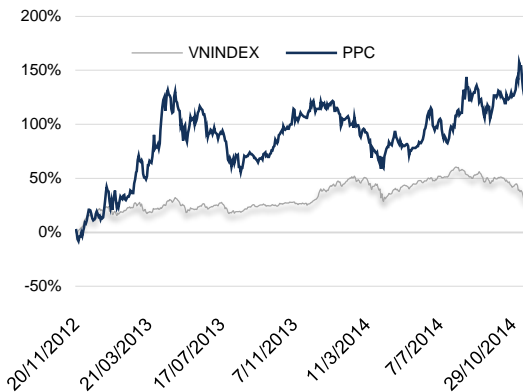


CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (HOSE: PPC)

Cao Thị Tĩnh Chuyên viên phân tích Email: tinhtc@fpts.com.vn Điện thoại: (84) – 4 3773 7070 Ext : 4305	Giá hiện tại	25.200	<div> <div>-18%</div> <div>-7%</div> <div>0%</div> <div>+7%</div> <div>+18%</div> </div> <div> <div>Bán</div> <div>Giảm</div> <div>Theo dõi</div> <div>Thêm</div> <div>Mua</div> </div>
	Giá mục tiêu	33.900	
	Tăng/giảm	+25,66%	
	Tỷ suất cổ tức	5,32%	
			MUA

Diễn biến giá cổ phiếu PPC

Tóm tắt nội dung

Việc đi vào hoạt động 2 tổ máy mới từ đầu năm 2014 của Nhiệt điện Hải Phòng (tổng công suất 600MW) với hiệu quả hoạt động tốt sẽ tạo đà tăng trưởng cho PPC trong dài hạn. Những biến động tích như đàm phán được hợp đồng mới dài hạn (18 năm dây chuyền 2 và 2 năm dây chuyền 1), điều chỉnh thời gian khấu hao phù hợp với phương pháp tính giá điện, và diễn biến tích cực từ tỷ giá JPY giúp PPC ghi nhận tăng lợi nhuận trong năm 2014 và 2015. Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu trong 12 tháng tới là 33,900 cao hơn so với mức giá hiện tại 25%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA đối với cổ phiếu này.**

Thông tin giao dịch tại HOSE

Giá hiện tại	25.200
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	28.600
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	19.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	326.235.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	318.154.614
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	310.303
% sở hữu nước ngoài	17,26%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.262
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.017

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCPNhiệt điện Phả Lại
Địa chỉ	Pháo Sơn, Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương
Doanh thu chính	Nhiệt điện
Chi phí chính	Than, dầu đầu vào
Lợi thế cạnh tranh	Đàm phán được giá điện, công ty liên doanh liên kết có tiềm năng tăng trưởng cao

Rủi ro chính Rủi ro nguyên liệu đầu vào

Danh sách cổ đông

	Tỷ lệ (%)
GENCO2	51%
REE	21,8%
ETF	5,8%

- **Đã chốt được giá điện trong dài hạn:** PPC đã đàm phán xong được giá điện cho 2 năm với dây chuyền 1 và 18 năm với dây chuyền 2 dựa trên phương pháp tính giá mới theo thông tư 41 với chiều hướng minh bạch hơn. Chúng tôi đánh giá khả quan rằng PPC sẽ ký kết giá điện trong năm nay.
- **Dẫn thời gian khấu hao của dây chuyền 2 từ 10 năm lên 20 năm.** Theo yêu cầu từ công ty mẹ GENCO 2, PPC sẽ dẫn thời gian khấu hao dây chuyền 2 từ 10 năm thành 20 năm, giúp giảm bớt chi phí sản xuất. Phần chênh lệch khấu hao sẽ được hoàn lại trong quý này, giúp lợi nhuận của PPC tăng 435 tỷ đồng trong Q4 và cả năm 2014.
- **Nhiệt điện Hải Phòng tiềm năng tăng trưởng mới cho PPC (PPC nắm 26%):** Cuối Q1'14 với việc vào hoạt động 2 tổ máy dây chuyền 2 và hoạt động hết công suất ngay sau đó, công ty đã nâng năng lực sản xuất lên trên 90% so với năm trước và tăng gấp đôi từ năm sau. Giá bán điện được ký kết cho cả vòng đời dự án giảm mức độ rủi ro biến động giá. Biên lợi nhuận kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm sau khi chi phí nợ vay giảm dần và hạch toán chi phí từ chênh lệch tỷ giá trong thời gian xây dựng nhà máy sẽ hầu như không còn nữa từ năm 2015. Với tỷ lệ sở hữu 26% của PPC cho Nhiệt điện Hải Phòng với công suất lớn hơn của PPC 20%, lợi nhuận của Nhiệt điện Hải Phòng sẽ góp phần tăng trưởng bền vững cho PPC.
- **Xu hướng giảm giá đồng Yên vẫn tiếp tục trong 2 năm tới giúp PPC tiếp tục hưởng lợi từ lãi chênh lệch tỷ giá:** Chính phủ Nhật Bản vẫn nỗ lực cam kết với chính sách nới lỏng tiền tệ và đặt mục tiêu lạm phát 2% trong năm 2014 và 2015. Gần đây việc thông qua tăng gói cứu trợ từ 60-70 nghìn tỷ Yên lên tới 80 nghìn tỷ Yên tạo thêm áp lực giảm giá đồng Yên tới cuối

năm nay và năm sau.

