CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

Báo cáo Phân tích

Ngành: Dệt may

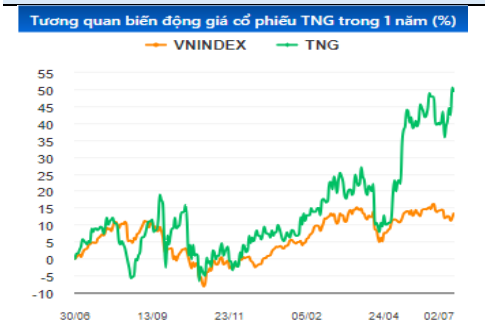
Ngày: 04/07/2024

Giá mục tiêu 12 tháng (VND/cổ phần)	**31,100**
Giá thị trường (VND/cổ phần)	27,400 (ngày 04/07/2024)
Lợi nhuận kỳ vọng (%)	**+ 13.6%**

Khuyến nghị: TÍCH LŨY

Thông tin cổ phiếu (ngày 04/07/2024)	
Vốn hóa (tỷ VND)	3,099
SLCP (triệu CP)	4,467
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	27,500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	17,050
KLCP tr.bình 20 phiên (n.cp)	3,128
GTGD tr.bình 20 phiên (tỷ VND)	82.2
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18.7%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0%
BVPS (đồng)	15,170
EPS (đồng)	1,917
P/E (lần)	10.3x
P/B (lần)	1.9x

Diễn biến giá cổ phiếu



Biến động giá (%)	1th	3th	12th
TNG	2.63%	17.7%	39.3%
VN – Index	0.6%	-1.3%	12.4%

Cơ cấu cổ đông (Q1 2024)	
Nhóm Chủ tịch HĐQT	32.23%
AFC VF Ltd	4.99%
Nhóm Quỹ FIDES	5.03%
Khác	57.75%

Nguồn: BETA Research tổng hợp

Chuyên viên phân tích

Bùi Văn Hoài Trung

Email: trung.bvh@bsi.com.vn

TNG – HỒI PHỤC NHỜ TỆP KHÁCH HÀNG LỚN VÀ MỞ RỘNG CHUYỀN MAY

Năm 2024, TNG đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu +11.3% YoY (đạt 7,900 tỷ đồng), tuy nhiên LNST kỳ vọng hồi phục mạnh +41.5% YoY (đạt 310 tỷ đồng) – chủ yếu nhờ doanh nghiệp nhận được các đơn hàng có biên lợi nhuận gộp cao hơn. Tới Q1/2024, TNG hoàn thành 17% kế hoạch doanh thu và 13% LNST.

BETA Research kỳ vọng TNG có thể hoàn thành Kế hoạch kinh doanh năm 2024. Chúng tôi ước tính, năm 2024, doanh thu của TNG đạt 7,976 tỷ đồng (+12.4% YoY) và LNST (sau CĐTS) đạt 323 tỷ đồng (+49% YoY).

Khuyến nghị MUA TÍCH LŨY với giá mục tiêu 31,100 đồng

BETA Research sử dụng phối hợp 2 phương pháp định giá là FCFF và P/E mục tiêu để xác định giá mục tiêu 1 năm (giữa năm 2025) của TNG ở mức **31,100 đồng/cp.** Chúng tôi khuyến nghị **MUA TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu TNG với tiềm năng tăng giá 13.6% dựa trên kỳ vọng doanh nghiệp hồi phục mạnh trong KQKD và triển vọng ngành khả quan hơn.

Luận điểm đầu tư

Doanh thu kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ vào **(1)** TNG hoàn thành nâng công suất chuyền may thêm 15% nhằm phục vụ đơn hàng từ các khách hàng lớn **(2)** giá đơn hàng của TNG cải thiện 5% so với năm 2023 **(3)** doanh nghiệp đã lấp đầy công suất đến hết năm 2024 do các khách hàng lớn đặt hàng dịp cuối năm **(4)** đơn hàng dịch chuyển từ Bangladesh cũng như một số khách hàng cũ quay lại.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện, kỳ vọng đạt 15% trong năm 2024, nhờ vào giá đơn hàng gia công cải thiện cũng như TNG chủ động nhận các đơn hàng giá cao.

Tích cực xanh hóa doanh nghiệp khi các nhà máy mới đạt các tiêu chuẩn xanh như LOTUS, LEED sẽ mang lại lợi thế cạnh tranh cho TNG trong dài hạn

Rủi ro

- Nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường lớn như Mỹ & EU không như kỳ vọng.
- Chi phí nhân công tăng mạnh hơn dự kiến do tăng mức lương tối thiểu
- Lãi suất: TNG chịu rủi ro lãi suất do doanh nghiệp có dư nợ vay cao

Chỉ tiêu KQKD	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5,444	6,772	7,095	7,976	8,902
% YoY	*21.6%*	*24.3%*	*4.8%*	*12.4%*	*11.6%*
Lợi nhuận gộp	727	999	980	1,195	1,304
LNST – CĐTS	232	293	218	323	359
% YoY		*26%*	*-26%*	*49%*	*11%*
Chỉ số					
Biên LNG (%)	13.3%	14.8%	13.8%	15.0%	14.7%
EPS (đồng)	2,046	2,580	1,917	2,849	3,164
P/E (lần)	12.5x	4.5x	10.2x	9.6x	8.6x
BVPS (đồng)	12,880	14,342	15,170	17,981	20,179
P/B (lần)	2.1x	1.9x	1.8x	1.5x	1.4x

A. Tổng quan doanh nghiệp 3

1. Hồ sơ doanh nghiệp 3
2. Cơ cấu cổ đông 4
3. Hoạt động kinh doanh 4

B. Tổng quan Ngành Dệt may Việt Nam 5

1. Chuỗi giá trị ngành Dệt may Việt Nam 5
2. Đầu vào phụ thuộc vào nhập khẩu 5
3. Phương thức sản xuất chủ yếu là gia công dẫn đến biên lợi nhuận không cao 8
4. Đầu ra chủ yếu tập trung cho xuất khẩu 9

Nhìn lại năm 2023: Giảm tốc 9

Ngành dệt may đang cho thấy dấu hiệu tích cực 11

Đơn hàng có dấu hiệu rời khỏi Bangladesh 11

C. TNG – Hoạt động kinh doanh và triển vọng đầu tư 13

1. Mô hình hoạt động kinh doanh của TNG 13

Mảng Dệt may 13

Mảng kinh doanh bất động sản 17

2. Đánh giá KQKD Q1 2024 của TNG (tỷ VND) 18
3. Luận điểm đầu tư 19
4. Dự phóng KQKD 21

D. Định giá và khuyến nghị 22

A. Tổng quan doanh nghiệp

1. Hồ sơ doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG (TNG), tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, được thành lập năm 1979. Năm 2003, Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh hoạt động là Công ty Cổ phần. Ngày 22/11/2007, TNG chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

Hoạt động kinh doanh chủ yếu của Công ty là: Sản xuất và mua bán hàng may mặc; Sản xuất bao bì giấy, nhựa làm túi nilon, áo mưa nilon và nguyên, phụ liệu hàng may mặc... TNG bắt đầu lấn sân sang mảng Bất động sản vào năm 2018, và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ mảng này vào năm 2019. Tuy nhiên, mảng BĐS có doanh thu không đều đặn do phụ thuộc vào tốc độ thi công và bàn giao dự án. Mảng may mặc hiện vẫn là mảng kinh doanh chính, đóng góp khoảng 99% doanh thu hàng năm của TNG. Tới năm 2023, TNG sở hữu 15 chi nhánh may với khoảng 322 chuyền may, trong đó có 12 nhà máy dệt thoi và 3 nhà máy dệt kim.

Quá trình hình thành và phát triển:

1979: Xí nghiệp may Bắc Thái là doanh nghiệp nhà nước, được thành lập năm 1979, chuyên sản xuất quần áo trẻ em và đồ bảo hộ lao động.

2003: Cổ phần hóa thành CTCP May xuất khẩu Thái Nguyên.

2007: Đổi tên thành CTCP Đầu tư và Thương mại TNG và niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã chứng khoán là TNG.

2013 – 2016: Tổng công suất năm 2016 đạt 200 chuyền may sau khi hoàn thành nhà máy may TNG Phú Bình (52 chuyền may) và TNG Đại Từ (35 chuyền may).

2016: Mở rộng sang mảng thời trang nội địa.

2019: Mở rộng sang mảng bất động sản với dự án chung cư TNG Village (tổng mức đầu tư 160 tỷ) và Cụm Công nghiệp Sơn Cẩm 1 (tổng mức đầu tư 1.128 tỷ).

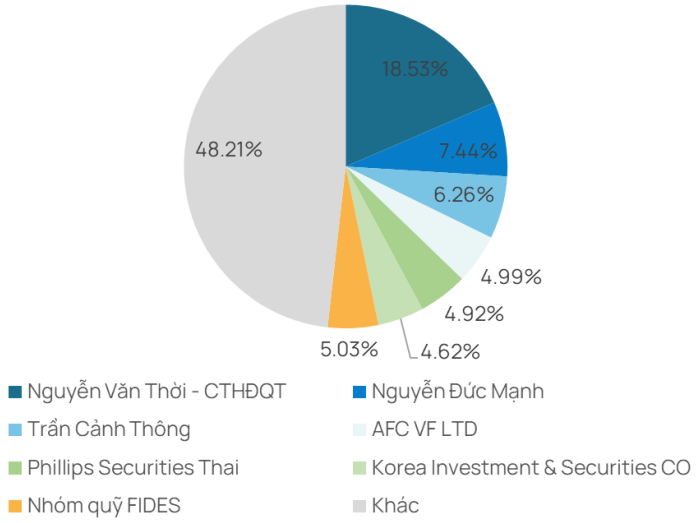
2020: Nhà máy TNG Võ Nhai triển khai theo mô hình nhà máy xanh

2022: Thành lập TNG Land

2023: Chuyển nhà máy TNG Việt Thái về cụm công nghiệp Sơn Cẩm với tổng quy mô 322 dây chuyền may.

