – thấp, thiếu hấp dẫn nếu so sánh với các ngành khác sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ trong năm 2021 và (2) giá các loại hạt nhựa dự báo sẽ tăng.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	% YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	% YoY	EPS 202F1 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 31/12/2020	Giá mục tiêu 2021	Upside
BMP	4,763	6.8%	435	-12.3%	4,785	13.1	1.7	62,600	60,300	-3.7%
NTP	4,985	4.4%	495	1.7%	3,994	9.0	1.3	36,000	43,900	21.9%
APH	N/A	N/A	590	N/A	4,233	17.7	3.7	74,800	N/A	N/A

Nguồn: BSC Research dự báo

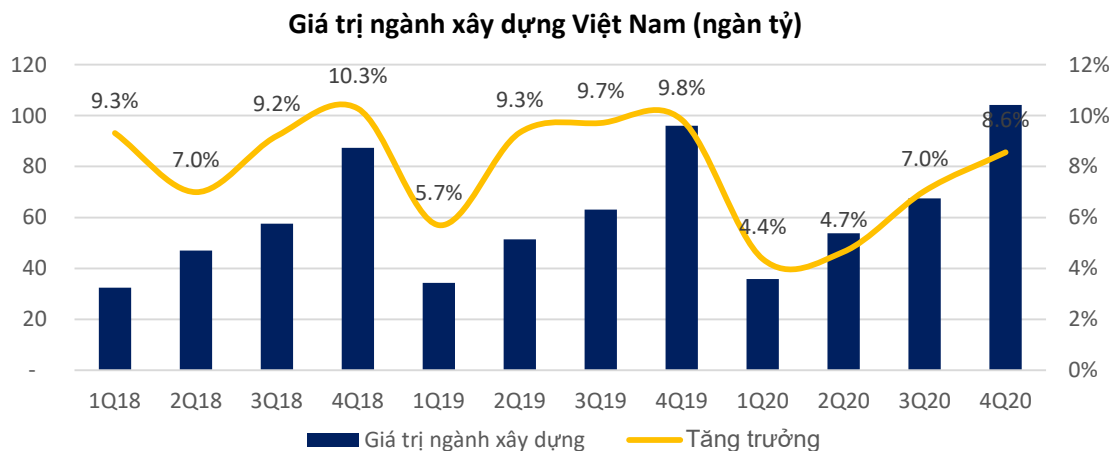
Ngành Xây Dựng [Trung Lập]

Chuyên viên phân tích: Mã Tuấn Minh Hiền

Email: Hienmtm@bsc.com.vn

- Tổng giá trị ngành xây dựng đạt 261 ngàn tỷ đồng tăng +6.8% YoY nhờ nỗ lực giải ngân đầu tư của chính phủ.
- Giá trị ngành xây dựng Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng ở mức 6.7%-7.2% trong 2021-2028 đóng góp khoảng 6% cho GDP Việt Nam.
- Giai đoạn 2021-2025 sẽ là năm xây dựng các dự án lớn của Việt Nam.
- BSC khuyến nghị Trung Lập đối với ngành xây dựng trong 2021.

Tổng giá trị ngành xây dựng đạt 261 ngàn tỷ đồng tăng +6.8% YoY nhờ nỗ lực giải ngân đầu tư của chính phủ. Riêng Q4/2020, tổng giá trị ngành xây dựng đạt 104,215 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng +8.6% YoY trong 2020. Việc giải ngân mạnh đã giúp cho tăng trưởng giá trị ngành xây dựng đóng góp vào GDP tăng lên từ mức 7.91% trong Q4/2019 lên 8.22% Q4/2020. Theo dự báo của Fitch Solution, giá trị ngành xây dựng Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng ở mức 6.7%-7.2% trong 2021-2028 đóng góp khoảng 6% cho GDP Việt Nam.



Nguồn: GSO.