- **Dự kiến đầu tư nâng cấp dây chuyền 1 nhưng chưa có phương án cụ thể:** PPC chủ trương đầu tư nâng cấp 4 tổ máy dây chuyền 1 để nâng công suất và giảm mức tiêu hao nguyên liệu. Dự án này ước tính khoảng 2.000 tỷ đồng, đang trong giai đoạn dự án và sẽ thực hiện vào đầu 2016 nếu thuận lợi.

Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2018

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	6.589	7.446	7.729	8.100	8.529	9.006
LN gộp	Tỷ đồng	1.030	1.092	1.117	1.055	983	902
LNST	Tỷ đồng	1.639	1.624	1.681	1.543	1.216	1.284
EPS	Đồng	5.122	4.950	5.124	4.701	3.699	3.907
DPS	Đồng	1.500	1.500	1.500	1.500	1.000	1.000
DPS/EPS	%	29,3%	30,3%	29,3%	31,9%	27,0%	25,6%
Tăng trưởng DT	%	0,58	1,40	1,20	1,06	0,97	0,89
Tăng trưởng LNST	%	24,9%	21,8%	21,8%	19,1%	14,3%	14,3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	15,64%	27,11%	23,55%	18,88%	13,42%	12,96%
ROE	%	34,10%	26,95%	23,42%	18,76%	13,32%	12,86%
ROA	%	13,6%	13,3%	13,2%	11,4%	8,4%	8,4%
P/E	Lần	5,51	5,70	5,50	6,00	7,62	7,22
P/B	Lần	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đvt: tỷ đồng
WACC 2014	12,8%	Thời gian dự phóng	5 năm
Thuế suất (*)	15%	Tổng hiện giá dòng tiền	10.453
Chi phí vốn CSH	18,36%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	4.664
Lãi suất phi rủi ro	6,46%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	4.459
Phản bù rủi ro	9,34%	Giá trị vốn cổ phần	10.658
Hệ số Beta	1,27	Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Tăng trưởng bình quân	6%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	10.658
Tăng trưởng bền vững	2,5%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	313
(*)Thuế áp cho hoạt động sản xuất kinh doanh điện của PPC là 15%, hiện công ty đang được giảm thuế 50% từ 2011-2016 cho hoạt động cổ phần hóa. Lãi từ hoạt động tài chính và chênh lệch tỷ giá chịu mức thuế suất 22%.			
Suất cổ tức ước tính			5,32%
Giá kỳ vọng 12 tháng (đ/cp)			33.900

Cập nhật định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Chúng tôi lựa chọn phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để định giá cổ phiếu với một số những thay đổi trong giả định như sau:

- ✓ Loại bỏ các khoản ghi nhận chênh lệch tỷ giá trong kết quả kinh doanh chính và dòng tiền của doanh nghiệp.
- ✓ Giá bán điện dây chuyền 1 sau khi hết hợp đồng (2015) sẽ đàm phán lại với công thức và cách tính giá không thay đổi.
- ✓ Dây chuyền 1 không được nâng cấp trong thời gian tới; mặc dù PPC đã có chủ trương nhưng chưa phê duyệt kế hoạch cụ thể.
- ✓ Điều chỉnh lại tỷ lệ cổ tức cho phù hợp hơn với dự phóng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Theo đó, nâng mức cổ tức lên 15% kết quả kinh doanh năm 2014 và duy trì tỷ lệ này trong 2 năm tiếp theo. Mức cổ tức 10% sẽ được áp dụng cho các năm còn lại trong dự phóng kết quả kinh doanh.
- ✓ Ngoài ra, chúng tôi cập nhật lại tỷ lệ lạm phát trong giả định tăng giá bán than và nguyên liệu đầu vào của cả 2 doanh nghiệp theo dự báo của IMF và cập nhật dự báo mới nhất của Bloomberg.

Rủi ro đầu tư

Ngoài rủi ro lớn về biến động chênh lệch tỷ giá và rủi ro giá nguyên liệu đầu vào ngày càng tăng, chúng tôi có bổ sung nhấn mạnh thêm hai rủi ro mà PPC đang gặp phải, cụ thể: *Rủi ro về giá bán khi gia nhập vào thị trường điện cạnh tranh và rủi ro đầu tư đối với các dự án đầu tư dài hạn.*

Rủi ro giá bán: Trên 10% sản lượng điện được giao bán trên thị trường điện cạnh tranh với mức giá biến động, thường bình quân thấp hơn nhiều so với giá thị trường, đặc biệt là vào mùa mưa.

Rủi ro dự án đầu tư: Theo định hướng của EVN, PPC sẽ đầu tư vào các doanh nghiệp sản xuất điện trong ngành. Vì vậy, danh mục đầu tư dài hạn của PPC đều là các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất và đầu tư ngành điện. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp này đều là doanh nghiệp mới đi vào hoạt động nên hiệu quả hoạt động chưa cao, rủi ro thua lỗ lớn trong thời gian đầu.

