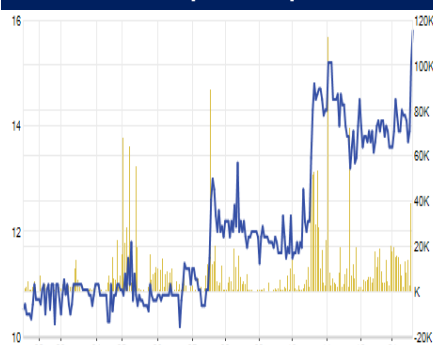




**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

| Quan điểm đầu tư          | MUA           |
|---------------------------|---------------|
| Giá kỳ vọng               | <b>16,780</b> |
| Giá thị trường (20/01/16) | 15,200        |
| Triển vọng 1 tháng        | Tăng          |
| Triển vọng 3 tháng        | Tăng          |
| Triển vọng 6 tháng        | Tăng          |

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

|                                         |        |
|-----------------------------------------|--------|
| CPLH hiện tại (triệu cp)                | 5.94   |
| Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)               | 90.30  |
| Tổng giá trị sổ sách (tỷ)               | 98.14  |
| Sở hữu nước ngoài (%)                   | 14.8   |
| Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 20.01.2016 | 15,200 |
| KLTB 10 ngày (cp)                       | 11,601 |
| Giá thấp nhất 52T (đ)                   | 9,600  |
| Giá cao nhất 52T (đ)                    | 16,500 |
| +/- 7 ngày qua                          | +6.3%  |
| +/- 1 tháng qua                         | +7.8%  |

Chuyên viên phân tích  
Lê Thị Trang  
Email: tranglt@bsc.com.vn  
Tel: +84.39352722

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **TTC** với giá kỳ vọng 12 tháng tới là **16,780 VND/cổ phiếu (upside 10.4%)** theo phương pháp FCFF. TTC hiện giao dịch tại P/E 4.16x, thấp nhất so với P/E của các công ty sản xuất gạch ốp lát đang niêm yết. TTC sản xuất và tiêu thụ 4.8-5.3 triệu m2 gạch ốp lát mỗi năm, đã ổn định thị trường tiêu thụ miền Nam (chiếm 85% DTT). Dự án mở rộng sản xuất khả quan với sản phẩm Granite cao cấp, công suất 1.5 triệu m2/năm dự kiến xây dựng từ 2016 và đi vào hoạt động vào 6/2017.

**Hoạt động tái cơ cấu TTC đem lại hiệu quả tích cực (1)** Loại bỏ sản phẩm lỗi thời, nghiên cứu, phát triển sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thị trường **(2)** Đẩy mạnh hoạt động marketing, hỗ trợ nhà phân phối trong hoạt động bán hàng, giảm tồn kho **(3)** Chuyển đổi sử dụng nhiên liệu cho máy móc thiết bị, giúp giảm chi phí và bảo vệ môi trường **(4)** Thay đổi cách sử dụng vốn, giảm nợ vay và chi phí lãi vay đáng kể.

**Nguồn nguyên liệu, nhiên liệu tương đối ổn định về giá bán, lượng cung:** Việt Nam giàu trữ lượng đất sét, tràng thạch,... là nguyên liệu cho TTC sản xuất gạch. Đa phần nguyên liệu sản xuất được TTC mua từ nhà cung cấp lâu năm, đảm bảo trữ lượng và giá tương đối ưu đãi. Giá nhiên liệu sử dụng trong sản xuất cũng được dự báo ổn định trong thời gian tới.

**Khách hàng mục tiêu là phân khúc cấp trung và thấp, hiện đã ổn định được thị trường tiêu thụ miền Nam:** Thị trường miền Nam chiếm 85% doanh thu của TTC, đã được duy trì ổn định trong nhiều năm nay. Hoạt động tiêu thụ khá tốt với sản lượng tiêu thụ tăng qua các năm và luôn xấp xỉ hoặc vượt lượng sản phẩm sản xuất ra.

**Máy móc thiết bị đã hoạt động lâu năm, TTC thường xuyên đầu tư chiều sâu:** Dây chuyền sản xuất gạch với tổng công suất 5.5 triệu m2/năm đã sản xuất từ những năm 1990s, 2000s. Nhiều máy móc hết thời hạn khấu hao nhưng vẫn còn sử dụng tốt, tuy nhiên một vài máy móc hoạt động quá công suất nhiều năm, thường xuyên hỏng hóc, tốn chi phí sửa chữa và gián đoạn sản xuất. Hằng năm, TTC dành một phần lợi nhuận giữ lại để đầu tư chiều sâu phục vụ sản xuất.

**Thời gian tới, TTC dự kiến sẽ mở rộng sản xuất với dây chuyền sản xuất Granite cao cấp, công suất 1.5 triệu m2/năm:** Dự án sẽ thực hiện vào năm 2016, tổng vốn đầu tư 341 tỷ đồng, một phần tài trợ từ phát hành 9 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Giá trị cổ phiếu TTC phụ thuộc lớn vào hiệu quả của dự án mở rộng này.

**Kết quả kinh doanh 2015:** Với sản lượng sản xuất đạt 5.3 – 5.4 triệu m2 gạch, trong đó khoảng 1 triệu m2 granite, DTT 2015 của TTC đạt khoảng 388.3 tỉ đồng (+2.83% yoy), LNST đạt khoảng 21.7 tỉ đồng (+64.5% yoy), tương đương 2015 EPS khoảng 3,650 VND/cổ phiếu.

| Các chỉ tiêu tài chính    | 2011  | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ đ)    | 319   | 341    | 331    | 378    | 388    |
| % tăng trưởng y-o-y       |       | +7%    | -3%    | +14%   | +3%    |
| Tổng tài sản (tỷ đ)       | 153   | 134    | 138    | 156    | 172    |
| Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)     | 53    | 62     | 76     | 84     | 98     |
| Vốn điều lệ (tỷ đ)        | 60    | 60     | 60     | 60     | 60     |
| CPLH bình quân (Triệu cp) | 5.94  | 5.94   | 5.94   | 5.94   | 5.94   |
| LN sau thuế (tỷ đ)        | 2.7   | 8.7    | 14.3   | 13.5   | 21.7   |
| % tăng trưởng y-o-y       |       | +222%  | +64%   | -6%    | +65%   |
| EPS cuối kỳ (đ/cp)        | 458   | 1,462  | 2,412  | 2,272  | 3,650  |
| Giá trị sổ sách (đ/cp)    | 8     | 10,459 | 12,871 | 14,072 | 16,522 |
| Lợi nhuận gộp biên        | 8.52% | 8.5%   | 10.1%  | 13.0%  | 14.3%  |
| ROS                       | 0.85% | 0.9%   | 2.5%   | 4.3%   | 5.6%   |
| ROE                       | 5.09% | 5.1%   | 14%    | 18.7%  | 22.1%  |
| ROA                       | 1.78% | 1.8%   | 6.5%   | 10.4%  | 12.6%  |

Nguồn: TTC

## GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

## Giới thiệu chung

|                             |                                                                                 |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| Tên công ty:                | CTCP Gạch men Thanh Thanh                                                       |
| Tên giao dịch:              | CTCP Gạch men Thanh Thanh                                                       |
| Tên viết tắt:               |                                                                                 |
| Địa chỉ:                    | Đường số 1, KCN Biên Hòa I, Đồng Nai                                            |
| Tel:                        | 061 383 6066                                                                    |
| Fax:                        | 061 383 6305                                                                    |
| Website:                    | <a href="http://www.thanhthanhceramic.com">http://www.thanhthanhceramic.com</a> |
| Vốn điều lệ:                | 59,923,480,000                                                                  |
| Lĩnh vực hoạt động          | Sản xuất gạch ốp lát                                                            |
| Ngành nghề kinh doanh chính | Sản xuất gạch ốp lát                                                            |

## Lịch sử hình thành

| Thời gian | Sự kiện                                            |
|-----------|----------------------------------------------------|
| 12/2003   | Hoạt động dưới hình thức CTCP, vốn điều 40 tỷ đồng |
| 07/2006   | Niêm yết trên HOSE với mã TTC                      |
| 03/2008   | Nâng vốn điều lệ lên 59.92 tỷ đồng                 |
| 01/2010   | Chính thức chuyển sang niêm yết trên HN.           |

| TT | Các công ty liên kết           | Tỷ lệ sở hữu |
|----|--------------------------------|--------------|
| 1  | CTCP Bao bì và Khoáng sản số 1 | 24%          |
| 2  | CTCP VLXD Cosevco              | 6%           |

## Cơ cấu cổ đông đến 31/12/2014

| TT | Cổ đông     | Số lượng cổ phần | Tỷ trọng (%) |
|----|-------------|------------------|--------------|
| 1  | Trong nước  | 5,218,111        | 87.08%       |
|    | Cá nhân     | 2,571,308        | 42.91%       |
|    | Tổ chức     | 2,646,803        | 44.17%       |
| 2  | Nước ngoài  | 774,237          | 12.92%       |
|    | Cá nhân     | 391,987          | 6.54%        |
|    | Tổ chức     | 382,250          | 6.38%        |
|    | <b>Tổng</b> | <b>5,992,348</b> | <b>100%</b>  |

(Nguồn: TTC, BSC tổng hợp)