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của TNG (28/06/2023)

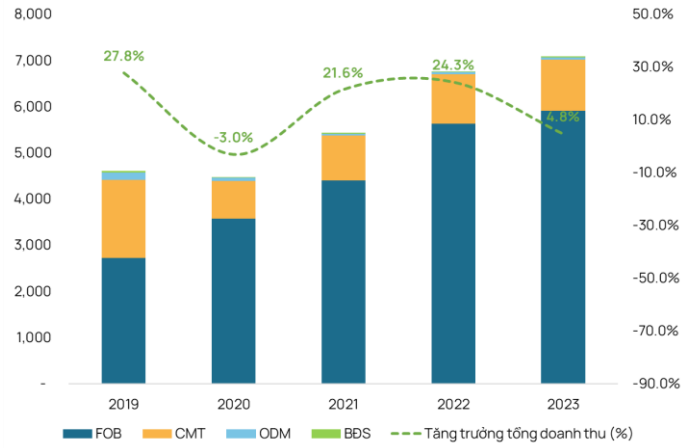


Nguồn: Bloomberg, BETA Research tổng hợp

Chủ tịch Nguyễn Văn Thời và các BLĐ liên quan sở hữu 32.2% TNG còn lại là các cổ đông ngoại gồm các Quỹ đầu tư và các Công ty chứng khoán nhận ủy thác.

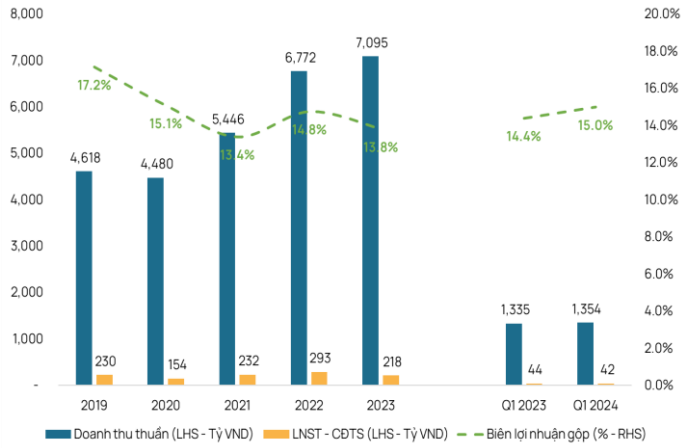
3. Hoạt động kinh doanh

Cơ cấu doanh thu theo mảng của TNG giai đoạn 2019 – 2023 (tỷ VND)



Nguồn: TNG, BETA Research tổng hợp.

Doanh thu và lợi nhuận sau thế của TNG giai đoạn 2019 đến Q1 2024 (tỷ VND)



Nguồn: TNG, BETA Research tổng hợp.

Doanh thu và lợi nhuận của TNG tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2019 – 2023 chủ yếu đến từ ***mảng dệt may***, chiếm 99% cơ cấu doanh thu của TNG nhờ vào việc không ngừng mở rộng công suất (chuyền may). Từ năm 2019, TNG mở rộng thêm ở lĩnh vực bất động sản dân sinh và bất động sản khu

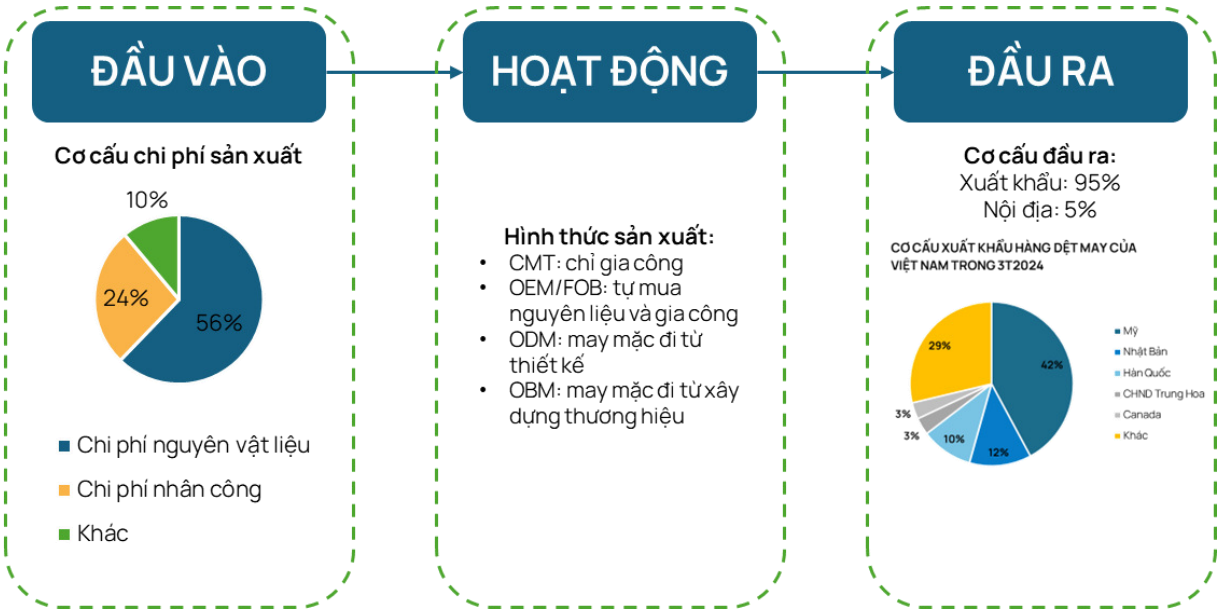
công nghiệp, ***tuy nhiên mảng may mặc vẫn sẽ là mảng hoạt động cốt lõi trong dài hạn.***

B. Tổng quan Ngành Dệt may Việt Nam

1. Chuỗi giá trị ngành Dệt may Việt Nam

Các doanh nghiệp Việt Nam hoạt động trong mảng may mặc chủ yếu là gia công theo đơn đặt hàng từ các nhãn hàng quốc tế. Gia công là bước cuối cùng trong chuỗi giá trị ngành dệt may (sau mảng sợi, vải) và có giá trị gia tăng thấp do không tham gia sâu vào các công đoạn sáng tạo có giá trị gia tăng cao như thiết kế, xây dựng thương hiệu, bán lẻ, ...

Chuỗi giá trị mảng may mặc

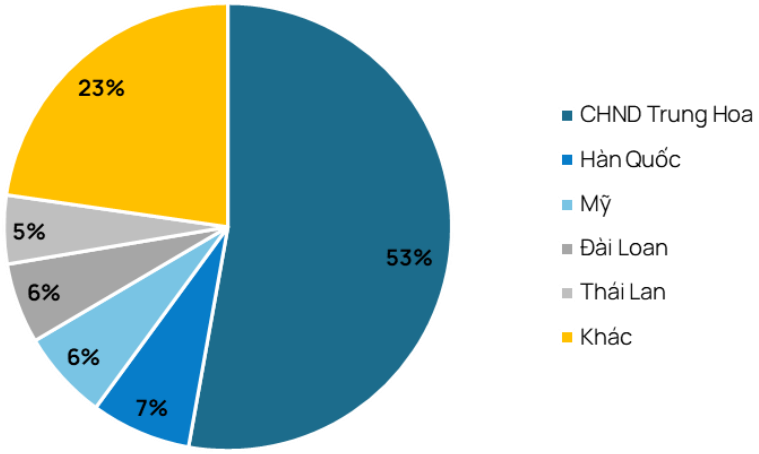


Nguồn: Tổng cục thống kê, BETA Research tổng hợp

2. Đầu vào phụ thuộc vào nhập khẩu

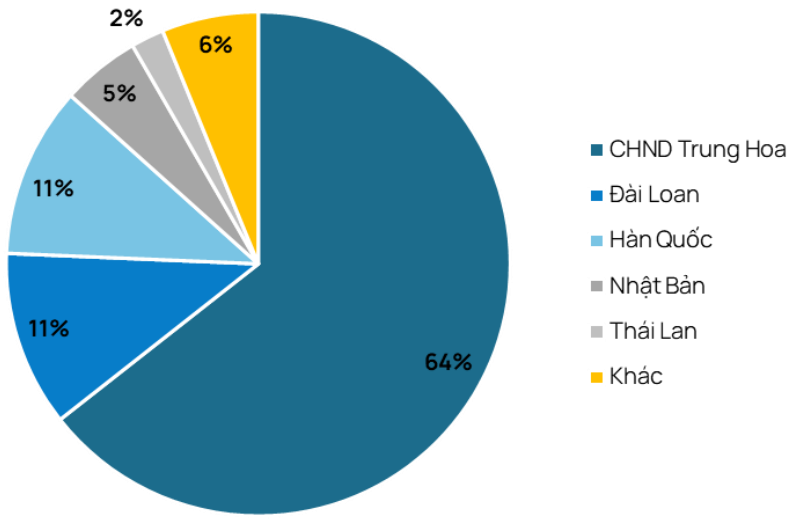
Chi phí vải chiếm tỷ trọng 60% - 70% trong cơ cấu chi phí nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp dệt may tới từ nhập khẩu. Chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan và Nhật Bản.