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Mã CP	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	DT thuần (USD)	ROE	EV/EBIT DA	ROC	P/E	P/B
TNB MK	TENAGA NASIONAL BHD	Malaysia	21,615	13,242	16.0	7.7	10.2	11.5	1.7
RELI IN	RELIANCE INFRASTRUCTURE LTD	Ấn Độ	2,536	3,152	7.2	9.8	6.8	8.2	0.6
PWGR IN	POWER GRID CORP OF INDIA LTD	Ấn Độ	11,558	2,596	14.9	10.1	6.2	14.4	2.1
FPH PM	FIRST PHILIPPINE HLDGS	Philippin	1,122	2,269	3.7	6.6	4.7	13.8	0.7
CESC IN	CESC LTD	Ấn Độ	1,513	1,675	9.1	10.3	5.0	17.9	1.6
001896 CH	HENAN YUNENG HOLDINGS CO-A	Trung Quốc	934	548	37.9	7.4	11.8	15.9	4.7
NCPL PA	NISHAT CHUNIAN POWER LTD	Pakistan	187	269	40.5	5.1	21.5	6.5	2.7
KHP VN	KHANH HOA POWER JSC	Việt Nam	26	121	13.2	1.8	9.7	7.9	1.0
UIC VN	IDICO URBAN AND HOUSE DEV JS	Việt Nam	7	80	15.6	5.9	10.0	5.0	0.8
BTP VN	BA RIA THERMAL POWER JSC	Việt Nam	41	77	5.7	2.3	4.3	9.7	0.9
NBP VN	NINH BINH THERMAL POWER JSC	Việt Nam	10	47	14.6	3.1	13.4	7.2	0.9
TMP VN	THAC MO HYDROPOWER JSC	Việt Nam	93	29	17.1	3.3	14.8	10.7	2.1
SJD VN	CAN DON HYDRO POWER JSC	Việt Nam	55	18	20.2	4.4	16.5	7.1	1.2
TBC VN	THAC BA HYDROPOWER JSC	Việt Nam	79	14	16.9	3.4	16.9	12.6	1.8
DNC VN	HAI PHONG ELECTRICITY WATER	Việt Nam	2	7	11.1	2.3	8.7	8.6	1.6
Bình quân			2,652	1,610	16.2	5.6	10.7	10.5	1.6
Trung vị (Median)			93	121	14.9	5.1	10.0	9.7	1.6
PPC VN	PHA LAI THERMAL POWER JSC	Việt Nam	385	349	34.1	5.2	16.0	11.1	1.5

Xét về quy mô trong nước, PPC là một trong những doanh nghiệp niêm yết lớn nhất trong ngành và có hiệu quả hoạt động cao. So với các doanh nghiệp niêm yết tại các quốc gia lân cận, quy mô của PPC tương đối nhỏ nhưng có chỉ số hiệu quả hoạt động cao. So sánh với mức bình quân ngành trong khu vực, tỷ lệ P/E và P/B của PPC ở mức trung bình ngành. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của PPC ảnh hưởng bởi chênh lệch tỷ giá trong khoản vay ngoại tệ dài hạn, vì vậy chúng tôi loại bỏ các ảnh hưởng này ra và đưa ra mức giá theo so sánh bình quân trong ngành như sau:

Chỉ tiêu	Giá trị (VND)
Giá trị EPS 2014 (ước tính)	4.950
EPS sau khi điều chỉnh tỷ giá	3.724
BV (tại quý gần nhất)	16.921
P/E BQ ngành	9,74
P/B BQ ngành	1,55
Giá theo P/E	36.270
Giá theo P/B	26.252
Giá ước tính bình quân	31.261

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Cập nhật tình hình và kết quả sản xuất kinh doanh 11 tháng đầu năm

Đàm phán xong giá điện cho dài hạn áp dụng phương pháp tính cho các nhà máy mới hiện hành, với hướng minh bạch hóa cao hơn.

Đàm phán xong giá điện với cách thức tính giá mới: PPC đã đàm phán được mức giá dài hạn hơn thay vì từng năm một như trước đây: Nhà máy Phả Lại 1 sẽ được ký kết trong 2 năm 2014-2015; nhà máy Phả Lại 2 được ký kết trong 18 năm tiếp theo. Phương thức tính giá đã thay đổi, cụ thể:

Năm 2013: Theo công văn 2014 của Bộ Công Thương; giá điện được tính theo giá vốn sản xuất cộng với % lợi nhuận tính theo suất đầu tư của dự án. Suất đầu tư này được tính bằng phần trăm lợi nhuận của vốn chủ sở hữu sau khi đã trừ đi phần khấu hao lũy kế kể từ khi cổ phần hóa. Việc loại bỏ đi phần khấu hao lũy kế trong vốn chủ sở hữu khiến cho giảm lợi nhuận gộp của PPC so với các năm trước đó.