## Cổ đông lớn đến 09/11/2015

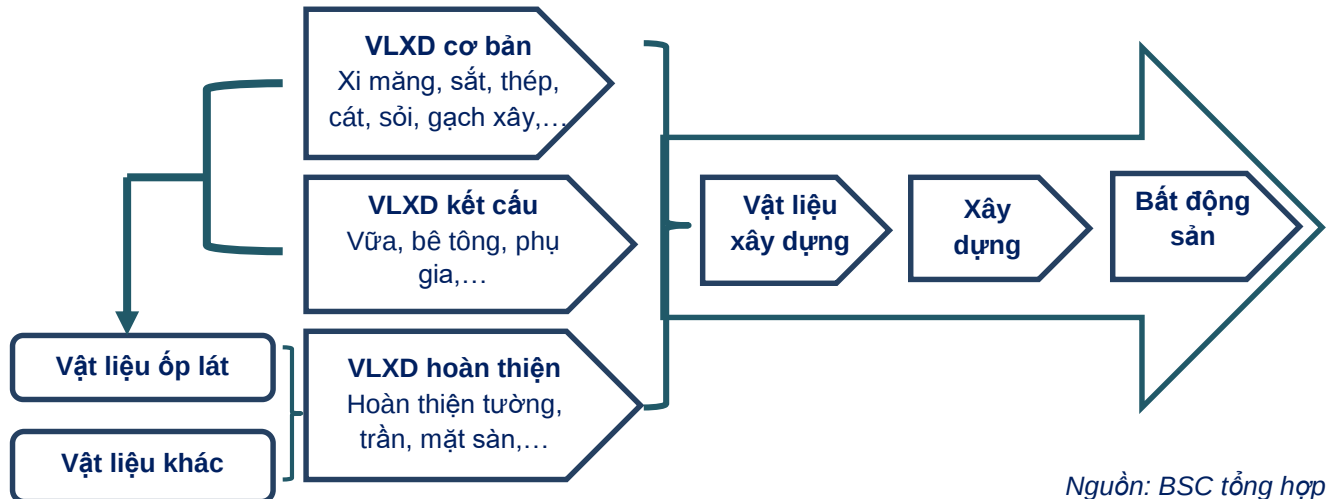
| TT | Cổ đông                | Số lượng cổ phần | Tỷ trọng (%) |
|----|------------------------|------------------|--------------|
| 1  | Tổng công ty VLXD số 1 | 2,563,500        | 42.78%       |
| 2  | AFC VF Limited         | 432,700          | 7.28%        |
| 3  | Đặng Minh Toàn         | 295,100          | 4.92         |
| 4  | Huỳnh Thị Kim Chung    | 295,000          | 4.92         |
| 5  | Nguyễn Thị Châu        | 293,500          | 4.91         |
| 6  | Ngô Thị Anh Thư        | 287,400          | 4.80         |
|    | <b>Total</b>           |                  | <b>69.6%</b> |

- Hai sản phẩm chính của TTC là Granite và Ceramic. Hàng năm, TTC sản xuất và tiêu thụ khoảng 4.8-5.3 triệu m<sup>2</sup> gạch ốp lát, trong đó sản lượng tiêu thụ Ceramic chiếm khoảng 83-87% tổng sản lượng tiêu thụ, tương đương khoảng 81%DTT.
- TTC dự kiến sẽ mở rộng sản xuất với dây chuyền sản xuất Granite 60x60 và 100x100, công suất thiết kế 3 triệu m<sup>2</sup>/năm. Giai đoạn 1 có công suất 1.5 triệu m<sup>2</sup>/năm được dự kiến xây dựng trong 2016-2017, với tổng vốn đầu tư dự kiến 341 tỷ đồng, trong đó 90 tỷ đồng tài trợ từ phát hành VCSH.
- Cơ cấu nguồn vốn lành mạnh, với tỷ lệ Tổng nợ/TTS = 47%, thấp nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết. Đặc biệt, nợ vay chịu lãi của TTC ở mức rất thấp, khoảng 7.4 tỷ đồng vay ngắn hạn (~4.3% TTS), giúp giảm chi phí lãi vay đáng kể và có khả năng tài trợ dự án bằng vốn vay ngân hàng với mức lãi suất tốt hơn.

**NGÀNH GẠCH ỐP LÁT**

**Vị trí của ngành:** Mạng Vật liệu ốp lát nằm trong nhánh Vật liệu xây dựng hoàn thiện của toàn ngành Vật liệu xây dựng. Vật liệu ốp lát có rất nhiều loại sản phẩm như Gạch Ceramic, gạch Granite, Gạch Mosaic, Đá tự nhiên, Vật liệu gỗ, ... Trong báo cáo này chỉ đề cập đến sản phẩm gạch Ceramic và Granite.

**Hình 1: Vị trí của Ngành Gạch ốp lát**



*Nguồn: BSC tổng hợp*

**Quy trình sản xuất gạch ốp lát:** Nguyên vật liệu để sản xuất gạch ốp lát gồm có nguyên liệu cơ bản như đất sét, tràng thạch, nguyên liệu kết cấu như phụ gia men màu, nhiên liệu như than, dầu, khí đốt. Nguyên vật liệu sau khi được mua về sẽ được đưa vào phối trộn theo tỷ lệ cụ thể, ép thành viên, sấy khô, sau đó in họa tiết và nung, hoặc nung và mài, ... tùy sản phẩm. Sản phẩm sản xuất ra được tiêu thụ thông qua các nhà phân phối đến với hộ gia đình hoặc cung cấp cho các nhà thầu công trình xây dựng.

**Hình 2: Chuỗi sản xuất của Gạch ốp lát**



*Nguồn: BSC tổng hợp*

**ĐẶC ĐIỂM CỦA NGÀNH SẢN XUẤT GẠCH ỐP LÁT TRONG NƯỚC****Nguyên vật liệu**

- **Nguồn cung nguyên vật liệu ổn định:** Đa phần nguyên vật liệu cho sản xuất gạch ốp lát như đất sét, cao lanh, tràng thạch, phụ gia,... được cung cấp bởi doanh nghiệp trong nước. Việt Nam sở hữu nhiều mỏ khoáng sản chất lượng cao với 123 mỏ cao lanh trữ lượng 640 triệu tấn; 39 mỏ sét trắng trữ lượng 53 triệu tấn;.... Nguồn cung nguyên vật liệu vì vậy tương đối ổn định trong thời gian tới, ít xảy ra biến động giá vì lý do khan hiếm nguồn cung.
- **Giá nhiên liệu ổn định và có xu hướng giảm:** Nhiên liệu được sử dụng chủ yếu là than, CNG, khí LPG và chất đốt khác, mua từ các doanh nghiệp trong nước. Thời gian vừa qua, giá than trong nước có xu hướng giảm và kì vọng sẽ ổn định trong thời gian tới. Với CNG, giá CNG thay đổi cùng chiều với giá dầu mỏ thế giới, vì vậy cũng sẽ được kì vọng là không tăng cho đến 2020.
- **Giá vận chuyển NVL tăng do quy định về trọng tải xe trong 2014 khiến giá bán trung bình tăng nhẹ 2-5%.** Quy định xử phạt xe chở quá trọng tải trong Nghị định **171/2013/NĐ-CP**, hiệu lực vào 01/01/2014 và mới đây được thay thế bởi Nghị định **107/2014/NĐ-CP**, có hiệu lực vào 01/01/2015, khiến chi phí vận chuyển tăng khoảng 1.5 lần so với trước đó. Chi phí nguyên vật liệu vì vậy cũng tăng tương đối nhiều, khiến các doanh nghiệp cùng ngành phải điều chỉnh lại giá bán cho phù hợp.

**Sản xuất**

- **Máy móc thiết bị của các DN trong ngành đang được cải tiến dần:** Công nghệ kĩ thuật sản xuất ảnh hưởng lớn đến chất lượng và giá thành sản phẩm. Các DN trong ngành, nhất là các doanh nghiệp lớn có xu hướng đầu tư mới các máy móc thiết bị từ các nước sản xuất có uy tín như Tây Ban Nha, Nhật Bản, Italia,... để nâng cao chất lượng sản phẩm, cạnh tranh với doanh nghiệp nước ngoài.
- **Mẫu mã, kích thước thường xuyên được thay đổi, xu hướng tăng sản xuất sản phẩm kích thước lớn:** Để đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng khả năng cạnh tranh, các doanh nghiệp luôn tìm cách phát triển mẫu mã đa dạng, nghiên cứu thị trường và sản xuất kích thước phù hợp nhu cầu. Nguồn cung trong nước các sản phẩm kích thước lớn như 60x60, 80x80, 100x100,... còn ít, trong khi cầu lại đang tăng khiến các doanh nghiệp sản xuất có xu hướng dịch chuyển sang dòng sản phẩm này.
- **Xu hướng chuyển dịch sang sản xuất Granite:** Hiện nay, nguồn cung Granite trong nước chỉ khoảng 50 triệu m<sup>2</sup>/năm trong khi cầu về sản phẩm này khá lớn, khoảng 140 triệu m<sup>2</sup>/năm, một phần do những ưu điểm của nó so với ceramic (xem phụ lục). Trong quy hoạch sản xuất gạch ốp lát của Bộ Xây dựng đến 2020 cũng ưu tiên khuyến khích mở rộng sản xuất Granite so với Ceramic do chênh lệch cung cầu sản phẩm này.
- **Lượng cung sản xuất khá lớn, gấp khoảng 1.2 lần lượng cầu:** Năm 2015, tổng công suất thiết kế gạch ốp lát nói chung trên cả nước khoảng 450 triệu m<sup>2</sup>/năm, trong đó lượng sản xuất đạt khoảng 380 triệu m<sup>2</sup>. Trong khi đó, lượng cầu 2015 được dự báo khoảng 320 triệu m<sup>2</sup>, bằng 84% sản lượng sản xuất.