Giai đoạn 2021-2025 sẽ là năm xây dựng các dự án lớn của Việt Nam. BSC cho rằng trong giai đoạn 5 năm tiếp theo sẽ là cuộc chạy đua để thực hiện các dự án lớn trong đó đầu năm 2021 sân bay Long Thành đã chính thức khởi công giai đoạn 1; Quý 1/2021 sẽ khởi công 5 dự án cao tốc Bắc Nam; bên cạnh đó là hàng loạt các dự án mới như phát triển hạ tầng Đồng Bằng Sông Cửu Long, Sài Gòn Hà Nội Vành đai 3-4,... Qua đó, các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng sẽ phải tăng tốc trong đầu năm 2021 để thực hiện đúng tiến độ dự án, và sau đó các doanh nghiệp xây dựng dân dụng sẽ theo sau khi hạ tầng được phát triển xong.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

BSC thay đổi khuyến nghị Tiêu cực thành Trung Lập đối với ngành xây dựng trong 2021. Chúng tôi cho rằng đối với ngành xây dựng dân dụng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2021 sau giai đoạn đại hội Đảng trong Q1/2021 để tháo gỡ được việc phê duyệt xây dựng mới. BSC khuyến nghị theo dõi: CTD, HBC và HTN.

Riêng các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng, chúng tôi đánh giá sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ các dự án xây dựng hạ tầng Bắc Nam, và xu hướng đầu tư lớn vào năng lượng tái tạo như điện mặt trời và điện gió trong năm 2021. Chúng tôi khuyến nghị các mã: C4G, LCG, và FCN.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	% YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	% YoY	EPS 202F1 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá đóng cửa 31/12/2020	Giá mục tiêu 2021
C4G	1,010	0.6%	238	54%	1,528	6.6	4.2	11,400	12,890

Ngành Xi măng [Trung Lập]

Chuyên viên phân tích: Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Email: hanhntk@bsc.com.vn

- BSC dự báo tiêu thụ xi măng năm 2021 đạt 105-107 triệu tấn (+5-7% YoY) nhờ sự hồi phục tích cực của nhu cầu nội địa và xuất khẩu
- Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng năm 2021 sẽ được cải thiện nhờ tiêu thụ khả quan và áp lực tăng giá than thấp.
- Trong trung hạn, công suất ngành được mở rộng làm gia tăng áp lực cạnh tranh.
- BSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ngành xi măng.

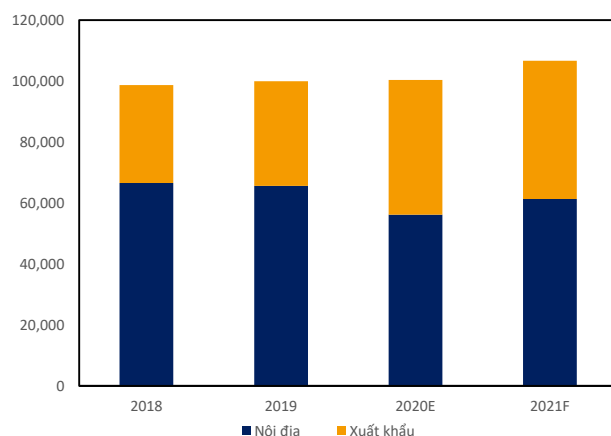
BSC dự báo tiêu thụ xi măng năm 2021 đạt 105-107 triệu tấn (+5-7% YoY) nhờ sự hồi phục tích cực của nhu cầu nội địa và xuất khẩu

- Nội địa:** BSC dự báo nhu cầu nội địa năm 2021 sẽ tăng nhẹ 2-3% YoY, tiếp đà hồi phục của hoạt động xây dựng trong nửa cuối năm 2020 và giải ngân đầu tư công trong năm tới.
- Xuất khẩu:** Sản lượng xuất khẩu sẽ chứng lại +12-13% YoY sau khi tăng mạnh trong 2H2020 (sản lượng từ T7-T11/2020 tăng 25.3% YoY, so với +10.7% YoY trong 1H2020) do đẩy mạnh xuất khẩu sang một số thị trường như Trung Quốc, Phillipines có nhu cầu tăng lên đột biến nhờ đẩy mạnh đầu tư công. BSC cho rằng việc kiểm soát tín dụng vào các dự án bất động sản tại Trung Quốc có

thể khiến cho nhu cầu vật liệu xây dựng tăng trưởng chậm lại trong những tháng cuối năm 2021.