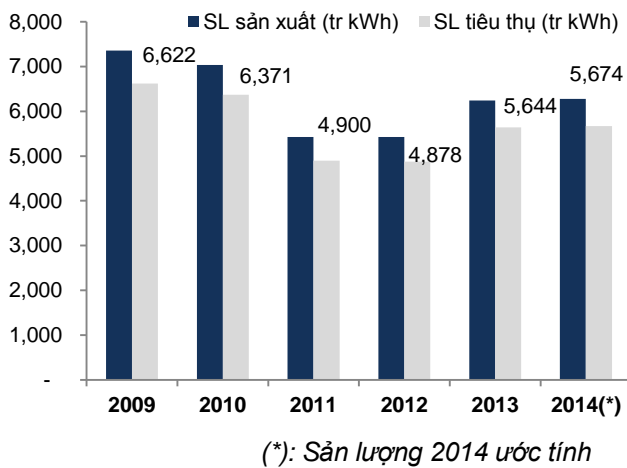
Năm 2014: Thực hiện theo thông tư 41/2010/TT-BCT; giá bán điện được xác định theo hai thành phần: thành phần giá cố định và thành phần giá biến đổi. Cơ chế tính thành phần giá cố định được tính theo suất đầu tư nhà máy cho suốt vòng đời của nhà máy cũng giống như các nhà máy mới hiện tại.

Sản lượng điện: EVN bắt đầu huy động sản lượng cao trở lại từ tháng 11 với sản lượng sản xuất 526 triệu kWh và kỳ vọng mức sản lượng này sẽ được duy trì trong tháng còn lại trong năm. Tổng cộng 2 tháng quý này đã bằng với 75% tổng sản lượng của Q3'14 với mức 916 triệu kWh. Lũy kế 11 tháng, sản lượng sản xuất PPC ước đạt 5,7 tỷ kWh, cả năm ước đạt 6,2 tỷ kWh, cao hơn 200 triệu kWh so với ước tính của doanh nghiệp vào cuối Q3'14 và vượt hơn 11% so với kế hoạch.

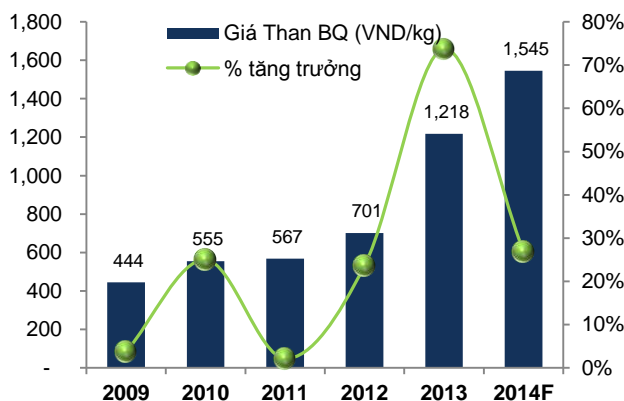
Tăng trưởng giá than cao hơn giá điện khiến giảm lợi nhuận gộp 8% trong 9 tháng đầu năm: Giá than từ đầu năm tới nay tăng 2 lần: Lần 1 (1/1/2014) tăng bình quân từ 7%; Lần 2 (22/7/2014) tăng bình quân từ 5%. Như vậy than cám đầu vào của PPC tăng khoảng 12% so với cùng kỳ. Mức giá than nhập vào của PPC khoảng 1.600 đồng/kg, tính mức giá bình quân cả năm khoảng 1.545 đồng/kg, tăng 28% so với giá bình quân năm trước đó. Dựa vào kết quả doanh thu 9 tháng đầu năm, ước tính giá bán bình quân 9 tháng đầu năm đạt khoảng 1.238 VND/kWh, tăng 12% so với 28% giá than nguyên liệu đầu vào, làm giảm biên lợi nhuận của 9 tháng đầu năm gần 8% so với biên lợi nhuận trong năm 2013.

Thay đổi chính sách khấu hao tài sản cố định: Hầu hết các công ty sản xuất điện của EVN đều thực hiện trích lập khấu hao máy móc thiết bị trong 10 năm theo quy định chung của EVN, PPC cũng thực hiện theo cơ chế này từ trước tới nay. PPC có 2 dây chuyền sản xuất điện: dây chuyền 1 đã khấu hao hết từ năm 2010; dây chuyền 2 được khấu hao còn 2 năm 2014 và 2015.

Sản lượng điện thương phẩm PPC, 2011-14(*)



Diễn biến giá than BQ đầu vào PPC, 2009-14F



Nguồn: PPC & FPT

Khả năng cao dẫn thời gian khấu hao thêm 10 năm, được thực hiện từ Q4'14 này, giúp giảm biến động lợi nhuận trong các năm tới nhưng dòng tiền của doanh nghiệp không thay đổi.

Việc thực hiện đàm phán xong giá điện của dây chuyền 2 (18 năm) trong khi doanh nghiệp thực hiện phương thức khấu hao nhanh (2 năm) sẽ khiến PPC ghi nhận lợi nhuận thấp trong 2 năm đầu và ghi nhận lợi nhuận cao trong các năm còn lại. Để điều chỉnh một phần lợi nhuận phù hợp và tương ứng với giá bán được ký kết, GENCO 2 (công ty mẹ của PPC) đưa ra nghị quyết kéo dài số năm khấu hao thêm 10 năm (từ 2014-2026) hoặc 20 năm tiếp theo (từ 2014-2036). Mặc dù chưa có phê duyệt chính thức từ GENCO 2, nhưng chúng tôi nhận định khả năng cao GENCO 2 sẽ phê duyệt phương án đầu tiên và được áp dụng từ Q4'14 này do phương án 2 sẽ phải giải trình Bộ Tài Chính khi thực hiện số năm khấu hao trên 20 năm. Chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh này là phù hợp với việc phân bổ chi phí cố định trong giá trong dài hạn.