**Tiêu thụ**

- **Hai nguồn tiêu thụ chính là hộ gia đình và công trình xây dựng:** Hoạt động xuất khẩu gạch ốp lát của Việt Nam còn thấp, chỉ khoảng 10-15% tổng sản lượng tiêu thụ. Các doanh nghiệp chủ động được đầu ra, chẳng hạn xây dựng hệ thống phân phối rộng khắp hoặc hợp tác đầu tư với các chủ thầu xây dựng, sẽ có kết quả kinh doanh và tăng trưởng ổn định.
- **Thị trường tiêu thụ chính của từng doanh nghiệp nằm quanh khu vực sản xuất:** Vì chi phí vận chuyển các sản phẩm ốp lát khá cao, biên lợi nhuận lại không lớn nên các doanh nghiệp thường ưu tiên tập trung phát triển thị trường tiêu thụ tại khu vực gần nơi sản xuất.
- **Lượng cầu thay đổi theo tăng trưởng kinh tế và chu kì thị trường bất động sản:** Khi nền kinh tế phát triển, thu nhập trung bình của người dân tăng lên, nhu cầu về VLXD để sửa chữa, xây dựng mới cũng sẽ tăng theo. Bên cạnh đó, là một loại hình của VLXD hoàn thiện, nhu cầu Gạch ốp lát cũng có xu hướng thay đổi theo TT BĐS với độ trễ nhất định.

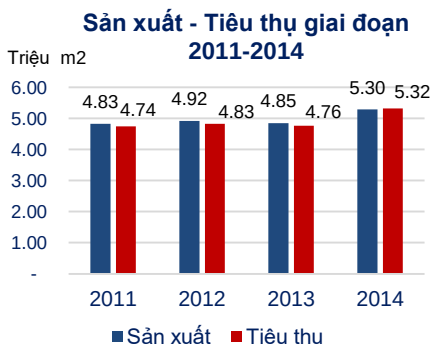
- **Nhu cầu sản phẩm của DN Việt Nam tăng dần:** Trước kia sản phẩm của Trung Quốc, Italia, Tây Ban Nha,... khá được ưa chuộng do mẫu mã, chất lượng tốt hơn hàng nội. Tuy nhiên 2 năm gần đây, các DN Việt Nam tập trung cải tiến máy móc thiết bị, mẫu mã, kích thước và giá thành tương đối hợp lý, khiến nhu cầu hàng Việt Nam dần tăng trở lại.
- **Xu hướng sử dụng các sản phẩm thay thế như sàn gỗ tự nhiên, sàn gỗ công nghiệp, sàn nhựa giả gỗ,... đang tăng dần:** Các sản phẩm thay thế này có những ưu điểm như màu sắc tự nhiên, khô ráo trong thời tiết nồm ẩm, không lạnh vào mùa đông, thi công nhanh, dễ thay thế, sửa chữa từng phần khi hỏng hóc. Bên cạnh đó, giá thành các sản phẩm này cũng tương đương với việc sử dụng gạch ốp lát trung và cao cấp. Mặc dù có một vài nhược điểm hơn gạch ốp lát về mức độ bền nhưng những sản phẩm này vẫn đang ngày càng được sử dụng phổ biến tại các khu vực tỉnh thành.

## TIỀM NĂNG TRONG TƯƠNG LAI

**Ngành gạch ốp lát Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng trong 3-5 năm tới nhờ:**

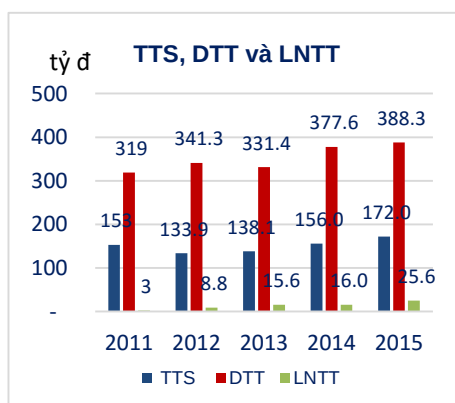
- **Kinh tế trong nước cũng như thị trường bất động sản đang hồi phục bền vững:** Những năm gần đây, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam khá cao và ổn định ở mức bình quân 5.9%/năm. Tăng trưởng GDP được dự báo đạt mức 6.6-7.2%/năm cho đến 2020 sẽ là động lực thúc đẩy mảng gạch ốp lát tiếp tục tăng trưởng. Thị trường BĐS đang hồi phục bền vững, nhu cầu VLXD, trong đó có gạch ốp lát cũng được kì vọng sẽ tăng trưởng theo đà tăng của BĐS.
- **Tiềm năng tăng trưởng với dòng sản phẩm Granite:** Gạch ốp lát nói chung có tổng cung lớn hơn tổng cầu, tuy nhiên xét theo sản phẩm, lượng cung Granite mới chỉ đáp ứng được khoảng 36% lượng cầu Granite. Hoạt động mở rộng sản xuất gạch granite của các DN trong ngành được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới, giúp toàn ngành tăng trưởng tốt hơn.
- **Tiềm năng tăng trưởng với dòng sản phẩm kích thước lớn:** Đa phần các DN trong nước chỉ sản xuất gạch có kích thước nhỏ, còn lại thị phần sản phẩm kích thước lớn (60x60, 80x80, 100x100,...) thuộc về các doanh nghiệp nước ngoài. Xu hướng cải tiến máy móc để sản xuất sản phẩm chất lượng tốt hơn và kích thước lớn đang bắt đầu tăng lên với các DN nội.

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CHÍNH CỦA TTC



**Hoạt động SXKD chính của TTC** là sản xuất gạch ốp lát, gồm Ceramic ốp tường, Ceramic lát nền, và Granite lát nền. Hằng năm, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm này khá ổn định và xu hướng tăng dần, từ 4.7- 5.3 triệu m2/năm, xấp xỉ 98% - 100% mức sản xuất trong năm. Thị trường tiêu thụ chính là khu vực đồng bằng sông Cửu Long (chiếm 85% doanh thu). Phân khúc mà TTC hướng tới là phân khúc cấp trung và thấp.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh có chiều hướng tích cực trong 5 năm qua:** TTS tăng đều qua các năm từ 2012 đến nay, bình quân 8.7%/năm. DTT dao động nhẹ và có chiều hướng tăng qua các năm, từ 319 tỷ trong 2011 lên 388.3 tỷ trong 2015 (CAGR = 5.03%/năm). LNTT tăng đều qua các năm, từ mức rất thấp 3 tỷ trong 2011 lên 25.6 tỷ trong 2015 (+64% yoy).



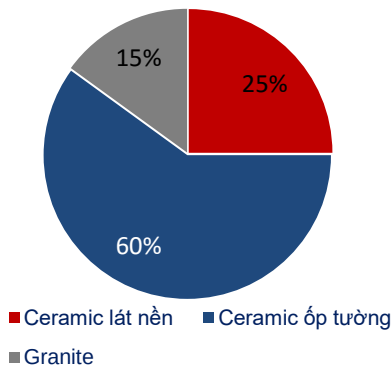
**Trong cơ cấu sản phẩm, Ceramic ốp tường chiếm tỷ trọng sản xuất và tiêu thụ cao nhất:** Tính trung bình 4 năm gần nhất, Ceramic ốp tường chiếm tỷ trọng ổn định khoảng 60% sản lượng, tiếp theo là Ceramic lát nền (25%) và Granite lát nền (15%).

### Nguyên vật liệu:

- **Có chính sách lựa chọn nhà cung cấp giúp ổn định tương đối về giá thành, chất lượng và khối lượng NVL:** Với NVL, TTC kiểm tra chất lượng trên hàng mẫu lấy trực tiếp tại mỏ; kiểm tra trữ lượng bằng tài liệu khảo sát địa chất và trực tiếp khảo sát tại mỏ, sau đó ký hợp đồng nguyên tắc kì hạn 1 năm. Hiện tại, các nhà cung ứng đa phần là nhà cung cấp lâu năm, với mức cung ứng và giá cả tương đối ổn định.



Cơ cấu sản phẩm của TTC



#### Cơ sở vật chất, máy móc thiết bị:

- Hiện tại, TTC có 5 dây chuyền sản xuất gạch, với tổng công suất thiết kế 5.5 triệu m<sup>2</sup>/năm, lắp đặt năm 1990s và 2000s. Các dây chuyền phần lớn được nhập từ Italy, Đức, Nhật, Trung Quốc.

**Các TSCĐ đã khấu hao tương đối lớn.** Tính đến hết Q3/2015, nguyên giá các tài sản đã hết khấu hao nhưng vẫn được sử dụng khoảng 210.6 tỷ, chiếm 60.6% tổng nguyên giá TSCĐ, giúp TTC giảm chi phí khấu hao khoảng 6 - 7 tỷ so với thời gian còn tính khấu hao. Tuy nhiên, một số máy móc hoạt động vượt công suất trong nhiều năm thường hư hỏng, phát sinh chi phí bảo dưỡng, sửa chữa và ảnh hưởng tiến độ sản xuất, chất lượng sản phẩm.