Cơ cấu nhập khẩu nguyên phụ liệu dệt may của Việt Nam trong 3T2024



Nguồn: Tổng cục thống kê, BETA Research tổng hợp

Cơ cấu nhập khẩu vải của Việt Nam trong 3T2024



Nguồn: Tổng cục thống kê, BETA Research tổng hợp

Nguyên nhân việc nguyên liệu đầu vào mảng dệt may phụ thuộc vào nhập khẩu chủ yếu từ **(1)** năng lực dệt, nhuộm nội địa kém phát triển **(2)** nguyên vật liệu phụ thuộc vào chỉ định từ các khách hàng **(3)** thuế quan nhập khẩu đối với nguyên vật liệu dệt may ở mức ~ 0%.

Ngành Dệt nhuộm nội địa chưa đủ khả năng cạnh tranh. Hiện chuỗi giá trị Dệt may Việt Nam còn chưa hoàn thiện, cụ thể là công đoạn Dệt nhuộm hiện còn chậm phát triển do chịu hạn chế từ **(1)** rào cản cao về vốn đầu tư, **(2)** lo ngại ô nhiễm môi trường, và **(3)** cạnh tranh từ các nhà cung cấp lớn trong khu

vực như Trung Quốc và Hàn Quốc, gây ra điểm nghẽn trong chuỗi Dệt may. Việc thiếu nguồn vải nội địa tuân theo chỉ định của khách hàng khiến các doanh nghiệp may phải phụ thuộc vào nguồn vải nhập khẩu.

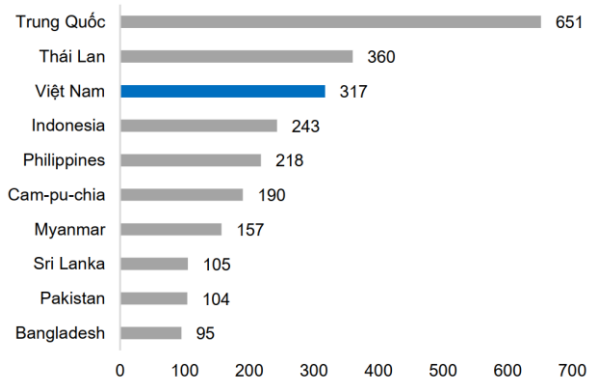
Theo VITAS, hiện tại chỉ có khoảng 15% doanh nghiệp trong ngành May mặc hoạt động trong mảng Xơ sợi và dệt nhuộm.

Nguyên vật liệu sản xuất phụ thuộc vào chỉ định của khách hàng. Doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu sản xuất theo loại hình CMT và FOB cấp 1. Hai hình thức này đều sử dụng vải do phía khách hàng cung cấp/chỉ định, vì vậy đa số là đều là vải từ các đơn vị nước ngoài mà đáp ứng yêu cầu và chuẩn mực của khách hàng

Thuế quan nhập khẩu đối với nguyên vật liệu dệt may ở mức ~ 0%, điều này một mặt giúp các doanh nghiệp may có thể tiếp cận với nguồn nguyên liệu đa dạng và giá cạnh tranh tuy nhiên điều này cũng gây áp lực lên nguồn cung vải nội địa.

Nhân công có tay nghề cao, tuy nhiên chi phí nhân công ngày càng thiếu cạnh tranh. Dệt may là một ngành thâm dụng lao động, các doanh nghiệp trong ngành luôn phải cân bằng giữa việc sử dụng lao động tay nghề cao và duy trì chi phí nhân công thấp nhằm cạnh tranh với các quốc gia khác. Tuy nhiên lợi thế về chi phí nhân công của Việt Nam ngày càng suy giảm, theo ước tính từ Bộ Công Thương năm 2022, lao động ngành dệt may đạt khoảng 3,800 USD/năm, thuộc nhóm cao so với các quốc gia khác trong khu vực, đặc biệt là đối thủ cạnh tranh Bangladesh. Mặc dù Trung Quốc là quốc gia có thu nhập bình quân lao động ngành dệt may cao hơn so với các nước khác, tuy nhiên Trung Quốc gia tăng lợi thế cạnh tranh bằng việc đầu tư bài bản chuỗi giá trị Sợi – Dệt – Nhuộm từ sớm, nâng cao tay nghề công nhân và đẩy mạnh đầu tư trang thiết bị hiện đại, do đó vị thế dẫn đầu của Trung Quốc trong thị trường dệt may toàn cầu vẫn được duy trì.

Thu nhập trung bình hàng tháng của lao động ngành dệt may (USD)



Nguồn: BETA Research tổng hợp

3. Phương thức sản xuất chủ yếu là gia công dẫn đến biên lợi nhuận không cao

Hiện tại, 95% doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam sản xuất theo đơn đặt hàng: Trong đó, 65% doanh nghiệp đang may theo phương thức CMT (Cut-Make-Trim: chỉ gia công) và 30% may theo phương thức FOB (Free On Board: tự mua nguyên liệu và gia công). Chỉ có khoảng 5% doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam có thể sản xuất theo các phương thức có giá trị gia tăng cao hơn là ODM (Original Design Manufacturer: đi từ thiết kế) và OBM (Original Brand Manufacturer: đi từ xây dựng thương hiệu).

Các hình thức sản xuất may mặc phổ biến

<table>
<tr><th>Thiết kế</th><th>Sản xuất nguyên phụ liệu</th><th>Cắt may</th><th>Marketing và phân phối</th><th>Biên lợi nhuận</th></tr>
<tr><td></td><td></td><td>CMT</td><td></td><td>Biên lợi nhuận ròng ~ 1-3%</td></tr>
<tr><td></td><td colspan="2">OEM/FOB 1&2</td><td></td><td>Biên lợi nhuận ròng ~ 3-5%</td></tr>
<tr><td colspan="3">ODM</td><td></td><td>Biên lợi nhuận ròng ~ 5-7%</td></tr>
<tr><td colspan="4">OBM</td><td>Biên lợi nhuận ròng >10%</td></tr>
</table>

Nguồn: BETA Research tổng hợp

Phương thức CMT: là phương thức may có giá trị gia tăng thấp nhất (1%-2% giá trị sản phẩm), doanh nghiệp gia công nhận nguyên liệu từ bên đặt hàng và cạnh tranh bằng chi phí nhân công giá rẻ. Trong tương lai, phương thức này sẽ không còn phù hợp với Việt Nam do chi phí nhân công đang tăng nhanh, để tiếp tục thu hút đơn hàng thì các doanh nghiệp phải chuyển đổi sang phương thức sản xuất yêu cầu trình độ và sáng tạo cao hơn.

Phương thức FOB: (cấp 1/cấp 2): Trong phương thức sản xuất này các doanh nghiệp sẽ mua nguyên liệu, tiến hành sản xuất, sau đó xuất khẩu. Phương thức FOB thường có giá trị gia tăng cao hơn và giá trị đơn hàng lớn hơn, do doanh nghiệp đã cung cấp thêm dịch vụ mua hàng cho khách đặt may, bên cạnh đó doanh nghiệp còn có thể nhận được lợi nhuận chênh lệnh từ chi phí mua nguyên liệu. Trong phương thức FOB, chia làm 2 loại là FOB cấp 1 và cấp 2, để phân biệt doanh nghiệp tự mua nguyên liệu hay buộc phải mua nguyên liệu từ nguồn thứ 3 do nhãn hàng yêu cầu. Các doanh nghiệp may mặc

Việt Nam thường sản xuất theo phương thức FOB cấp 1, do chất lượng nguồn nguyên liệu trong nước chưa đáp ứng được về số lượng và chất lượng theo nhu cầu các nhãn hàng.

Phương thức ODM: Trong phương thức sản xuất này doanh nghiệp sẽ đảm nhiệm thêm khâu thiết kế sản phẩm, đây là khâu yêu cầu có sự sáng tạo và trình độ chuyên môn cao nên đem lại giá trị gia tăng lớn, biên lợi nhuận cho doanh nghiệp cũng sẽ cao hơn. Hiện nay ở Việt Nam có một số doanh nghiệp lớn đang may theo phương thức này như May Nhà Bè (MNB), May 10 (M10), May Việt Tiến (VGG)

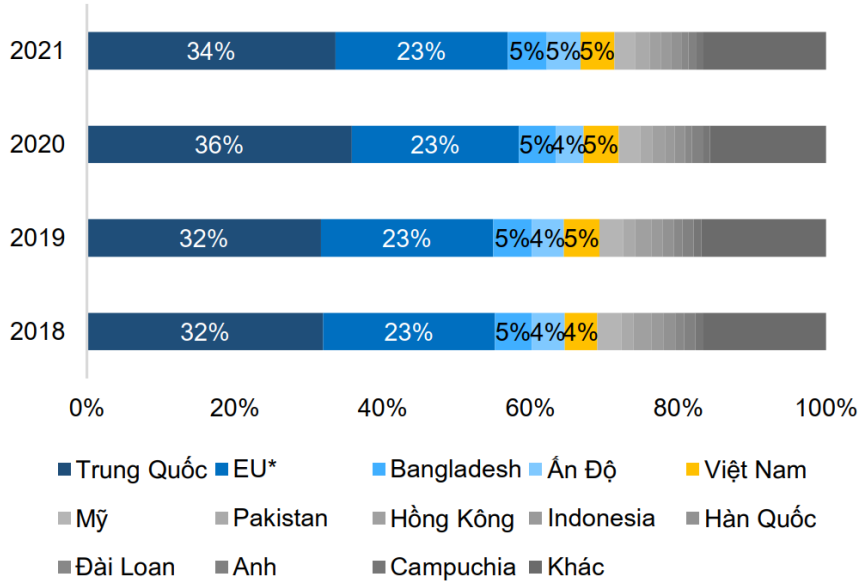
Phương thức OBM: Đây là phương thức sản xuất thực hiện toàn bộ các công đoạn trong quá trình sản xuất hàng may mặc, bao gồm thương hiệu, thiết kế, sản xuất và phân phối.