Việc hạch toán mới này sẽ điều hòa lại biến động lợi nhuận trong 2 năm 2014 và 2015 mặc dù dòng tiền không thay đổi.

Ước tính kết quả sản xuất kinh doanh Q4'14

Chỉ tiêu	Giá trị
Sản lượng sx (tr kWh)	1,442
Sản lượng TP (Tr kWh)	1,298
Doanh thu (tỷ VND)	1,817
Giá vốn (tỷ VND)	1,483
LN gộp (tỷ VND)	334
DT tài chính (tỷ VND)	455
Lãi tiền gửi	105
Chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	350
CP tài chính (tỷ VND)	30
CP lãi vay	30
CPQL doanh nghiệp (tỷ VND)	30
Hoàn nhập chi phí khấu hao (tỷ VND)	435
LNTT (tỷ VND)	1,164
LNST (tỷ VND)	1,026
EPS	3,145

Ước tính kết quả kinh doanh Q4'14 và cả năm 2014.

Sản lượng và giá bán: Do không phải mùa mưa nên sản lượng và giá bán Q4'14 cao hơn nhiều so với Q3'14. Sản lượng từ tháng 11 tăng gần gấp rưỡi tháng 10 và giữ mức đó trong tháng 12 này. Giá bán bình quân giao bán trên thị trường điện cạnh tranh khoảng 1.500 VND/kWh, tương đối cao so với giá hợp đồng.

Ước tính doanh thu, lợi nhuận Q4'14: Với giả định thận trọng, giá bán bình quân Q4'14 xấp xỉ giá bán bình quân 6 tháng đầu năm, ước tính doanh thu trong quý khoảng 1.440 tỷ đồng.

Tỷ giá VND/JPY giảm tiếp ngay trong 2 tháng của quý IV, từ 192,97 xuống còn 178,88. Dự kiến xu hướng này tiếp tục tới cuối năm nay. Trong Q4'14, dự kiến PPC sẽ ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 350 tỷ đồng.

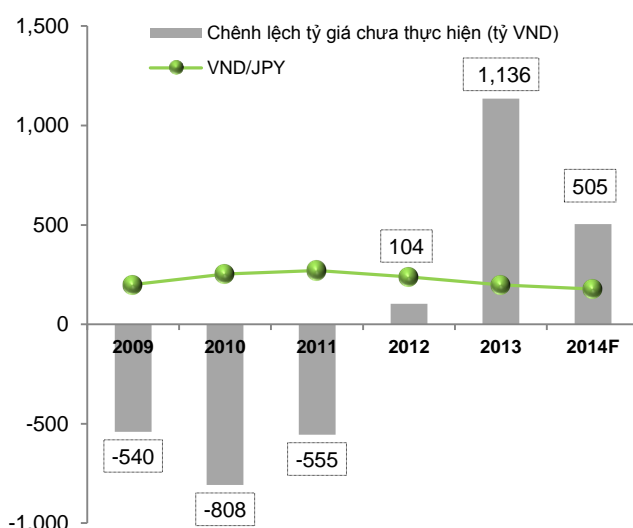
Chúng tôi giữ nguyên giả thuyết PPC sẽ thay đổi số năm khấu hao máy móc trong quý này. Như vậy, chi phí khấu hao dây chuyền 2 sẽ giảm từ 640 tỷ xuống còn 60 tỷ hàng năm. Trong 3 quý đầu năm, PPC đã ghi nhận 480 tỷ khấu hao, vì vậy PPC sẽ phải hoàn nhập lại khoản chênh lệch chi phí khấu hao khoảng 435 tỷ đồng vào Q4'14.

LNTT PPC trong quý 4 khoảng 1.160 tỷ đồng, trong đó LNTT thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh trong quý khoảng 380 tỷ, còn lại được ghi nhận từ chênh lệch tỷ giá và ghi nhận lại khoản khấu hao 3 quý trước sau khi thay đổi chế độ khấu hao tài sản cố định. Trong quý này, PPC đã thông qua việc tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt 8% cho hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2014 và ngày 15/1/2015..

Đánh giá kết quả kinh doanh cả năm 2014

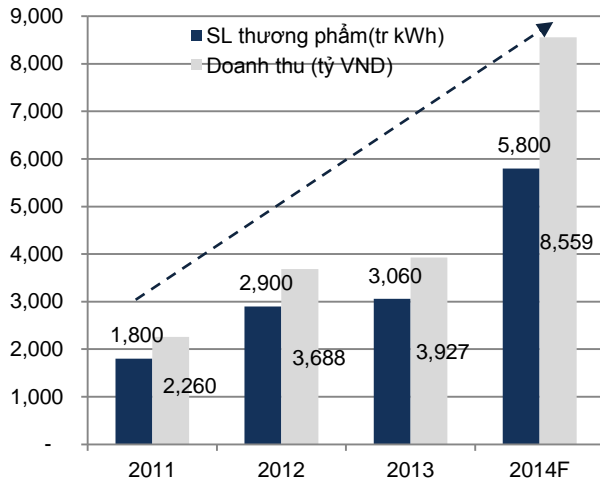
Doanh thu tăng nhờ giá bán bình quân tăng: Với ước tính sản lượng cả năm xấp xỉ năm trước và giá bán tăng 13,8% kéo theo mức doanh thu cả năm tăng tương ứng, ước đạt 7.445 tỷ đồng.