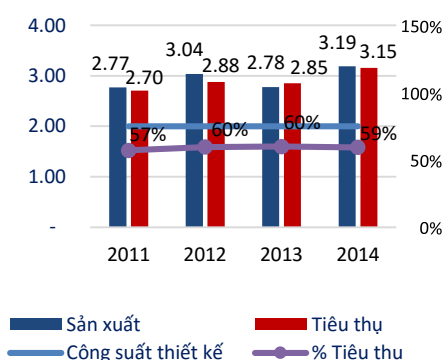
**TTC sẽ di dời và xây dựng lại nhà máy tại địa điểm mới khi không thể sản xuất kinh doanh tại các phân xưởng cũ.** Trước đây theo quy định của tỉnh Đồng Nai, TTC sẽ phải di dời sang địa điểm mới muộn nhất là 2018. Tuy nhiên hiện tại, TTC không còn bị hạn chế thời gian di dời, và sẽ thực hiện chuyển sang địa điểm mới khi các phân xưởng cũ không còn khả năng sản xuất.

- Hàng năm, TTC giữ lại lợi nhuận để đầu tư chiều sâu, thay thế, mua mới các thiết bị đã cũ. Chẳng hạn như, năm 2014 công ty đã mua mới hệ thống hút bụi sử dụng cho phân xưởng Granite trị giá 1.5 tỷ đồng; năm 2015 mua máy in kỹ thuật số trị giá 7 tỷ đồng, máy mài cạnh ướt granite trị giá 2 tỷ đồng,... giúp cải thiện mẫu mã, chất lượng sản phẩm.

#### Tiêu thụ:

- Chính sách giá bán ổn định và cạnh tranh so với các sản phẩm khác:** TTC áp dụng chính sách một khung giá chung, có chiết khấu phí vận chuyển theo vùng cho tất cả các nhà phân phối. Trong thời gian qua, giá nguyên vật liệu, nhiên liệu có nhiều biến động, tuy nhiên giá bán ra vẫn được TTC duy trì ổn định và chỉ tăng nhẹ ~2% trong 2014.
- Tiêu thụ sản phẩm thông qua các nhà phân phối và các hợp đồng với nhà thầu xây dựng:** Hiện tại, TTC có hơn 100 nhà phân phối trên cả nước, chủ yếu tại khu vực miền Nam đáp ứng điều kiện có kinh nghiệm, nhân sự, vốn và khả năng tiêu thụ trên 3000 m<sup>2</sup>/tháng. TTC bán hàng cho nhà phân phối theo hình thức mua đứt bán đoạn, ghi nhận luôn doanh thu sau khi giao hàng cho nhà phân phối. Với công trình xây dựng, TTC trực tiếp cung cấp sản phẩm cho nhà thầu hoặc thông qua nhà phân phối.
- Chính sách bán hàng, hỗ trợ nhà phân phối hợp lý:** TTC đổi lô hàng/bồi thường nếu có sai sót do lỗi sản xuất; hỗ trợ nhà phân phối về đầu tư kệ hàng, hàng mẫu, bảng hiệu,... Với thị trường trọng điểm, TTC có nhân viên tiếp thị tại các nhà phân phối để hỗ trợ tiêu thụ và giám sát thị trường. Các nhà phân phối có kết quả tốt sẽ được thưởng theo kết quả kinh doanh trong năm.

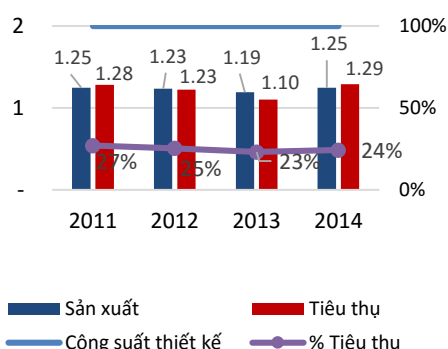
| Sản phẩm         | Kích thước (cmxcm)                       | Giá bán (VND/m <sup>2</sup> ) |
|------------------|------------------------------------------|-------------------------------|
| Ceramic ốp tường | 20x25, 25x40, 30x45, 30x60               | 91,000-105,000                |
| Ceramic lát nền  | 20x20, 25x25, 30x30, 40x40, 50x50, 60x60 | 88,000-100,000                |

Triệu m<sup>2</sup> Ceramic ốp tường


#### SẢN PHẨM GẠCH CERAMIC

**Sản phẩm gạch Ceramic hiện đang là sản phẩm chính của TTC, với mức tiêu thụ ổn định.** Hàng năm, sản lượng Ceramic tiêu thụ chiếm khoảng 83-87% tổng sản lượng tiêu thụ, tương đương khoảng 81% DTT. Mức tiêu thụ này có xu hướng ổn định và tăng nhẹ qua các năm. Hai sản phẩm Ceramic chính là Ceramic ốp tường và Ceramic lát nền:

- Với Ceramic ốp tường,** TTC hoạt động 2 dây chuyền sản xuất, công suất thiết kế 1 triệu m<sup>2</sup>/năm/dây chuyền, lắp đặt năm 2003 và 2005. Bình quân mỗi năm, TTC sản xuất và tiêu thụ khoảng 2.7-3,2 triệu m<sup>2</sup>/năm và có xu

**Triệu m2 Ceramic lát nền**


| Sản phẩm         | Kích thước (cmxcm)          | Giá bán (VND/m2) |
|------------------|-----------------------------|------------------|
| Granite hiện tại | 30x30, 40x40, 50x50, 60x60, | 125,000-135,000  |
| Granite dự kiến  | 60x60, 100x100              | n/a              |

hướng tăng dần, chiếm ổn định khoảng 60% sản lượng tiêu thụ mỗi năm. Tuy nhiên, mức hoạt động này gấp 1.4-1.6 lần công suất thiết kế, máy móc hoạt động quá tải nhiều năm thường xuyên hỏng hóc, tốn chi phí bảo dưỡng, sửa chữa và ảnh hưởng số lượng, chất lượng sản phẩm.

- **Với Ceramic lát nền**, TTC sản xuất với 2 dây chuyền, công suất thiết kế 1 triệu m2/năm/dây chuyền, lắp đặt năm 1995 và 1997. Mỗi năm, mức sản xuất và tiêu thụ sản phẩm này tăng nhẹ, đạt khoảng 1.1-1.3 triệu m2/năm, chiếm tỷ trọng khoảng 23-27% tổng sản lượng tiêu thụ. Sản lượng sản xuất hàng năm đạt khoảng 60-62% công suất thiết kế, khiến chi phí khấu hao trên mỗi sản phẩm tăng cao, tuy nhiên thời gian sử dụng máy móc lâu hơn thời gian tính khấu hao, sẽ giảm chi phí giá vốn cho những lần sản xuất sau này.

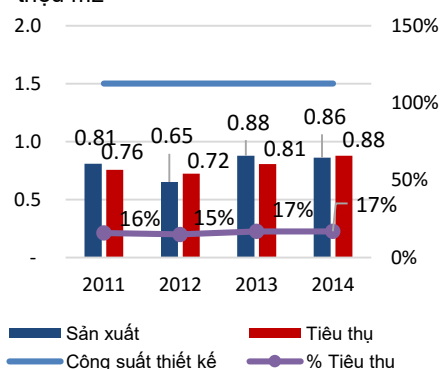
**Tiềm năng tăng trưởng đối với sản phẩm Ceramic trong thời gian tới nhìn chung không cao.** Với **Ceramic ốp tường**, TTC đã hoạt động vượt khoảng 1.5 lần công suất thiết kế và chưa có ý định thay mới hoặc mở rộng sản xuất, vì vậy ngay cả khi cầu sản phẩm này tăng lên, TTC cũng không thể có doanh thu đột biến từ sản phẩm này. **Với Ceramic lát nền**, TTC hiện mới sử dụng khoảng 60% công suất thiết kế, tuy nhiên (1) xu hướng sử dụng Granite lát nền thay cho Ceramic lát nền ngày càng phổ biến, cũng như (2) cung Ceramic lát nền hiện nay khá lớn, khiến cho cầu về sản phẩm này sẽ ít có xu hướng tăng mạnh trong thời gian tới. Mức tiêu thụ và doanh thu từ Ceramic của TTC vì vậy được kỳ vọng sẽ giữ mức ổn định trong 1-3 năm tới.

### SẢN PHẨM GẠCH GRANITE

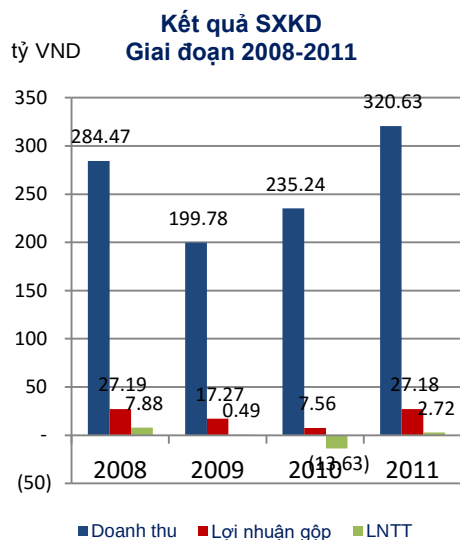
**Sản phẩm chính là Granite lát nền**, với 1 dây chuyền sản xuất, công suất thiết kế 1.5 triệu m2/năm/dây chuyền, lắp đặt năm 2000. Mức sản xuất và tiêu thụ mỗi năm của sản phẩm này có xu hướng tăng nhẹ, đạt khoảng 0.7-0.9 triệu m2/năm( ~43-60% công suất thiết kế), tỷ trọng trong tổng sản lượng tiêu thụ tăng dần, chiếm 15-17% tổng sản lượng, tương đương khoảng 19% DTT.