4. Đầu ra chủ yếu tập trung cho xuất khẩu

Nhìn lại năm 2023: Giảm tốc

Việt Nam đóng vai trò rất quan trọng trong chuỗi giá trị may mặc toàn cầu với các thị trường xuất khẩu chính là Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc.

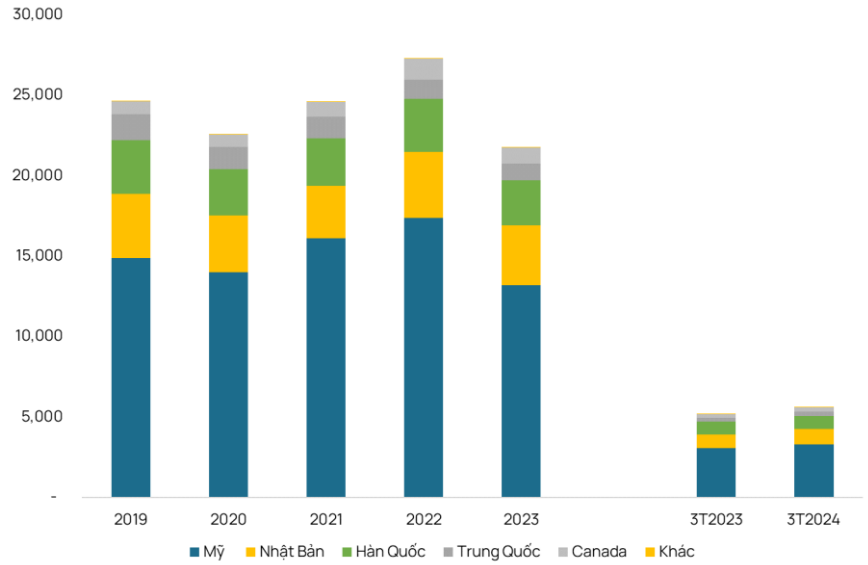
Cơ cấu Xuất khẩu dệt may toàn cầu



Nguồn: ITC, BETA Research tổng hợp

Năm 2023, Việt Nam ghi nhận kim ngạch xuất khẩu dệt may đạt 30.4 tỷ USD, mặc dù giảm 19% so với năm 2022 do tình hình kinh tế khó khăn, lạm phát toàn cầu diễn ra, thu nhập người dân giảm và buộc họ phải cắt giảm chi tiêu cho các hoạt động mua sắm cơ bản.

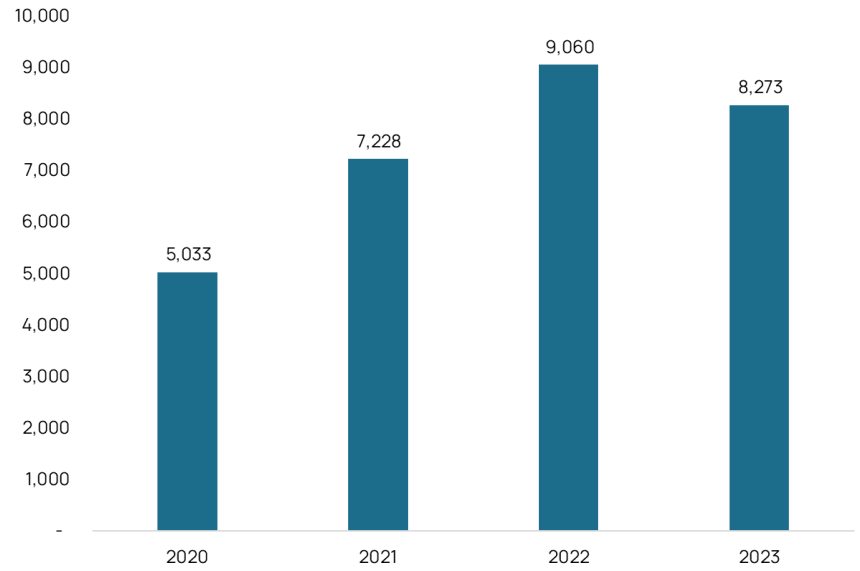
Cơ cấu xuất khẩu sản phẩm dệt may của Việt Nam giai đoạn 2019 – 2024 (nghìn USD)



Nguồn: Tổng cục thống kê, BETA Research tổng hợp.

Thị trường Mỹ là một trong những thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam. Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may đi Mỹ của Việt Nam tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2019 – 2022 đến từ xu hướng dịch chuyển một phần nguồn cung sang các nước châu Á khác nhằm giảm lệ thuộc vào Trung Quốc. Tuy nhiên Việt Nam đang được hưởng lợi ít hơn so với Bangladesh.

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Bangladesh đi Mỹ giai đoạn 2020 – 2023 (triệu USD)



Nguồn: BGEA, BETA Research tổng hợp

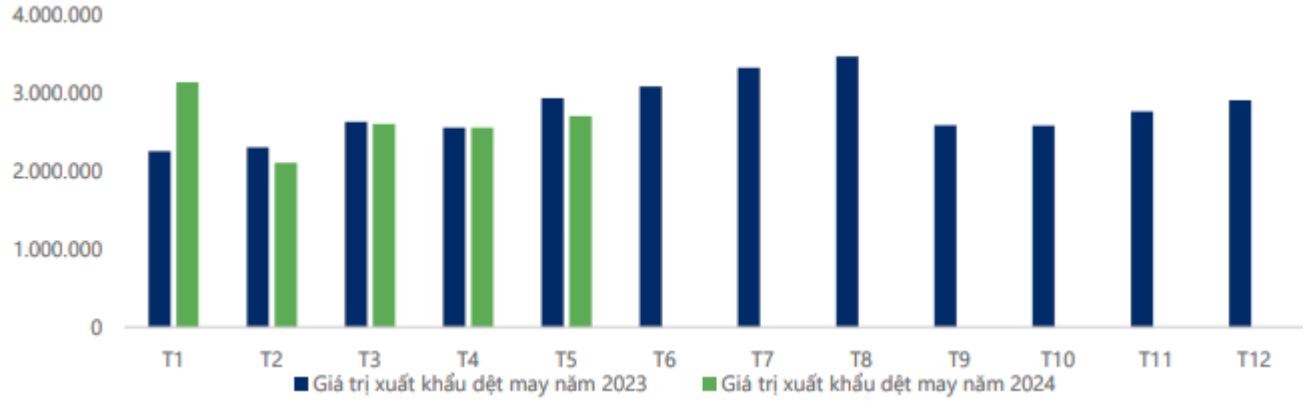
Kim ngạch xuất khẩu sản phẩm dệt may của Bangladesh đi thị trường Mỹ tăng mạnh trong 4 năm vừa qua và ngày càng khẳng định vị thế tại thị trường Mỹ nhờ vào:

- Đa dạng nguồn nguyên liệu dệt may hơn Việt Nam. Trung Quốc chiếm khoảng 49% nguồn nhập khẩu nguyên liệu của Bangladesh, ít hơn so với mức 64% của Việt Nam. Ấn Độ và Pakistan cũng là hai nhà phân phối nguyên liệu dệt may cho Bangladesh.
- Chi phí nhân công ở mức thấp so với các quốc gia khác ở châu Á.
- Đẩy mạnh đầu tư các nhà máy theo tiêu chuẩn xanh. Bangladesh hiện đang sở hữu nhiều nhà máy xanh nhất trên thế giới, 52 trong số đó lọt vào top 100 nhà máy xanh hiện đại nhất trên thế giới. Do đó, nước này tiếp tục là nơi mà nhiều nhãn hàng lựa chọn nhằm đẩy mạnh cam kết "xanh hóa" của mình.

Ngành dệt may đang cho thấy dấu hiệu tích cực

Tuy nhiên trong 5 tháng đầu năm 2024, tổng kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng dệt may của Việt Nam đạt 13 tỷ USD, tăng 3% so với cùng kỳ, các thị trường chính như Mỹ, Nhật, Hàn Quốc đều có tín hiệu hồi phục tích cực.

Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam giai đoạn 2023 – 5T2024 (nghìn USD)



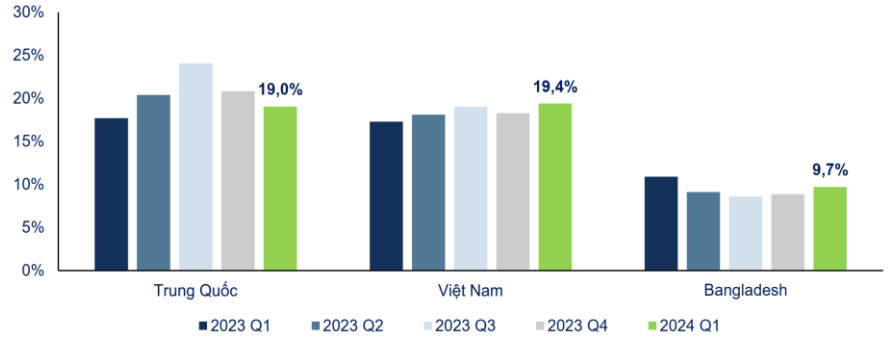
Nguồn: Tổng cục thống kê, BETA Research tổng hợp

BETA Research cho rằng xu hướng hồi phục tích cực đối với ngành dệt may Việt Nam sẽ tiếp diễn đến hết năm 2024 đến từ việc **(1)** các nhãn hiệu thời trang sẽ tăng cường nhập hàng nhằm phục vụ cho giai đoạn cuối năm **(2)** đơn hàng đang có dấu hiệu dịch chuyển ra khỏi Bangladesh.