Tăng trưởng tiêu thụ xi măng trong giai đoạn 2018-2021 thấp, ước đạt 2.6%

Cung tăng lên làm gia tăng áp lực cạnh tranh trong ngành



Nguồn: FiinPro, BSC Research dự báo

Dự án	Công suất (triệu tấn)	Khu vực	Thời gian triển khai
Long Sơn - DC 3	2.3	Thanh Hóa	2019-2020
Long Sơn - DC 4	2.3	Thanh Hóa	2021
Fico Tây Ninh – DC 2	1	Tây Ninh	2018-2021
Đại Dương	4.6	Thanh Hóa	2020-2022
Xuân Thành	4.5	Hà Nam	2021-2022

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp xi măng năm 2021 sẽ được cải thiện nhờ tiêu thụ khả quan và áp lực tăng giá than thấp. Giá than nhiệt của các DN xi măng dự báo sẽ duy trì ở mức thấp do giá than thế giới chịu áp lực giảm từ nhu cầu tiêu thụ chưa hồi phục và lệnh cấm nhập khẩu than từ Úc của chính phủ Trung Quốc. Những doanh nghiệp mua than từ các nhà nhập khẩu ngoài TKV (VD: HT1) sẽ tiếp tục được

hưởng lợi từ giá than thế giới thấp. Bên cạnh đó, tình hình tiêu thụ khả quan sẽ giúp tăng sản lượng bán ra, giảm chi phí cố định đơn vị, từ đó cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Trong trung hạn, công suất ngành được mở rộng làm gia tăng áp lực cạnh tranh. Nhằm tận dụng đà tăng trưởng của nhu cầu vật liệu xây dựng cho chu kỳ tới, nhiều doanh nghiệp đặc biệt là khối tư nhân đã đẩy nhanh việc triển khai các dự án đầu tư mở rộng hoặc tái khởi động lại các dự án đã xin cấp phép trong giai đoạn trước, khiến nguồn cung sẽ liên tục gia tăng trong thời gian tới. Với hiệu suất hoạt động của ngành khoảng 95%, việc gia tăng công suất trong thời gian tới sẽ tạo áp lực cạnh tranh đáng kể về giá bán lên các doanh nghiệp, nhất là giai đoạn sau 2021.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ – TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành xi măng trong năm 2021 do (1) nhu cầu tăng nhưng (2) rủi ro từ thị trường xuất khẩu và tình trạng dư cung lớn.

Mã	DTT 2021F (tỷ đ)	% YoY	LNST 2021F (tỷ đ)	% YoY	EPS 202F1 (đ/CP)	P/E fw	P/B fw	Giá cửa 31/12/2020	Giá đóng mục tiêu 2021	Upside
HT1	9,015	12.8%	836.8	34.5%	1,974	8.8	1.2	17,450	19,750	13.2%

Nguồn: BSC Research dự báo

7. Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến các nhóm ngành

	Chiến tranh thương mại	Căng thẳng vùng (Giá tăng)	Fed vịnh/ giảm dầu lãi suất	Kinh tế Âu khó khăn / Brexit / EUR giảm giá	Châu Âu / EUR	Lãi suất trong nước giảm	KT Trung Quốc tăng trưởng chậm	Hiệp định CPTPP	Các Hiệp định FTAs
Vận tải biển	(+/-)	(-)		(+)		(+)		(+)	(+)
BĐS						(+)			
Xây dựng						(+)			
Xi măng				(+)		(+)			
Dệt may	(+/-)	(-)		(-)		(+)		(+)	(+)
Điện		(-)		(+)		(+)			
Dược				(+)		(+)			
Nhựa		(-)				(+)			
Săm lốp	(+)	(-)					(-)		
Ngân hàng	(-)		(+)	(-)			(-)	(+)	(+)
Thép	(-)					(+)	(-)		
Thủy sản	(+)			(-)		(+)	(-)		
Mía đường						(+)	(-)		
Dầu khí		(+/-)				(+)	(-)		
Phân bón		(-)				(+)	(+)		
Cao su		(+)					(-)		
Gạch men		(-)				(+)			
Công nghệ		(-)		(-)					(+)
Cảng biển	(+/-)					(+)		(+)	
Hàng không	(+/-)	(-)				(+)		(+)	(+)
Ô tô							(+)		
Bảo hiểm	(-)					(+)			
Bán lẻ						(+)		(+)	(+/-)
Thực phẩm						(+)		(-/+)	(+/-)