**TTC dự kiến sẽ thực hiện mở rộng sản xuất với nhà máy sản xuất gạch Granite lát nền, tổng công suất thiết kế 3 triệu m2/năm:** Giai đoạn 1 của dự án là 2016-2017, với công suất 1.5 triệu m2/năm; kế hoạch giai đoạn 2 sẽ lập cụ thể khi xong giai đoạn 1. Nhà máy dự kiến sản xuất mẫu sản phẩm granite mới với mẫu mã, kích thước mới 60x60, 100x100. TTC dự kiến sẽ phát hành 9 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để tài trợ vốn cho dự án, trong đó giai đoạn 1 sẽ phát hành 6 triệu cổ phiếu (tương đương 60 tỷ đồng) vào cuối 2015, đầu 2016. Tại thời điểm cuối 11/2015, TTC vẫn chưa có đề án phê duyệt dự án chính thức.

**Tiềm năng tăng trưởng đối sản phẩm Granite lát nền của TTC còn khá lớn nhờ (1)** Mức cung hiện tại của Granite trên TT Việt Nam còn thấp **(2)** Nhu cầu sử dụng Granite thay cho Ceramic trong lát nền công trình ngày càng phổ biến nhờ những ưu điểm về độ bền màu, độ cứng,... so với Ceramic **(3)** TTC mới chỉ sử dụng gần 60% công suất thiết kế của dây chuyền hiện tại và **(4)** TTC sẽ mở rộng sản xuất với các sản phẩm phân khúc cao cấp, kích thước 60x60, 100x100 hiện là những kích thước mà thị trường đang có nhu cầu cao.

**triệu m2 Granite lát nền**


## TÀI CƠ CẤU HOẠT ĐỘNG SXKD


**GIẢI ĐOẠN KHÓ KHĂN 2009-2010**

**Kết quả HĐ SXKD:** Giai đoạn 2009-2010, kết quả kinh doanh của TTC không tốt. Doanh thu thấp chỉ đạt 200 tỷ trong 2009 (-30% yoy), cải thiện lên mức 235 tỷ trong 2010 (+18%). Tuy nhiên biên LNG giảm mạnh từ 9.6% trong 2008 xuống 8.6% trong 2009 và 3.2% trong 2010. Năm 2009, LNTT chỉ đạt 0.49 tỷ, và 2010 lỗ-13.63 tỷ.

**Nguyên nhân:**

**Thị trường gạch ốp tường, gạch lát nền trong nước giai đoạn này đang gặp khó khăn: (1)** Sản xuất trong nước không có quy hoạch, lượng sản xuất vượt cầu 20-30% **(2)** Cạnh tranh gay gắt về giá thành và mẫu mã với gạch ốp lát Trung Quốc; **(3)** Giá nguyên vật liệu, nhiên liệu tăng cao và biến động mạnh, ảnh hưởng lớn đến chi phí đầu vào.

**Sản phẩm ít mẫu mã, kích thước, hoạt động tiêu thụ chậm:** Trong giai đoạn cạnh tranh gay gắt trong ngành, các sản phẩm của TTC có ít mẫu mã, kích thước, khó cạnh tranh với các sản phẩm khác. Hoạt động tiêu thụ được triển khai không mạnh, ít hỗ trợ các điểm bán hàng về hoạt động marketing,...

**Chi phí nhiên liệu của TTC cao hơn tương đối so với doanh nghiệp cùng ngành:** TTC sử dụng dầu FO trong lò sấy nung, dùng LPG và dầu DO cho máy móc thiết bị, thay vì sử dụng than đá, khí CNG như các doanh nghiệp cùng ngành. Các nhiên liệu mà TTC sử dụng tại thời điểm đó đều có giá thành cao hơn, khiến chi phí sản xuất cao hơn từ (6.000-10.000) đ/m2 gạch.

**Chi phí sửa chữa, bảo dưỡng lớn:** Thiết bị, máy móc của TTC được đầu tư đã lâu, thường xuyên hoạt động vượt công suất khiến máy móc bị hư hỏng nhiều, chi phí bảo dưỡng sửa chữa lớn, làm chi phí chung tăng.

**Chi phí lãi vay ở mức cao:** Chi phí lãi vay ở mức cao, khoảng 5-7.4 tỷ mỗi năm, chiếm 2.3 – 2.8% DTT. Nguyên nhân vì TTC vay ngắn hạn ngân hàng lớn để bổ sung vốn lưu động khoảng 50-60 tỷ mỗi năm (chiếm 93-96% vay ngân hàng).

**HOẠT ĐỘNG TÁI CƠ CẤU**

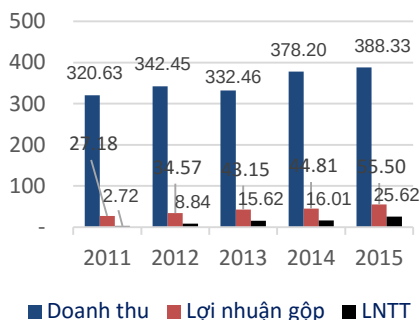
**Loại bỏ sản phẩm lỗi thời, tập trung phát triển các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu thị trường:** TTC tập trung cải tiến, đa dạng mẫu mã, kích thước, chất lượng sản phẩm, tạo sản phẩm mới như: gạch ốp tường 30 x 45 và lát nền 50 x 50; granit 50 x 50 và 60 x 60,... Tỷ lệ hàng lỗi giảm xuống, hàng bị trả lại giảm từ 0.51%DTT trong 2011 xuống còn 0.15% DTT trong 2014.

**Đẩy mạnh hoạt động bán hàng, giảm lượng tồn kho:** TTC tăng cường giám sát thị trường, hỗ trợ hoạt động bán hàng tại các đại lý, loại bỏ đại lý yếu kém và tìm thêm đại lý mới có khả năng tiêu thụ tốt hơn. Hoạt động xuất khẩu cũng được đẩy mạnh với việc tìm kiếm thị trường mới như Thái Lan, Campuchia, Sri Lanka,...

**Chuyển đổi nhiên liệu sử dụng, tiết kiệm chi phí và bảo vệ môi trường:** Với lò sấy phun, sử dụng than thay cho dầu FO, tiết kiệm chi phí khoảng 15 tỷ đồng mỗi năm. Với lò sấy đứng, lò nung, sử dụng khí CNG thay cho LPG, dầu DO, giảm 18% chi phí nhiên liệu. Sử dụng khí CNG vừa giúp giảm khí thải ra môi trường, vừa giúp máy móc bền hơn do không đóng cặn.

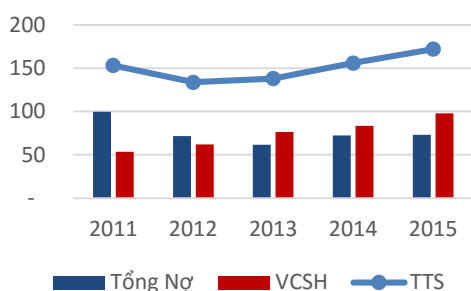
**Thay đổi cách sử dụng vốn, giảm đáng kể dư nợ vay và chi phí lãi vay hàng năm:** TTC giảm dư nợ vay, chủ yếu chỉ còn vay vốn ngắn hạn ở mức



**Giai đoạn 2011-2015**


thấp để phục vụ nhu cầu vốn lưu động, khoảng 7-14 tỷ đồng. Chi phí lãi vay phải trả hàng năm vì vậy chỉ khoảng 150-600 triệu/năm.

➤ **Kết quả kinh doanh giai đoạn 2011-2015 của TTC được cải thiện đáng kể:** DTT luôn đạt trên 320 tỷ đồng và có xu hướng tăng, do cả lượng tiêu thụ và giá bán đều tăng qua các năm. LNTT tăng đều qua các năm, từ 2.72 tỷ trong 2011 lên 25.62 tỷ đồng trong 2015.

**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**
**TTS, Nợ và VCSH**


**Tổng tài sản và VCSH tăng đều qua các năm.** Giai đoạn 2011-2015, bình quân TTS tăng 3%/năm, VCSH tăng 16.6%/năm. Riêng 2012, TTS giảm 12% do Tổng Nợ giảm 28%.

**1. Cơ cấu tài sản**

**Tài sản ngắn hạn (TSNH) chiếm tỷ trọng cao và xu hướng tăng dần,** từ 70% TTS trong 2011 lên 87% TTS tính đến 2015. Trong khi đó, hàng tồn kho chiếm tỷ trọng chính trong TSNH nhưng xu hướng giảm dần, từ 82% TSNH tại cuối 2011 xuống còn 49% vào cuối T9/2015. So với các doanh nghiệp trong ngành, tỷ lệ TSNH/TTS của TTC khá cao, chủ yếu vì TSCĐ đã khấu hao gần hết, làm giảm tỷ trọng TS dài hạn.