Diễn biến chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện PPC, 2009-14F



Theo cách hạch toán chi phí khấu hao mới, PPC sẽ ghi nhận thêm 560 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp so với ước tính trước đó cho cả năm 2014. Ngoài ra, tỷ giá đồng JPY giảm khoảng 10,8% so với đầu năm, tương đương với khoản ghi nhận doanh thu từ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện khoảng 505 tỷ đồng cho năm 2014.

Sản lượng và LNST của CTCP Nhiệt điện Hải Phòng, 2011-14F



Nguồn: Nhiệt điện HP

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết nhiệt điện Hải Phòng: 2 dây chuyền 3 và 4 đi vào hoạt động đang có lợi thế về giá bán đồng nhất cho toàn bộ sản lượng do chưa tham gia vào thị trường điện cạnh tranh. Sản lượng thương phẩm 9 tháng đầu năm của Nhiệt điện Hải Phòng đạt 4,2 tỷ kWh, hoàn thành 87,87% kế hoạch năm. Dự kiến sản lượng thương phẩm cả năm sẽ đạt 5,8 tỷ kWh, vượt kế hoạch khoảng trên 20%. Sản lượng và doanh thu cả năm kỳ vọng tăng tương ứng 118% và 180%.

Nhiệt điện Hải Phòng ghi nhận thêm 340 tỷ từ việc dẫn cơ chế khấu hao từ năm 2014: Giống như PPC, Nhiệt điện Hải Phòng cũng phải điều chỉnh số năm khấu hao cho các khoản mục trong tài sản cố định. Cụ thể, máy móc nhà xưởng sẽ được khấu hao trong 25 năm thay vì 14 năm hiện tại và dây chuyền thiết bị khấu hao từ 12 năm lên 15 năm. Chính sách này được áp dụng từ năm 2014, công ty sẽ ghi nhận tăng lợi nhuận khoảng 560 tỷ đồng mỗi năm. Trong 9 tháng đầu năm, công ty đã hạch toán 1.200 tỷ khấu hao máy móc, nhà xưởng, so với bình quân hạch toán hàng năm 1.030 tỷ đồng. Vì vậy, trong Q4'14, Nhiệt điện Hải Phòng sẽ ghi nhận thêm 340 tỷ đồng từ chênh lệch chi phí khấu hao ghi nhận.

Phân bổ thêm chênh lệch tỷ giá từ xây dựng nhà máy: Do kế hoạch lợi nhuận trong năm thấp, công ty dự kiến chỉ phân bổ 200 tỷ chênh lệch tỷ giá trong năm để đảm bảo tỷ lệ cổ tức 5% cho cổ đông và đã hạch toán hết khoản này trong 9 tháng đầu năm. Tuy nhiên, phần lợi nhuận của tăng cao hơn kỳ vọng nên công ty dự kiến sẽ trích lập thêm khoản chênh lệch tỷ giá khoảng 500 tỷ trong quý này, LNST năm công ty đạt 600 tỷ.

Kết quả này tương đương với khoản ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết của PPC khoảng 155 tỷ VND. Nhiệt điện Hải Phòng dự kiến trả cổ tức 5% cho các cổ đông hiện hữu, tương đương với khoản ghi nhận gần 65 tỷ VND, được hạch toán vào doanh thu tài chính của PPC.

Tuy nhiên, PPC phải hạch toán nốt chi phí từ khoản lợi thế thương mại 82,87 tỷ đồng còn lại khi đăng ký mua cổ phiếu của Nhiệt điện Hải Phòng. Do đó khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết ước khoảng 8 tỷ đồng.

Ước tính kết quả sản xuất kinh doanh Nhiệt điện Hải Phòng

Chỉ tiêu	2014F	2013	%TT	%KH	Kế hoạch 2014
Sản lượng (tr kWh)	8.560	3.060	180%	179%	4.783
Doanh thu (tỷ VND)	8.559	3.927	118%	133%	6.420
LNG (tỷ VND)	2.083	1.131	84%		
Biên LNG	24%	29%			
DT tài chính (tỷ VND)	221	325	-32%		
CP tài chính (Tỷ VND)	1.580	1.113	42%		
<i>Phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá (tỷ VND)</i>	<i>700</i>	<i>641</i>	<i>9%</i>	<i>350%</i>	<i>200</i>
LNTT(Tỷ VND)	600	279		215%	278,4
Tỷ lệ cổ tức	5%	5.5%			