Nguồn: BSC Research

8. Các sự kiện theo mốc thời gian

Tháng	Ngày	Việt Nam	Ngày	Quốc Tế
1		Họp Đại hội Đảng XIII	26	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	18	ETF VN30 review	21	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 4		
	21	Đáo hạn HDTL		
	30	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
2	18	Đáo hạn HDTL	9	MSCI Đánh giá chỉ số theo quý
	22-26	Ishare MSCI review		
3	08-19	ETF FTSE VN công bố danh mục	1	MSCI: Danh sách đánh giá mới có hiệu lực
	15-19	ETF VNM công bố danh mục	11	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	18	Đáo hạn HDTL	17	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	15-19	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện xong giao	22-26	FTSE Russell Công bố xếp hạng thị trường
4	15	Đáo hạn HDTL	22	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	19	ETF VN30 review	27-28	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 1		
	29	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	30	Hạn cuối nộp BCTN		
5	20	Đáo hạn HDTL	11	MSCI Đánh giá chỉ số bán niên
	24-28	Ishare MSCI review	28	MSCI: Danh sách đánh giá mới có hiệu lực
	Tháng 5	Hội nghị trung ương đảng khóa XIII lần thứ		
6	07-18	ETF FTSE VN công bố danh mục	10	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	14-18	ETF VNM công bố danh mục	16	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	17	Đáo hạn HDTL		
	14-18	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện xong giao		
	Tháng 6	Họp Quốc hội		
7	16	Đáo hạn HDTL	1-2	OPEC họp
	17	ETF VN30 review	22	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 2	28	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	30	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
8	15	Hạn cuối nộp BCTC bán niên	11	MSCI Đánh giá chỉ số theo quý
	19	Đáo hạn HDTL		
	23-27	Ishare MSCI review		
9	06-17	ETF FTSE VN công bố danh mục	1	MSCI: Danh sách đánh giá mới có hiệu lực
	13-17	ETF VNM công bố danh mục	9	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	16	Đáo hạn HDTL	22	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	13-17	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch	20-24 15-30	FTSE Russell Công bố xếp hạng thị trường Phiên họp thứ 76 của Đại hội đồng Liên
10	18	ETF VFM VN30 Review	28	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	20	Hạn cuối nộp BCTC quý 3	31	Hạn cuối hoàn thành thỏa thuận Brexit
	21	Đáo hạn HDTL	Tháng 10	IEA họp thường niên
	30	ETF VFM VN30 thay đổi tỷ trọng danh mục		
	Tháng 10	Hội nghị trung ương khóa XIII lần thứ 02		
11	19	Đáo hạn HDTL	11	MSCI Đánh giá chỉ số bán niên
	22-26	Ishare MSCI review	3	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	Tháng 11	Họp Quốc hội		
12	04-17	ETF FTSE VN công bố danh mục	1	MSCI: Danh sách đánh giá mới có hiệu lực
	11-17	ETF VNM công bố danh mục	15	FED họp và công bố chính sách tiền tệ và
	17	Đáo hạn HDTL	16	ECB họp và công bố chính sách tiền tệ và
	Nov-17	ETF VNM, ETF FTSE thực hiện giao dịch		

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>





**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM**

HỘI SỞ

Địa chỉ: Tầng 10, 11 Tháp BIDV 35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84) 24 3935 2722

CHI NHÁNH

Địa chỉ: Lầu 9, Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: (+84) 28 3821 8885
Website: www.bsc.com.vn