**Giá trị hàng tồn kho ở mức ổn định và có xu hướng giảm nhẹ,** từ mức 88 tỷ trong 2011 xuống 74 tỷ trong 9T2015, do lượng tiêu thụ tương đối ổn định, xấp xỉ và vượt lượng sản phẩm sản xuất ra. **Giá trị trích lập dự phòng tồn kho tương đối lớn,** khoảng 6-6.7 tỷ, chiếm 7-8% giá trị tồn kho ban đầu, được trích chủ yếu trong 2012 (~ 5.3 tỷ) và 9T2015 (~0.8 tỷ). Số ngày tồn kho giảm nhẹ từ 97 ngày trong 2012 xuống 81 ngày trong 2014, cho thấy hoạt động bán hàng ngày càng được cải thiện. So với các DN cùng ngành, số ngày tồn kho của TTC cao hơn của VIT và thấp hơn CVT, TCR, CYC.

**TSCĐ đang ở giá trị sổ sách thấp, nhiều tài sản đã trích khấu hao hết nhưng vẫn còn giá trị sử dụng.** Giá trị sổ sách còn lại của TSCĐ là 17.2 tỷ, tương đương của mức nguyên giá 246.4 tỷ. Trong đó, tài sản đã hết khấu hao nhưng vẫn sử dụng được có giá trị nguyên giá 210 tỷ. Giá trị khấu hao hàng năm vì vậy giảm dần; trong năm 2014 TTC trích khấu hao 4.6 tỷ TSCĐ.

**Thời gian tới, tỷ trọng TSCĐ sẽ tăng lên khi nhà máy mới Granite được xây dựng:** Trong thời gian tới, TTC dự kiến xây dựng nhà máy Granite 3 triệu m2/năm, sản xuất Granite 60x60 và 100x100, với 2 giai đoạn, giai đoạn 1 công suất 1.5 triệu m2/năm, tổng vốn đầu tư khoảng 341 tỷ; giai đoạn 2 sẽ thực hiện sau khi giai đoạn 1 thành công.

**2. Cơ cấu vốn**

**Chuyển dịch dần theo hướng giảm tỷ trọng nợ, tăng tỷ trọng VCSH:** Tổng nợ vốn chiếm 65% TTS trong 2011 đã giảm dần về mức 46% TTS

| Thông tin cơ bản       | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ đ) | 341    | 331    | 378    | 388    |
| % y-o-y                |        | -3%    | +14%   | +2.8%  |
| Tổng tài sản (tỷ đ)    | 134    | 138    | 156    | 172    |
| Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)  | 62     | 76     | 84     | 98     |
| Vốn điều lệ (tỷ đ)     | 60     | 60     | 60     | 60     |
| CPLH bình quân (tr.cp) | 5.94   | 5.94   | 5.94   | 5.94   |
| LN sau thuế (tỷ đ)     | 8.7    | 14.3   | 13.2   | 21.7   |
| % y-o-y                |        | +64%   | -8%    | +64.5  |
| EPS cơ bản (đ/cp)      | 1,462  | 2,412  | 2,222  | 3,650  |
| Giá trị sổ sách (đ/cp) | 10,459 | 12,871 | 14,072 | 16,522 |

| Chỉ tiêu cơ bản            | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------|------|------|------|------|
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |      |      |      |      |
| Vốn vay chịu lãi/VCSH      | 28%  | 18%  | 5%   | 9%   |
| TTS/VCSH                   | 2.87 | 2.15 | 1.81 | 1.87 |
| <b>Cơ cấu tài sản</b>      |      |      |      |      |
| TS ngắn hạn/TTS            | 70%  | 76%  | 81%  | 84%  |
| TS dài hạn/TTS             | 30%  | 24%  | 19%  | 16%  |
| <b>Khả năng thanh toán</b> |      |      |      |      |
| Hệ số TT ngắn hạn          | 1.13 | 1.51 | 1.92 | 1.92 |

|                              |      |       |       |       |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Hệ số TT nhanh               | 0.21 | 0.41  | 0.71  | 0.78  |
| <b>Năng lực HĐ (ngày)</b>    |      |       |       |       |
| Số ngày tồn kho              | -    | 96.7  | 91.4  | 81.0  |
| Số ngày phải thu             | -    | 9.6   | 12.5  | 11.4  |
| <b>Khả năng sinh lời (%)</b> |      |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp biên           | 8.5% | 10.1% | 13.0% | 11.9% |
| ROS                          | 0.9% | 2.5%  | 4.3%  | 3.6%  |
| ROE                          | 5.1% | 14.0% | 18.7% | 16.1% |
| ROA                          | 1.8% | 6.5%  | 10.4% | 8.7%  |

| Thông tin cơ bản 9T2015 | TTC    | VIT    | CVT    | TCR    | CYC    |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ đ)  | 290    | 493    | 512    | 1,555  | 226    |
| Tổng tài sản (tỷ đ)     | 172    | 607    | 814    | 1,559  | 346    |
| Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)   | 93     | 183    | 272    | 616    | 88.6   |
| Vốn điều lệ (tỷ đ)      | 60     | 99     | 192    | 445.4  | 90.48  |
| LN sau thuế (tỷ đ)      | 16.3   | 26.2   | 44.4   | 11.18  | -24    |
| EPS trailing (đ/cp)     | 2,748  | 3,179  | 4,526  | 875    | -2,939 |
| Giá trị sổ sách (đ/cp)  | 15,637 | 12,182 | 14,150 | 13,832 | 9,790  |

| Chỉ tiêu cơ bản trong 2014   | TTC   | VIT   | CVT   | TCR   | CYC    |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>Cơ cấu vốn</b>            |       |       |       |       |        |
| Vốn vay chịu lãi/VCSH        | 9%    | 180%  | 123%  | 112%  | 168%   |
| TTS/VCSH                     | 1.87  | 3.37  | 2.72  | 2.79  | 3.8    |
| <b>Cơ cấu tài sản</b>        |       |       |       |       |        |
| TS ngắn hạn/TTS              | 84%   | 38%   | 58%   | 58%   | 70%    |
| TS dài hạn/TTS               | 16%   | 63%   | 42%   | 42%   | 30%    |
| <b>Khả năng thanh toán</b>   |       |       |       |       |        |
| Hệ số TT ngắn hạn            | 1.92  | 0.68  | 1.29  | 0.99  | 1.25   |
| Hệ số TT nhanh               | 0.78  | 0.29  | 0.51  | 0.19  | 0.03   |
| <b>Năng lực HĐ (ngày)</b>    |       |       |       |       |        |
| Số ngày tồn kho              | 81    | 71    | 117.4 | 87.15 | 232    |
| Số ngày phải thu             | 11.4  | 34.9  | 10.51 | 30.08 | 36.4   |
| <b>Khả năng sinh lời (%)</b> |       |       |       |       |        |
| Lợi nhuận gộp biên           | 12%   | 12.6% | 20.4% | 15.1% | 7.4%   |
| ROS                          | 3.6%  | 4.09% | 8.35% | 0.08% | -3.9%  |
| ROE                          | 16.1% | 20%   | 30.5% | 0.3%  | -12.2% |
| ROA                          | 8.70% | 5.00% | 8.84% | 0.12% | -3.8%  |

tại thời điểm T9/2015. Tỷ lệ này là khá thấp so với các doanh nghiệp trong ngành như VIT(70%), CVT và TCR (63%), CYC (74%).

**Trong tổng nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn luôn chiếm tỷ trọng cao**, từ 94-96% Tổng Nợ. Khoản vay chịu lãi là khoản vay ngân hàng ngắn hạn, với giá trị vay có xu hướng giảm mạnh, từ mức 43.3 tỷ trong 2011 xuống 7.4 tỷ trong 9T2015, giúp giảm áp lực trả gốc và lãi hàng năm, giảm chi phí tài chính đáng kể cho TTC. Tỷ lệ nợ vay này chỉ khoảng 4.8% TTS, ở mức rất thấp so với tỷ lệ vay chịu lãi các doanh nghiệp khác (ở mức 40-50% TTS).

**Trong thời gian tới, cơ cấu vốn sẽ tiếp tục dịch chuyển tỷ trọng về VCSH khi TTC thực hiện phát hành cổ phiếu để mở rộng sản xuất:** TTC dự kiến sẽ phát hành 6 triệu cổ phiếu trong đợt 1 để tài trợ cho xây mới nhà máy Granite giai đoạn 1 và sẽ phát hành tiếp 3 triệu cổ phiếu trong đợt 2 sau đó. Điều này sẽ khiến tỷ trọng vốn dịch chuyển mạnh sang VCSH, bởi TTC chỉ có 172 tỷ tổng tài sản tính đến cuối 2015.

### 3. Khả năng sinh lời

**Doanh thu:** Doanh thu giai đoạn 2011-2015 biến động nhẹ với xu hướng tăng dần, do biến đổi từ sản lượng tiêu thụ và giá bán. Sản lượng tiêu thụ khá ổn định và tăng dần, chỉ riêng 2013 hơi giảm nhẹ (-1.3%/yoy). Giá bán có nhiều biến động, với 2012 trung bình tăng khoảng 4.97%, giảm 1.6% trong 2013 và tăng khoảng 1.8% trong 2014.