Đơn hàng có dấu hiệu rời khỏi Bangladesh

Theo OTEXA, thị phần xuất khẩu đi Mỹ của Bangladesh suy giảm 1.2 điểm phần trăm so với đầu năm 2023 còn 9.7% trong khi đó thị phần của Việt Nam có sự cải thiện đạt 19.4%, tăng 1.8 điểm phần trăm.

Thị phần xuất khẩu may mặc vào Mỹ theo Quý giai đoạn 2023 – 2024 (%)



Nguồn: OTEXA, BETA Research tổng hợp.

Trái ngược với Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu mặt hàng dệt may đi Mỹ của Bangladesh trong 2 tháng đầu năm 2024 giảm hơn 19% so với trung bình 2 năm trở lại đây. So với 2 quốc gia khác có thị phần xuất khẩu dệt may vào Mỹ lớn là Việt Nam và Trung Quốc đều có tăng trưởng tích cực, điều này phần nào thể hiện sự dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Bangladesh trong thời gian gần đây.

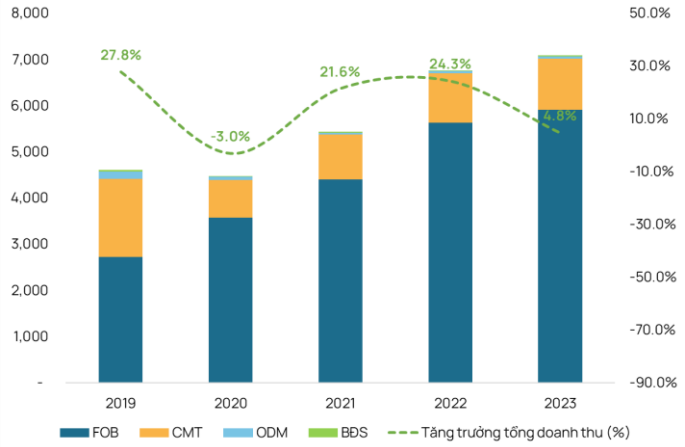
Theo chủ tịch hiệp hội các công ty may mặc Bangladesh (BKMEA), trong 3 tháng đầu năm, nước này đang gặp phải những vấn đề (1) thời gian giao hàng không đạt yêu cầu của các đối tác (2) chi phí vận hành tăng cao do các yếu tố trong nước dẫn đến giảm lợi thế cạnh tranh dẫn đến sản lượng xuất khẩu đi Mỹ của nước này tăng trưởng âm trong khi đa số các quốc gia khác đều chứng kiến sự hồi phục.

Trong dài hạn, theo BKMEA, chi phí đối với các doanh nghiệp may tại Bangladesh tiếp tục tăng cao do những bất lợi trong chính sách của Chính phủ nước này, đặc biệt là chi phí nhân công đang tăng mạnh tại Bangladesh và các cuộc biểu tình đình công do mức lương thấp. ***Điều này sẽ mang lại thuận lợi cho Việt Nam trong tương lai khi lợi thế về giá nhân công rẻ của Bangladesh sẽ ngày càng suy giảm.***

C. TNG – Hoạt động kinh doanh và triển vọng đầu tư

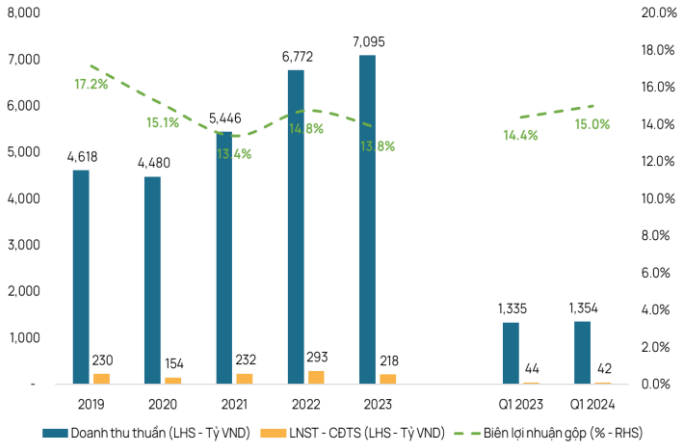
Doanh thu năm 2023 của TNG đạt 7,095 tỷ đồng, trong đó 98% đến từ may xuất khẩu, còn lại đến từ Thời trang nội địa thương hiệu TNG và Bất động sản. Doanh thu của TNG tăng trưởng ổn định (trừ năm 2020 ảnh hưởng dịch bệnh) trong giai đoạn 2019 – 2023 nhờ vào việc mở rộng chuyền may và duy trì mối quan hệ tốt đối với các khách hàng lớn như Decathlon, Abercrombie & Fitch, TCP, ...

Cơ cấu doanh thu theo mảng của TNG giai đoạn 2019 – 2023 (tỷ VND)



Nguồn: TNG, BETA Research tổng hợp.

Doanh thu và lợi nhuận sau thế của TNG giai đoạn 2019 đến Q1 2024 (tỷ VND)



Nguồn: TNG, BETA Research tổng hợp.

1. Mô hình hoạt động kinh doanh của TNG

Mảng Dệt may

Mảng Dệt may là mảng kinh doanh cốt lõi của TNG,

- **Đầu vào:** Bao gồm 2 nhân tố chính là nguyên liệu và nhân công chiếm khoảng 85% chi phí sản xuất. Trong đó,
  - **Nguyên liệu** chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất, trong đó vải là nguyên liệu sản xuất chính, ngoài ra bông tấm cũng được sử dụng nhiều do các sản phẩm chính của TNG áo khoác gió. Các phụ liệu còn lại như chỉ, cúc áo và đồ đóng gói chiếm tỷ trọng nhỏ.
  - **Chi phí nhân công** chiếm khoảng 35% chi phí sản xuất, chủ yếu là lao phổ thông trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên.
- **Sản xuất:** Quá trình sản xuất thâm dụng lao động. Nhân công được bố trí khoảng 20-30 người mỗi dây chuyền, thực hiện các công đoạn Cắt vải -> May -> Kiểm tra chất lượng -> Giặt ủi, đóng gói. Hiện nay

TNG đang sản xuất theo 2 phương thức là: FOB cấp 1 và Gia công CMT với tỷ trọng là 80% – 20% trong năm 2023.

- **Đầu ra:** 98% sản phẩm đầu ra của TNG phục vụ cho việc xuất khẩu theo đơn đặt hàng từ các khách hàng như DCL, Abercrombie & Fitch, TCP, ...

a) Nguyên liệu đầu vào chủ yếu là nhập khẩu

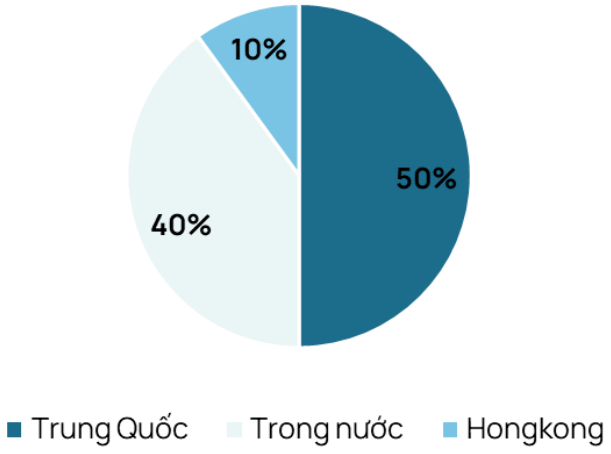
Khoảng 60% vải TNG sử dụng là nhập khẩu theo chỉ định của khách hàng. Hiện nay, TNG mua vải may theo chỉ định của khách hàng đặt may với tỷ trọng 50% từ Trung Quốc và 40% Việt Nam, 10% từ Đài Loan, HongKong. Vải nhập từ Trung Quốc được nhãn hàng đặt may ưa chuộng hơn vải nội địa do giá thành rẻ, mẫu mã vải đa dạng, số lượng sẵn có.

Doanh nghiệp cho biết trong ngắn hạn sẽ tiếp tục nhập vải theo tỷ lệ như trên, do hiện nay vẫn chưa tìm thêm được nhà cung cấp tại Việt Nam đảm bảo được chất lượng mà khách hàng yêu cầu. Các nguyên phụ liệu khác chiếm tỷ trọng nhỏ như chỉ may, cúc áo, bao bì được doanh nghiệp mua trong nước hoặc tự sản xuất.

TNG tự chủ hoàn toàn được nguồn cung bông tấm giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong thời gian sản xuất

Bông tấm sản xuất ra chủ yếu được dùng trong may áo Jacket (chiếm khoảng 18% nguyên vật liệu) cho khách hàng lớn nhất của TNG là Decathlon (30% doanh thu). Theo TNG, việc tự sản xuất được bông tấm giúp doanh nghiệp tiết kiệm thời gian vận chuyển và tự chủ được thời gian sản xuất. TNG tiếp tục nâng cao năng lực sản xuất bông tấm thông qua đầu tư thêm dây chuyền bông số 3 ở dự án Phú Bình, tổng công suất hiện nay đạt khoảng 13 triệu mét/năm, đủ đáp ứng nhu cầu khoảng 10 triệu mét/năm của doanh nghiệp. Sản lượng bông thừa ra được TNG bán trực tiếp cho nhà máy Decathlon ở Ấn Độ, tuy nhiên, doanh thu đóng góp chưa đáng kể (khoảng dưới 1%).