Nguồn: FPT S & Nhiệt điện Hải Phòng

Ước tính kết quả sản xuất kinh doanh của PPC 2014

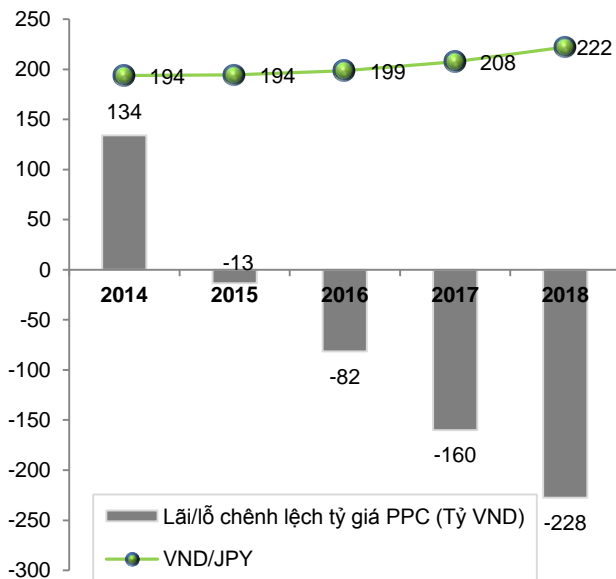
Chỉ tiêu	2013	2014F	%TT
SL thương phẩm (tr kWh)	5.644	5.674	0,5%
Doanh thu (tỷ VND)	6.589	7.446	13,0%
LNG (tỷ VND)	1.030	1.092	6,0%
BLNG (tỷ VND)	17%	15%	
CP Tài chính (tỷ VND)	1.625	966	-40,5%
DT tài chính (Tỷ VND)	235	117	-50,1%
CPQLDN (tỷ VND)	103	116	13,0%
LN từ công ty liên doanh liên kết (tỷ VND)	-70	8	
LNTT (tỷ VND)	2.250	1.835	-18%
EPS (VND)	5,122	4,950	

Nguồn: FPT S

Triển vọng dài hạn

Rủi ro cao về biến động tỷ giá JPY/VND

Dự báo tỷ giá JPY/VND, 2014- 2018F



Nguồn: FPTS & Bloomberg

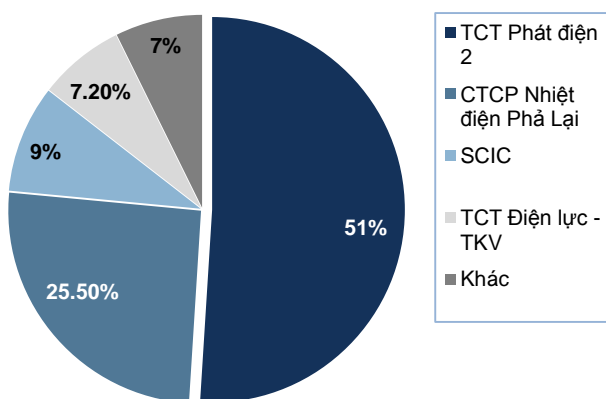
Sau nhiều năm có tỷ lệ lạm phát thấp, thậm chí còn giảm phát, lạm phát Nhật Bản được dự báo có những chuyển biến tích cực và duy trì ở mức trên 2% cho năm 2014 như kế hoạch đã đặt ra của chính phủ. Tăng trưởng kinh tế được kỳ vọng có những chuyển biến tốt hơn trong thời gian tới từ như hệ quả của chính sách vĩ mô nhất quán, bao gồm chính sách tài khóa mở rộng và nới lỏng tiền tệ. Trong cuộc họp tháng 10 vừa qua, Ngân hàng Nhật Bản (BoJ) khẳng định vẫn tiếp tục thực hiện chính sách tăng trưởng tiền tệ, với mức bình quân khoảng 80 nghìn tỷ Yên/năm thay vì 60-70 nghìn tỷ như năm trước đó. Nền kinh tế được kỳ vọng sẽ hình thành xu hướng tăng trưởng về dài hạn, mặc dù vẫn tồn tại suy thoái trong bộ phận sản xuất khi mức cầu tiêu thụ giảm, và tăng lượng hàng tồn kho. Chỉ số niềm tin kinh tế ở mức tương đối mặc dù không được cải thiện nhiều do tác động của việc tăng thuế tiêu dùng từ tháng 4 năm 2014.

Từ cam kết tiếp tục thực hiện chính mở rộng tài khóa và tiền tệ của ngân hàng và kỳ vọng tăng trưởng trong tương lai, xu hướng đồng Yên được dự báo sẽ giảm tiếp trong 2 năm tới và sẽ bật trở lại khi các chính sách này có tác động mạnh hơn tới nền kinh tế. Việc tăng trở lại đồng Yên sẽ gây rủi ro hạch toán chi phí chênh lệch tỷ giá cho những doanh nghiệp có dư nợ dài hạn nhiều như PPC trong tương lai.



Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng 1

Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng 2

Cơ cấu cổ đông Nhiệt điện HP, 31/6/14


Nguồn: Nhiệt điện Hải Phòng

Nhiệt điện Hải Phòng tiềm năng tăng trưởng dài hạn và bền vững cho PPC

Sơ lược về nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng 1 và 2: Trụ sở tại xã Tam Hưng, Thủy Nguyên, Hải Phòng, được khởi công xây dựng từ năm 2005. Các tổ máy đi vào hoạt động lần lượt vào T7/2011, T11/2011, T2/2014 và T5/2014. Tổng mức đầu tư hơn 1,2 tỷ USD (nhà máy 1: 666,2 triệu USD; nhà máy 2: 623,57 triệu USD), tương đương trên 24 nghìn tỷ đồng; trong đó cơ cấu vốn 27/73 (73% vốn đi vay- chủ yếu vốn vay ngoại tệ). Với tổng công suất của hai nhà máy 4 x 300MW, hai nhà máy này có khả năng sản xuất ra khoảng 7,2 tỷ kWh điện mỗi năm.