**Biên LNG biến đổi qua các năm:** Nguyên nhân chủ yếu vì (1) Giá bán thay đổi, (2) Hoạt động trích lập dự phòng tồn kho lớn trong 2012 (5.3 tỷ ~ 1.55% DTT) (3) Chi phí khấu hao TSCĐ giảm dần từ 2012 đến nay do nhiều TSCĐ đã trích hết khấu hao nhưng còn hoạt động tốt (Trước 2012, mỗi năm khấu hao máy móc khoảng 13.3 tỷ/năm, từ 2012 trở đi khấu hao giảm dần và xuống ~ 4 tỷ trong 2014).

**Chi phí lãi vay:** giảm mạnh từ khoảng 7.4 tỷ trong 2011 (~2.3%DTT) về 560 triệu trong 2014, do TTC giảm đáng kể các khoản vay chịu lãi.

**Thuế:** TTC được hưởng ưu đãi thuế 15% với lợi nhuận từ hoạt động SXKD chính. Điều này gia tăng lợi nhuận sau thuế của TTC một chút. Năm 2015 là năm cuối cùng TTC được hưởng ưu đãi này.

**Các chỉ tiêu sinh lời được cải thiện.** Các chỉ tiêu sinh lời ROS, ROE, ROA tăng khả quan lên lần lượt 4.3%, 18.7% và 10.4% trong 2013. Biên LNG cũng tăng nhẹ từ 8.5% trong 2011 lên 13% trong 2013. **Riêng trong 2014, các chỉ tiêu này giảm nhẹ** bởi TTC chịu tác động giá nguyên liệu đầu vào tăng cao do cước phí vận chuyển, trong khi không điều chỉnh giá bán hoàn toàn theo mức tăng đó. Các chỉ tiêu sinh lời của TTC ở mức trung bình so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành.

### 4. Các chỉ tiêu khác

**Khả năng thanh toán tốt:** Hệ số thanh toán ngắn hạn có xu hướng tăng từ 1.13 trong năm 2011 lên 1.92 trong 2014. Hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán tức ở mức thấp, lần lượt là 0.21 và 0.06 trong 2011, cải thiện lên mức lần lượt là 0.78 và 0.43 trong 2014. Các tỷ lệ thanh toán này của TTC ở mức cao nhất so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành.

**Khả năng thu tiền giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức tốt:** Số ngày phải thu tăng nhẹ từ 9.6 ngày trong 2012 lên 12.5 ngày trong 2013 và 11.4 ngày

trong 2014. Tuy nhiên mức này khá tốt so với doanh nghiệp khác, chỉ hơi cao hơn CVT (10.5 ngày) và thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp khác (~30 ngày).

## TRIỂN VỌNG TTC

TTC có những lợi thế nhất định như sau:

- **Nguồn nguyên vật liệu, nhiên liệu được cung ứng ổn định về giá cả và số lượng:** Nguồn cung chủ yếu là trong nước với trữ lượng dồi dào. Nhà cung cấp nguyên vật liệu cho TTC là các nhà cung cấp lâu năm, đã được TTC chọn lọc với nhiều tiêu chuẩn khắt khe, mức độ cung cấp ổn định và giá cả hợp lý. Nhiên liệu mà TTC sử dụng trong sản xuất được dự báo sẽ vẫn dồi dào nguồn cung và tiếp tục ở mức giá thấp trong thời gian tới.
- **Máy móc tương đối đáp ứng nhu cầu về kĩ thuật, công suất cho sản xuất gạch:** Máy móc của TTC chủ yếu nhập từ Italia, Nhật Bản, Trung Quốc ... Hàng năm TTC luôn dành một phần lợi nhuận sau thuế để đầu tư chiều sâu, cải tiến công nghệ đáp ứng nhu cầu kĩ thuật trong sản xuất gạch.
- **Hệ thống phân phối rộng, hoạt động marketing, hỗ trợ phân phối hiệu quả:** TTC xây dựng hệ thống hơn 100 nhà phân phối, chủ yếu tại khu vực Miền Nam, có năng lực tiêu thụ tốt. TTC cũng tích cực hỗ trợ những điểm phân phối này trong hoạt động phân phối sản phẩm.
- **Thị trường tiêu thụ chính đã ổn định, hoạt động tiêu thụ tốt:** Thị trường miền Nam chiếm 85% doanh thu của TTC đã tương đối ổn định trong nhiều năm nay. Lượng sản phẩm tiêu thụ luôn xấp xỉ lượng sản xuất ra và có xu hướng tăng ổn định qua các năm.
- **Sản phẩm thường xuyên được cải tiến, giá bán ổn định và cạnh tranh tại phân khúc trung bình:** Hàng năm TTC nghiên cứu và sản xuất các sản phẩm có mẫu mã, kích thước đa dạng hơn, đáp ứng nhu cầu thị trường. Giá nguyên vật liệu, nhiên liệu thời gian qua biến động khá mạnh nhưng TTC có chính sách duy trì mức ổn định về giá bán, khiến giá bán chỉ thay đổi nhẹ và chấp nhận được ở phân khúc trung bình.
- **Kế hoạch mở rộng sản xuất gạch Granite khá khả quan:** Gạch granite ngày càng có xu hướng được sử dụng nhiều trong xây dựng, giá bán và biên lợi nhuận tương đối tốt hơn so với gạch Ceramic. TTC vốn tập trung sản xuất Ceramic là chính, hiện đã kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất Granite ở phân khúc cao cấp, với kích thước đang có nhu cầu cao. Với kinh nghiệm sản xuất lâu năm và nhu cầu về gạch granite ngày càng tăng lên, dự án này được đánh giá là khá khả quan.
- **Các sản phẩm thay thế như sàn gỗ, sàn nhựa,... không ảnh hưởng lớn đến hoạt động tiêu thụ các sản phẩm hiện tại của TTC:** Các sản phẩm này có mức giá tương đối cao, tương đương giá bán của phân khúc trung và cao cấp, cao hơn khá nhiều so với giá bán của TTC. Hơn nữa, về độ bền các sản phẩm này khó có thể bằng gạch ốp lát nói chung, không phù hợp với những người có thu nhập trung bình và thấp khi phải thay thế sau một thời gian sử dụng.
- **Nợ vay hiện chỉ có nợ vay ngắn hạn và ở mức rất thấp, có thể sử dụng vốn vay khi có nhu cầu mở rộng:** Hoạt động sử dụng vốn hiệu quả nên TTC phải vay ít, giúp tiết kiệm chi phí lãi vay. Thời gian tới khi mở rộng và thay thế nhà xưởng máy móc, TTC hoàn toàn có thể sử dụng một phần vốn từ vay ngân hàng với lãi suất ưu đãi hơn.

**RỦI RO ĐẦU TƯ:**

- **Máy móc hỏng hóc, ảnh hưởng chi phí và sản xuất:** Hiện có một vài máy móc tại TTC đã hoạt động vượt công suất và hay bị hỏng hóc, làm gián đoạn hoạt động sản xuất và tăng chi phí sửa chữa. Một số máy móc đã được mua từ khá lâu và sẽ cần đầu tư mới thay thế dần trong thời gian tới.
- **Hoạt động bán sản phẩm của dự án nhà máy granite mới không đạt như kì vọng:** Mặc dù đã nghiên cứu thị trường khá kĩ trước khi có đề án mở rộng, tuy nhiên sẽ có rủi ro là thị trường chưa chấp nhận sản phẩm ngay, khiến mức doanh thu, lợi nhuận không đạt như kì vọng.
- **Cạnh tranh với sản phẩm của Trung Quốc và giá rẻ khác:** Hoạt động kinh doanh sản phẩm có mức độ trung thành thấp như gạch ốp lát khiến TTC chịu rủi ro về cạnh tranh khá cao. Mặc dù đã ổn định được thị trường chính nhưng rủi ro TTC bị thay thế là không tránh khỏi.
- **Rủi ro tỷ giá:** Khoảng 10% doanh thu của TTC đến từ hoạt động xuất khẩu. Doanh thu bằng ngoại tệ sẽ khiến TTC chịu rủi ro tỷ giá khi tương quan giá trị giữa VND và ngoại tệ thay đổi.
- **Nguyên vật liệu, nhiên liệu có thay đổi về giá:** Chi phí nguyên vật liệu, nhiên liệu chiếm tỷ trọng khá lớn trong giá vốn hàng hóa. Nguồn cung tương đối dồi dào và ổn định, tuy nhiên những tác động khác khiến giá NVL, nhiên liệu thay đổi cũng sẽ ảnh hưởng biên lợi nhuận của TTC.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**
**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH:**
**Các giả định khi tính doanh thu, lợi nhuận tại các phân xưởng đang hoạt động:**

- Mức tiêu thụ (m<sup>2</sup>) các sản phẩm này được giả định có xu hướng tăng từ nay đến 2018 nhờ TT BĐS ấm lên, với mức tăng khoảng 3.5%/năm như 2015 so với 2014.
- Giá bán trung bình tăng khoảng 1%/năm, theo lạm phát. Chi phí vận chuyển tăng cao đã được phản ánh trong giá bán tăng trong 2014, dự báo giá NVL cũng không có nhiều biến động tăng trong thời gian tới, vì vậy những lần điều chỉnh giá sau này sẽ chủ yếu theo lạm phát.
- Biên LNG ở mức 12%, là mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây. Những năm gần đây chi phí khấu hao tính trong giá vốn có xu hướng giảm xuống do nhiều máy móc đã hết thời gian khấu hao nhưng vẫn sử dụng tiếp được. Trong tương lai, những máy móc này sẽ bị thay thế, mức khấu hao sẽ trở về mức cũ, nên sử dụng biên lợi nhuận thấp nhất này sẽ giảm sai lệch do yếu tố khấu hao gây ra. Vì mức biên LNG này khá nhỏ, nên khi có tác động bất ngờ ảnh hưởng lên chi phí, nhiều khả năng giá bán của ngành sẽ tăng thay vì giảm biên LNG này xuống mức thấp hơn.