Cơ cấu nhập khẩu Nguyên vật liệu của TNG theo quốc gia



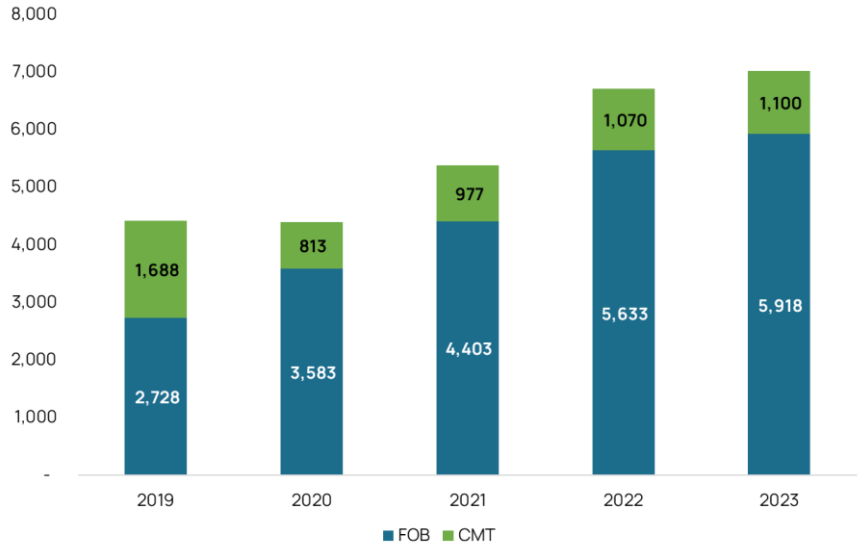
b) Nhân công:

Chi phí nhân công của TNG ổn định trong khoảng 35% chi phí sản xuất của TNG. Quy mô nhân công hiện tại của TNG vượt trội so với các doanh nghiệp may mặc niêm yết, tính đến cuối năm 2023, TNG có 18,000 nhân công so với 12,000 nhân công của MSH. Trong năm 2024, do nhu cầu mở rộng chuyền may do đó TNG đang thực hiện tuyển thêm khoảng 3,000 nhân công. Nâng mức tổng nhân sự lên 21,000 người, là một trong những doanh nghiệp gia công may lớn nhất miền Bắc.

c) Sản xuất: Quy mô lớn và đáp ứng tiêu chuẩn xanh hóa tăng khả năng cạnh tranh của TNG

TNG chủ yếu gia công theo phương thức FOB (chiếm tỷ trọng 80%) và CMT (chiếm tỷ trọng 20%). TNG hiện tại ưu tiên nhận các đơn hàng FOB cấp 1 và tiến tới cấp 2 nhằm tạo ra nhiều giá trị gia tăng hơn so với CMT.

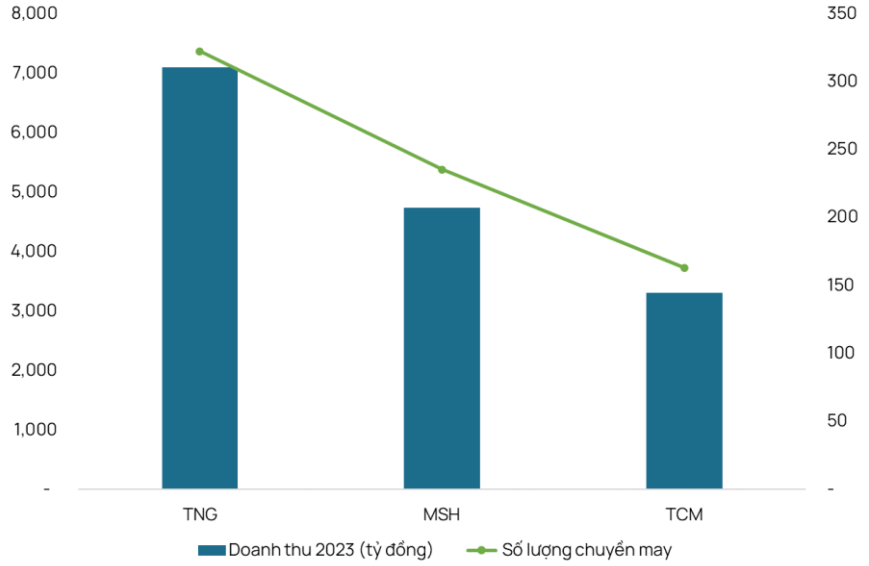
Doanh thu may mặc theo hình thức FOB/CMT giai đoạn 2019 – 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC TNG, BETA Research tổng hợp.

TNG có năng lực sản xuất lớn hơn so với các doanh nghiệp có cùng hoạt động kinh doanh và sản phẩm cắt may. Năng lực sản xuất của doanh nghiệp may mặc có thể được đánh giá qua số lượng chuyền may do máy móc sử dụng trong sản xuất khá tương đồng giữa các doanh nghiệp. Sau khi liên tục đầu tư mở rộng sản xuất và xây dựng nhà máy may mới, TNG đạt 322 chuyền may vào năm 2023, lớn hơn số lượng chuyền may của doanh nghiệp khác có cùng hoạt động sản xuất kinh doanh là MSH (235 chuyền may), TCM (163 chuyền may).

Tương quan số lượng chuyền may và doanh thu của TNG, MSH và TCM năm 2023



Nguồn: BETA Research tổng hợp.

Quy mô sản xuất lớn giúp doanh nghiệp gia tăng khả năng cạnh tranh.

Giai đoạn 2017-2021, tăng trưởng doanh thu và TCSĐ hàng năm của TNG lần lượt đạt 22% và 10,3%, nhanh nhất trong số các doanh nghiệp so sánh. TNG đã mở rộng quy mô sản xuất không ngừng để tiếp đón nhu cầu từ các đơn đặt hàng quy mô lớn, đặc biệt là từ Decathlon và TCP.

Decathlon, chiếm 30% lượng đơn đặt hàng của TNG, áp dụng quy trình quản lý nhà cung ứng nghiêm ngặt, đánh giá các yếu tố như giá thành, khả năng sản xuất và chất lượng sản phẩm. Họ thường xuyên kiểm tra chất lượng các dây chuyền sản xuất của nhà cung ứng và hủy đơn hàng nếu không đáp ứng đúng các tiêu chí.

Điều này thể hiện rằng việc mở rộng quy mô sản xuất có thể giúp doanh nghiệp tăng cường khả năng cạnh tranh và đáp ứng yêu cầu từ các khách hàng quan trọng.

Tích cực phát triển các nhà máy theo xu hướng xanh hóa nhằm đáp ứng nhu cầu của các Khách hàng lớn.

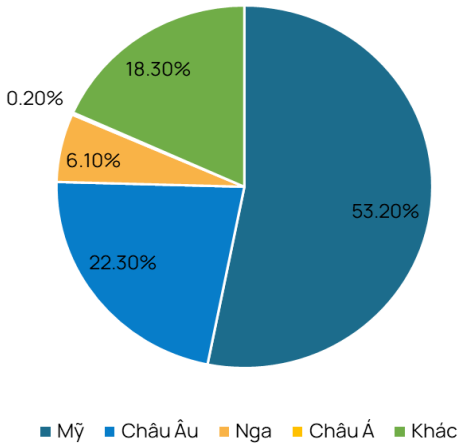
Do xu hướng chung của các nhãn hàng quốc tế cam kết giảm phát thải, do đó yêu cầu các đơn vị dệt may gia công phải tuân thủ theo các tiêu chuẩn nhà máy xanh thì mới đặt hàng. TNG đã không ngừng tiến tới xanh hóa quy trình sản xuất, nhà máy của mình trong thời gian vừa qua.

Năm 2020, nhà máy Sông Công là nhà máy đầu tiên đạt chứng nhật LOTUS Bạc. Chứng nhận LOTUS là chứng chỉ kiến trúc, công trình xanh do Hội đồng Công trình xanh Việt Nam (VGBC) và tổ chức Hội đồng Công trình xanh Thế giới (WorldGBC) cấp. Ngoài ra, các nhà máy như Võ Nhai, ... được TNG xây dựng theo tiêu chí nhà máy xanh LEED như tiết kiệm năng lượng, tiết kiệm nguồn nước, giảm phát thải, sử dụng vật liệu thân thiện với môi trường.

d) Đầu ra: Chủ yếu phục vụ xuất khẩu

TNG chủ yếu xuất khẩu đi 2 thị trường chính là Mỹ và châu Âu, 2 thị trường này chiếm 75.5% doanh thu của TNG trong năm 2023. Thị trường lớn nhất vẫn là thị trường Mỹ, tỷ trọng xuất khẩu đầu ra của TNG phụ thuộc nhiều vào các khách hàng tại Mỹ, doanh nghiệp đang tích cực tìm kiếm thêm nguồn khách hàng mới nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung.

Cơ cấu doanh thu dệt may năm 2023 theo thị trường của TNG



Nguồn: TNG, BETA Research tổng hợp

Do đặc tính doanh thu phụ thuộc hoàn toàn vào đơn đặt hàng của các khách hàng lớn như Decathlon, Abercombie & Fitch, The Childrent Place, do đó việc duy trì mối quan hệ với các khách hàng lớn là điều cần thiết đối với TNG.