**Các giả định khi tính doanh thu, lợi nhuận tại Nhà máy granite mở rộng:**

| Giả định                                                        |           |
|-----------------------------------------------------------------|-----------|
| Công suất thiết kế                                              | 1,500,000 |
| % tiêu thụ ban đầu/công suất thiết kế                           | 50%       |
| yoy                                                             | 15%       |
| Giá bán                                                         | 200,000   |
| yoy                                                             | 1%        |
| Biên LNG                                                        | 15%       |
| Năm xây dựng                                                    | 2016      |
| Năm bắt đầu hoạt động                                           | 06/2017   |
| Thời gian từ khi bắt đầu đến khi hoạt động 100% công suất (năm) | 5         |



Thời gian khấu hao (năm)

15

Ngoài ra, các giả định khác khi tính KQKD gồm:

- Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp giả định ở mức 4.0% và 4.2% DTT như tỷ trọng ổn định gần đây.
- Thuế suất áp dụng từ 2016 là 20% (Năm 2015 là năm cuối cùng TTC được áp dụng thuế TNDN ưu đãi 15%)
- Không tính đến ảnh hưởng từ tỷ giá vì là yếu tố bên ngoài, khó dự báo và không trực tiếp ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh cốt lõi của TTC.

Dự báo kết quả kinh doanh:

Đơn vị: Tỷ đồng

| Chỉ tiêu         | 2015  | 2016F | 2017F | 2018F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần  | 388.4 | 413.3 | 567.0 | 603.1 |
| Lợi nhuận gộp    | 55.5  | 59.8  | 80.7  | 85.95 |
| Chi phí bán hàng | 15.6  | 16.1  | 22.8  | 24.2  |
| Chi phí QLDN     | 16.0  | 17.3  | 23.8  | 25.3  |
| Chi phí lãi vay  | 0.3   | 0.5   | 5.3   | 17.2  |
| LNTT             | 25.6  | 27.9  | 30.5  | 20.7  |
| LNST             | 21.7  | 22.3  | 24.4  | 16.6  |

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Chi phí vốn bình quân (WACC)

|          |        |
|----------|--------|
| Rm       | 11.75% |
| Rf       | 5.75%  |
| beta     | 0.505  |
| ke       | 8.78%  |
| kd       | 8.00%  |
| E/(D+E)  | 72.68% |
| D/(D+E)  | 27.32% |
| Tax rate | 20%    |
| WACC     | 6.75%  |
| g        | 1%     |

Phương pháp FCFF phù hợp với doanh nghiệp sản xuất có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, có tính chu kỳ như TTC. Bên cạnh đó, TTC có cơ cấu vốn thay đổi trong thời gian tới khi đầu tư mở rộng sản xuất, vì vậy sử dụng FCFF sẽ phù hợp để định giá TTC hơn là FCFE, DDM,...

Theo đó, Giá trị công ty được tính bằng cách chiết khấu các dòng tiền tự do về hiện tại theo chi phí vốn bình quân gia quyền WACC.

Giá cổ phiếu = (Giá trị công ty – Tổng nợ + Tài sản thanh khoản)/(Số cổ phiếu lưu hành bình quân năm)

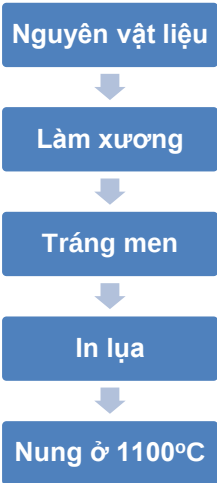
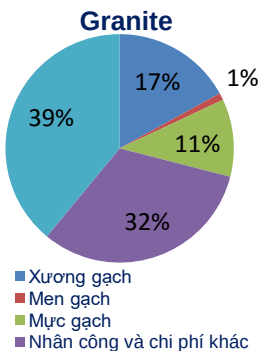
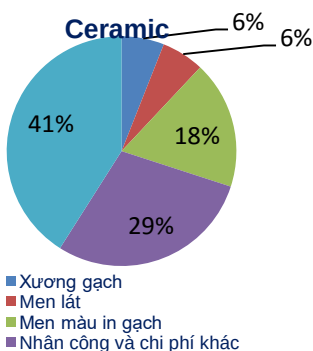
WACC được tính dựa trên giả định cơ cấu vốn hiện tại sẽ là cơ cấu vốn mục tiêu của TTC. Điều này nhiều khả năng sẽ xảy ra do tỷ lệ VCSH/TTS đang ở mức 54%, nếu giảm nữa sẽ ảnh hưởng tới tỷ suất lợi nhuận trên VCSH, chi phí vốn WACC cũng sẽ tăng cao, hoạt động kém hiệu quả hơn. Điều này đồng nghĩa với giả định là khi tăng VCSH trong thời gian tới để mở rộng sản xuất, Nợ vay cũng sẽ gia tăng để tài trợ vốn cho dự án.

Việc ước lượng dòng tiền tự do (FCFF) trong tương lai của TTC được thông qua việc tính doanh thu, lợi nhuận tại: (1) Các phân xưởng đang hoạt động và (2) Nhà máy granite mở rộng.

→ Kết quả: Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu TTC là 16,780 VND/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TTC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 16,780 VND/cổ phiếu (upside 10.4%) theo phương pháp FCFF. TTC hiện giao dịch tại P/E 4.16x, thấp nhất so với P/E của các công ty sản xuất gạch ốp lát đang niêm yết. TTC sản xuất và tiêu thụ 4.8-5.3 triệu m2 gạch ốp lát mỗi năm, đã ổn định thị trường tiêu thụ miền Nam (chiếm 85% DTT). Dự án mở rộng sản xuất khả quan với sản phẩm Granite cao cấp, công suất 1.5 triệu m2/năm dự kiến sẽ xây dựng từ 2016 và đi vào hoạt động vào 6/2017.

**PHỤ LỤC: ĐẶC ĐIỂM GẠCH CERAMIC VÀ GRANITE**

| Tiêu chí                       | Gạch Granite                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Gạch Ceramic                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Tên gọi khác</b>            | Gạch porcelain, gạch thạch anh, gạch đồng nhất, gạch bóng kính                                                                                                                                                                                                                                               | Gạch men                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Đặc điểm</b>                | 70% tràng thạch, 30% đất sét, phụ gia khác. (theo khối lượng). Đất sét trắng dẻo và cứng, qua nhiều công đoạn xử lý, độ tinh khiết cao.<br>Độ bóng là do mài bóng                                                                                                                                            | 30% Tràng thạch, 70% đất sét, phụ gia khác (theo khối lượng). Đất sét thường màu trắng, đỏ, nâu... xốp, ít qua công đoạn xử lý, độ tinh khiết thấp.<br>Độ bóng là do tráng men bề mặt                         |
| <b>Sản phẩm của TTC</b>        | Granite lát nền phủ men kích thước 30x30, 40x40, 50x50, 60x60, họa tiết 40x40, in nổi 40x40.                                                                                                                                                                                                                 | Ceramic lát nền kích thước 20x20, 25x25, 30x30, 40x40, 50x50, 60x60<br>Ceramic ốp tường kích thước 20x25, 25x40, 30x45, 30x60                                                                                 |
| <b>Quy trình sản xuất</b>      |                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                           |
| <b>Ưu điểm</b>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Không bay màu do màu được trộn vào cốt liệu, cả viên gạch cùng 1 chất liệu.</li> <li>Không bị giảm độ bóng, ít trầy xước.</li> <li>Độ cứng cao và độ hút nước rất thấp &lt; 0.05%</li> <li>Có các sản phẩm men khô, nhám bề mặt để giảm nguy cơ trơn trượt</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Mẫu mã đa dạng: Vì trang trí trên bề mặt trước lúc tráng men nên có thể tùy ý tạo hình.</li> <li>Giá rẻ, phù hợp với nhiều công trình, dự án..</li> </ul>              |
| <b>Nhược điểm</b>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Mẫu mã hạn chế hơn gạch Ceramic.</li> <li>Giá đắt hơn so với gạch Ceramic.</li> </ul>                                                                                                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Dễ trơn trượt khi gặp nước</li> <li>Dễ trầy xước, bong lớp men</li> <li>Dễ bị nứt mẻ, rạn nứt hay vỡ khi có lực nặng tác động vào hay trong thời tiết lạnh.</li> </ul> |
| <b>Sử dụng</b>                 | Thích hợp cho việc lát sàn, phòng, địa điểm không gian ngoài trời.                                                                                                                                                                                                                                           | Thích hợp cho các khu vực hoạt động bình thường hoặc điều kiện không quá khắc nghiệt. Thường được sử dụng ở nơi ít đi lại, thấm nước như tường nhà bếp, nhà vệ sinh...                                        |
| <b>Cơ cấu chi phí sản xuất</b> |                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                          |

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

| Hệ thống Khuyến nghị  | Diễn giải                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>MUA MẠNH</b>       | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>MUA</b>            | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>NẮM GIỮ</b>        | Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%                                                                                                                                                                                                      |
| <b>BÁN</b>            | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b> | Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu. |

**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

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

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.