Decathlon là khách hàng lớn của TNG kể từ năm 2015 và không ngừng gia tăng đơn hàng cho TNG với tỷ trọng doanh thu đóng góp trên 30% hàng năm. Hiện tại, TNG đã trở thành đối tác cung cấp chiến lược cho Decathlon tại Việt Nam. Decathlon (DCL) là một trong những hãng bán lẻ đồ thể thao lớn nhất trên thế giới, có trụ sở chính tại Pháp và hơn 1.647 cửa hàng trên 57 quốc gia. Ngoài ra, TNG còn một số khách hàng thường xuyên đặt đơn hàng như Abercrombie & Fitch, Haddad (Nike, ...), The Children Place, Costco, ...

Mảng kinh doanh bất động sản

Hiện tại, mảng kinh doanh BĐS của TNG chưa đóng góp đáng kể vào doanh thu của doanh nghiệp khi chủ yếu nguồn thu chỉ đến từ Cụm công nghiệp Sơn Cẩm. Dự án TNG Village hiện tại đã chuyển nhượng toàn bộ cho công ty liên kết là TNG Land trong năm 2023.

BETA Research cho rằng mảng BĐS vẫn sẽ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu và lợi nhuận gộp của TNG trong giai đoạn 2024 – 2025 do

(1) KCN Sơn Cẩm hiện tại chỉ còn lại khoảng 20ha đất thương phẩm cho thuê với tốc độ GPMB chậm do vướng mắc trong khâu tái định cư và tốc độ lấp đầy thấp

(2) TNG hiện tại chưa có kế hoạch phát triển thêm dự án BĐS mới trong giai đoạn này.

2. Đánh giá KQKD Q1 2024 của TNG (tỷ VND)

Chỉ tiêu KQKD	Q1 2023	Q1 2024	% YoY	2022	2023	%YoY
Doanh thu thuần	**1,335**	**1,354**	**1%**	**6,778**	**7,092**	**5%**
Lợi nhuận gộp	**192**	**203**	**6%**	**1,005**	**978**	**-3%**
Th,nhập tài chính	23	16	-30%	98	97	0%
Ch.phí tài chính	(65)	(62)	-4%	98	97	0%
Chi phí lãi vay	(56)	(52)	-7%	(179)	(234)	30%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-		-	-	
Chi phí bán hàng	(14)	(18)	28%	(77)	(102)	32%
CP QLDN	(80)	(86)	7%	(375)	(349)	-7%
Lãi từ HĐKD	**56**	**53**	**-6%**	**371**	**302**	**-19%**
Th.nhập khác	(3)	(2)	-33%	(14)	(21)	54%
LNTT	**53**	**52**	**-3%**	**357**	**281**	**-21%**
Thuế TNDN	(10)	(10)		(65)	(54)	-18%
LNST	**44**	**42**	**-4%**	**292**	**227**	**-22%**
Lợi ích CĐTS	-	-		-	1	
LNST – CĐTS	**44**	**42**	**-4%**	**292**	**227**	**-22%**
Chỉ số						
Biên LNG	14.4%	15.0%	0.6%	15%	14%	-1%
Biên LNR	3%	3%	0%	4%	3%	-1%
SG&A/DT	7%	8%	1%	7%	6%	0%

Nguồn: BCTC TNG, BETA Research tổng hợp

Đối với KQKD Q1 2024 của TNG, BETA Research đánh giá thấp hơn kỳ vọng do **(1)** TNG phải ghi nhận một số đơn hàng giá trị thấp trong năm 2023 **(2)** một số đơn hàng bị hoãn xuất trong Tháng 03 2024 do các khách hàng của TNG đang đàm phán lại giá vận chuyển với các hãng tàu trong tình hình giá cước vận tải đang tăng mạnh do những xung đột địa chính trị **(3)** do mở rộng chuyền may và chi phí di chuyển nhà máy do đó tỷ lệ SG&A/DT tăng nhẹ 0.6%.

Đối với KQKD Q1 2024

(a) Doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ do việc ghi nhận một số đơn hàng giá trị thấp còn lại của năm 2023 cũng như vấn đề hoãn xuất của các khách hàng.

(b) Biên lợi nhuận gộp đạt 15%, cải thiện 0.6% so với cùng kỳ năm trước nhờ vào giá nhận gia công có cải thiện trong năm 2024.

Đánh giá tổng quát KQKD Q1 2024 của TNG, BETA Research cho rằng mặc dù KQKD của TNG chưa đạt kỳ vọng trong Q1 2024, tuy nhiên triển

vọng cho KQKD cả năm 2024 vẫn duy trì sự tích cực khi nhu cầu của các khách hàng gia tăng, mở rộng thêm công suất chuyền may và giá trị đơn hàng cao hơn 5% so với năm 2023.

3. Luận điểm đầu tư

Mặc dù KQKD Q1 2024 có thấp hơn so với kỳ vọng tuy nhiên BETA Research vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với TNG trong năm 2024 do

(1) TNG đã hoàn thành mở rộng 45 chuyền may nâng công suất lên mức 367 chuyền may, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước.

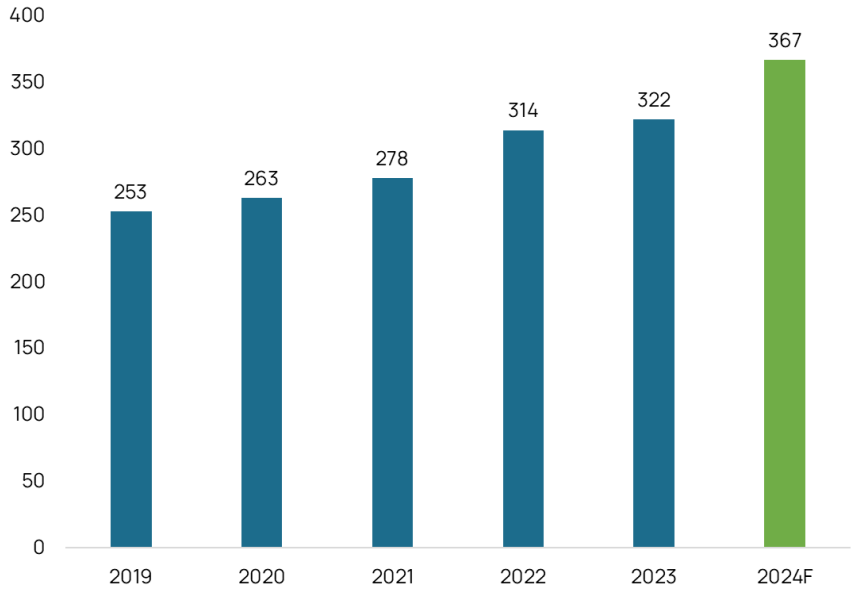
(2) Hiện tại TNG đã lấp đầy công suất đến hết năm 2024 do sự gia tăng đặt hàng từ các khách hàng cũ như DCL, Asmara, TCP, ... và giành được các đơn hàng từ Bangladesh.

(3) Theo ước tính của Ban lãnh đạo, giá trị đơn hàng của TNG tăng khoảng 5% trong năm 2024.

1. Tăng công suất 15% trong năm 2024

TNG đã hoàn thành việc mở rộng 45 chuyền may, nâng tổng công suất lên mức 367 chuyền may, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước nhằm phục vụ cho nhu cầu đơn đặt hàng tăng từ các khách hàng.

Số lượng chuyền may của TNG giai đoạn 2019 – 2024F

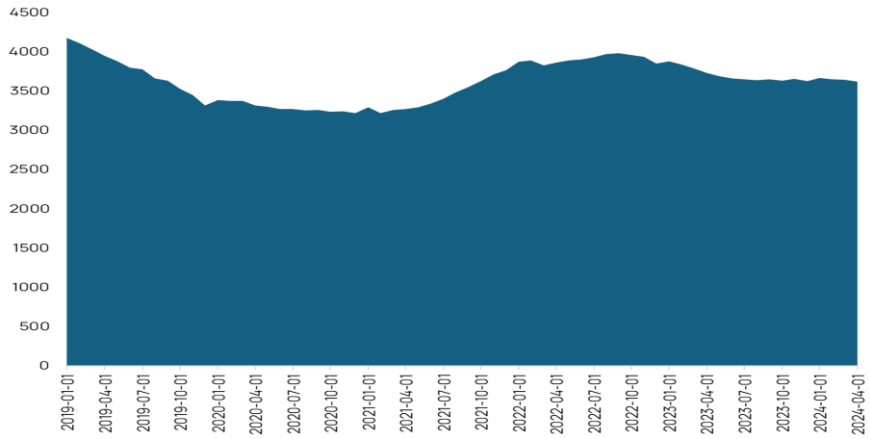


Nguồn: TNG, BETA Research tổng hợp

2. Hiện tại lượng đơn hàng của TNG đã được phủ kín đến hết Q3.2024 chủ yếu nhờ các đơn hàng gia tăng từ các khách hàng quen thuộc như Decathlon, TCP, Asmara… do:

a) Nhu cầu nhập hàng tại các thị trường lớn, đặc biệt là Mỹ hồi phục do mức tồn kho thấp và các nhà bán lẻ dự trữ hàng vào cuối năm.

Tồn kho quần áo tại Mỹ



Nguồn: FRED, BETA Research tổng hợp

b) TNG thu hút được thêm các đơn hàng từ Bangladesh và các khách hàng cũ nhờ đáp ứng được các tiêu chuẩn, chỉ tiêu về nhà máy xanh như đã đề cập ở trên cũng như từ các sự kiện biểu tình, bạo động do vấn đề lương lao động xảy ra tại Bangladesh.

3. Ước tính giá trị đơn hàng của TNG sẽ tăng 5% YoY trong năm 2024

Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo TNG, trong năm 2024, đơn giá ký mới của TNG tăng khoảng 5% so với cùng kỳ năm trước do **(1)** TNG tập trung vào sản xuất các mặt hàng FOB có giá trị gia tăng cao phục vụ cho nhu cầu tăng trở lại của các nhóm khách hàng cũ (Decathlon, Asmara, Sportmaster,…) **(2)** giảm bớt lượng đơn CMT với giá trị thấp (trong 2023, TNG thêm nhiều đơn CMT nhằm đảm bảo nguồn việc cho nhân công).

Hơn nữa, đơn giá xuất khẩu đã có sự cải thiện ngay trong Q1.2024, ước tính mức tăng so với cùng kỳ khoảng từ 1% - 2%. BETA Research cho rằng sở dĩ trong Q1.2024, đơn giá tăng thấp hơn so với con số mà ban lãnh đạo đưa ra chủ yếu đến từ **(1)** ảnh hưởng từ các đơn hàng giá thấp của năm 2023 dời sang xuất trong T1.2024 **(2)** một số đơn hàng bị hoãn xuất trong T3.2024 do khách hàng đang thỏa thuận chi phí vận chuyển.

Do đó, BETA Research đánh giá KQKD của TNG sẽ bắt đầu có sự cải thiện kể từ Q2 2024 và duy trì sự tích cực trong giai đoạn 2024 - 2025

4. Dự phóng KQKD (Tỷ đồng)

Chỉ tiêu KQKD	2023	2024F	2025F	2026F	Ghi chú
Doanh thu thuần	**7,095**	**7,976**	**8,902**	**9,831**	Doanh thu chủ yếu vẫn là mảng may mặc. Kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2024 – 2026 nhờ vào **(1)** tốc độ mở rộng chuyền may ổn định 5% công suất/năm **(2)** giá đơn hàng tăng 5%/năm **(3)** TNG có lợi thế cạnh tranh cao hơn khi tuân thủ các quy định về xanh hóa nhà máy (LEED, LOTUS) từ sớm.
% YoY	4.8%	12.4%	11.6%	10.4%	
FOB	5,918	6,939	7,567	8,160	TNG tập trung vào mảng FOB trong năm 2024 nhằm phục vụ nhu cầu của các khách hàng lớn.
CMT	1,100	956	1,245	1,572	
ODM	57	57	63	70	
Bất động sản	20	24	27	29	Đóng góp tỷ trọng nhỏ trong doanh thu của TNG do chưa có kế hoạch phát triển dự án mới.
Lợi nhuận gộp	980	1,195	1,304	1,423	Biên lợi nhuận gộp đã có dấu hiệu cải thiện tích cực từ Q1 2024 lên mức 15%. Ảnh hưởng từ việc nâng lương cơ bản kể từ tháng 07 2024 kỳ vọng phần nào sẽ được giảm thiểu bởi **(1)** tập trung vào đơn hàng FOB có giá trị gia tăng lớn hơn **(2)** giá nhận các đơn hàng ở mức cao trong năm 2024.
BLNG (%)	**13.8%**	**15.0%**	**14.7%**	**14.5%**	
LNST – CĐTS	**218**	**323**	**359**	**399**	
% YoY	-25.7%	48.6%	11.0%	11.1%	

Nguồn: BETA Tổng hợp và dự phóng.

D. Định giá và khuyến nghị

Đối với mảng dệt may, nhằm phản ánh đầy đủ các yếu tố thuận lợi và khó khăn trong ngắn hạn & dài hạn, BETA Research sử dụng kết hợp 2 phương phá là FCFF và P/E mục tiêu với tỷ trọng 50:50.

BETA Research khuyến nghị **MUA TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu 1 năm là **31,100 đồng,** tương ứng với **tiềm năng tăng giá 13.6%** (chưa bao gồm cổ tức tiền mặt).

Tổng hợp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
FCFF	34,203	50%
P/E mục tiêu @9.0x	28,061	50%
Giá mục tiêu (đồng)		31,100
Tiềm năng tăng giá (%) **chưa bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt*		**13.6%**
2025F P/E tại giá mục tiêu		9.9x
2024F P/E tại giá mục tiêu		11.0x
Khuyến nghị		**MUA TÍCH LŨY**

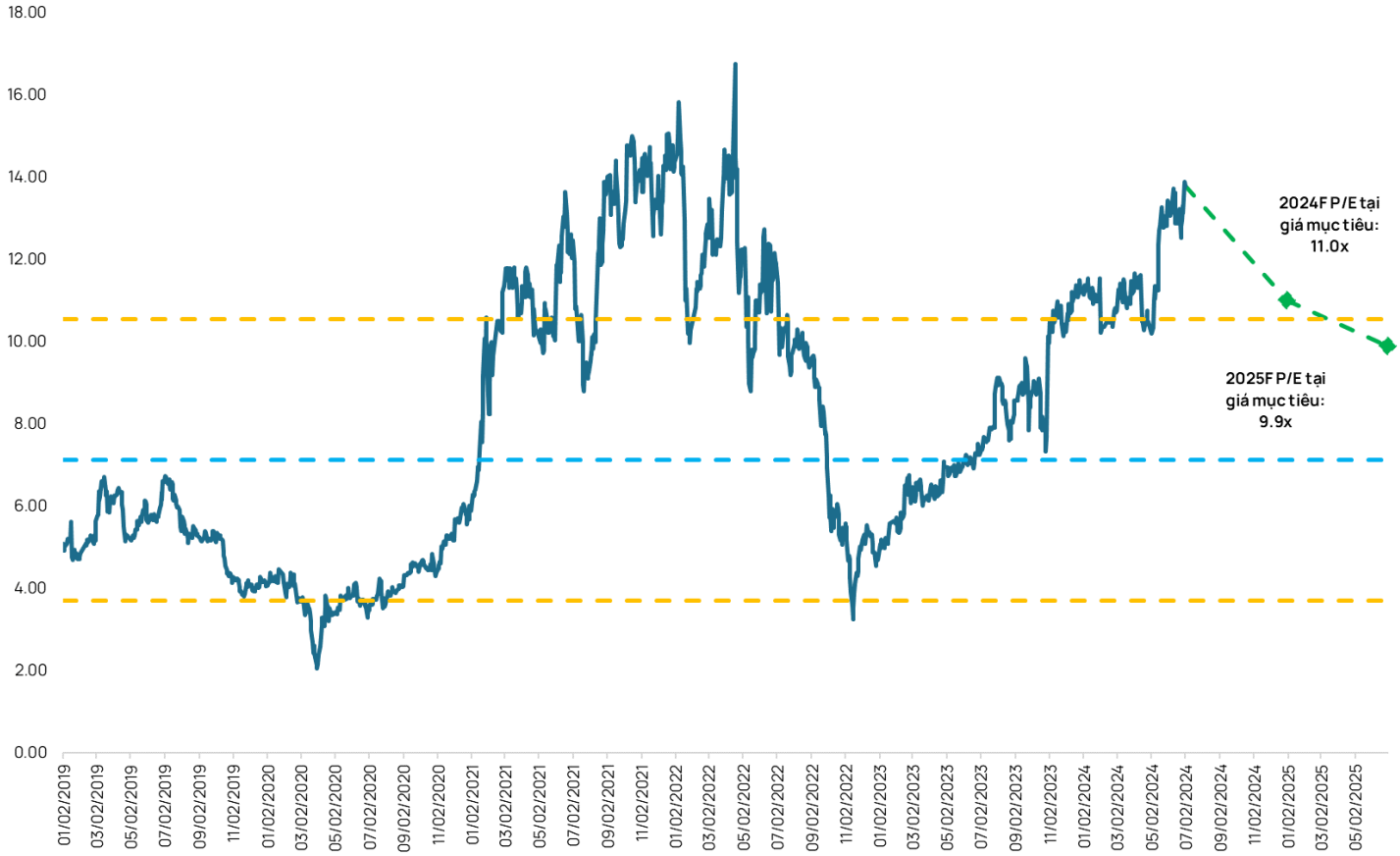
Chi phí sử dụng vốn bình quân	
Lãi suất phi rủi ro	2.8%
Phần bù rủi ro thị trường	9%
Hệ số Beta	1.68
Chi phí VCSH	17.9%
Chi phí nợ vay	8%
Thuế TNDN	19%
WACC	**10.4%**
Tăng trưởng dài hạn	2%

Mô hình chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)

Year	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	**662**	**702**	**744**	**782**	**803**
Thuế suất	19%	19%	19%	19%	19%
NOPAT	**536**	**569**	**602**	**633**	**650**
+ Khấu hao	271	269	270	275	280
	-	-	-	-	-
- Thay đổi vốn lưu động	267	562	385	27	81
	-	-	-	-	-
- CAPEX	450	70	70	70	200
FCFF	**90**	**206**	**417**	**811**	**650**
PV of FCFF	**86**	**178**	**326**	**574**	**416**

Phương pháp FCFF	Tỷ đồng
Giá trị cuối (g=2)	7,851
Giá trị hiện tại của giá trị cuối	5,024
Giá trị hiện tại của Doanh nghiệp	**6,603**
+ Tiền mặt & Đầu tư ngắn hạn	345
- Nợ	3,065
Giá trị VCSH	**3,883**
SLCP (triệu cp)	113.52
Giá mục tiêu (VND/cp)	**34,203**

Lịch sử định giá P/E của TNG giai đoạn 2019 đến hiện tại



TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.