Năng lực sản xuất của Nhiệt điện Hải Phòng

	Công suất	Thời điểm bắt đầu vận hành
Dây chuyền I	600MW	
Tổ máy 1	300MW	2011
Tổ máy 2	300MW	2011
Dây chuyền II	600MW	
Tổ máy 3	300MW	T3/ 2014
Tổ máy 4	300MW	T3/ 2014
Tổng cộng	1.200 MW	

Nguồn: Nhiệt điện Hải Phòng

PPC là một trong những cổ đông đầu tiên đầu tư vào nhà máy này và hiện đang là cổ đông lớn thứ 2 với số lượng cổ phần 26%, sau Tổng công ty Phát điện 2 với 51% sở hữu. Chiến lược dài hạn của PPC sẽ vẫn tiếp tục đầu tư thêm vào công ty này trong trường hợp có cổ đông bán ra, nhằm tăng năng lực sản xuất và tiềm năng tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh chính của công ty. Cụ thể, PPC đang chào mua 9% sở hữu của SCIC, kỳ vọng sẽ tăng số lượng cổ phần tại Nhiệt Điện Hải Phòng lên 35% khi SCIC chào bán ra.

Sản lượng tăng trưởng cao cho năm 2014 và 2015: Sản lượng điện của Nhiệt điện Hải Phòng tăng trưởng khoảng gần 90% trong năm 2014 và trên 12% trong năm 2015, do 2 dây chuyền mới đi vào hoạt động và sau đó giữ bình ổn các năm sau. Đặc biệt là hai dây chuyền mới này chưa tham gia thị trường điện cạnh tranh trong năm nay, được hưởng mức giá cố định khi huy động từ EVN. Bắt đầu từ đầu năm 2015, dây chuyền mới này mới tham gia thị trường điện.

Lợi nhuận tăng khi hạch toán hết chi phí từ chênh lệch tỷ giá trong quá trình xây dựng nhà máy. Nhiệt điện Hải Phòng có khoản chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn xây dựng nhà máy với tổng giá trị khoảng 2,85 nghìn tỷ VND, được phân bổ trong 5 năm, từ năm 2011 đến 2015. Với cách hạch toán như trên thì từ năm 2015 hầu như Nhiệt điện Hải Phòng không phải bổ thêm khoản chênh lệch tỷ giá nào. Do đó, khoản lợi nhuận sẽ được tăng mạnh từ 2015 trở đi.

Lịch phân bổ tỷ giá trong quá trình xây dựng nhà máy, 2011-15

Năm	Giá trị được phân bổ (tỷ VND)
2011	93,2
2012	1.338
2013	642
2014F	700
2015F	74,8

Nguồn: Nhiệt điện Hải Phòng

Chênh lệch tỷ giá không biến động quá thất thường theo năm:

Tính tới thời điểm hết Q2'14, khoản dư nợ của Nhiệt điện Hải Phòng còn khoảng 523 triệu USD (tương đương với trên 11 nghìn tỷ VND), và trên 9 tỷ JPY (tương đương với 1 nghìn tỷ VND). Như vậy, trong khi PPC bị ảnh hưởng chủ yếu bởi đồng JPY thì Nhiệt điện Hải Phòng bị ảnh hưởng bởi biến động đồng USD nhiều hơn. Với chính sách cố định tỷ giá VND/USD như hiện nay của Ngân hàng Nhà nước, mức giảm giá VND so với USD ở mức biên độ thấp và thường ổn định hàng năm, do đó, nhiệt điện Hải Phòng sẽ ít bị biến động bởi chênh lệch tỷ giá hàng năm.

Cơ cấu nợ vay của Nhiệt điện Hải Phòng (tính dư nợ tại ngày 31/6/14)

Ngân hàng	Thời điểm giải ngân	Thời hạn	Lãi vay	Nợ gốc (ngoại tệ)	Dư nợ (tỷ VND)
Vay USD				647.716.460	11.046
NH Xuất nhập khẩu Trung Quốc	Từ 21/6/11	166 tháng, ân hạn 46 tháng	6.08%	278.034.200	4.906
NH Xuất nhập khẩu Trung Quốc	Từ 21/10/14	8,5 năm	6.37%	327.182.260	5.521
BIDV	Từ 25/11/05	16 lần, 6 tháng/lần	LSHD + 2.7%	42.500.000	619
Nợ vay JPY				15.059.953.325	1.919
JBIC	Từ 20/8/09	11,5 năm	4.00%	7.740.469.321	966
JBIC	Từ 20/12/10	11,5 năm	4.45%	7.319.484.004	953
Nợ vay VND				Lãi NH + 3%	875
Tổng cộng					13.840

Nguồn: Nhiệt điện Hải Phòng

Dự phóng kết quả kinh doanh của Nhiệt điện Hải Phòng (2014-2018)

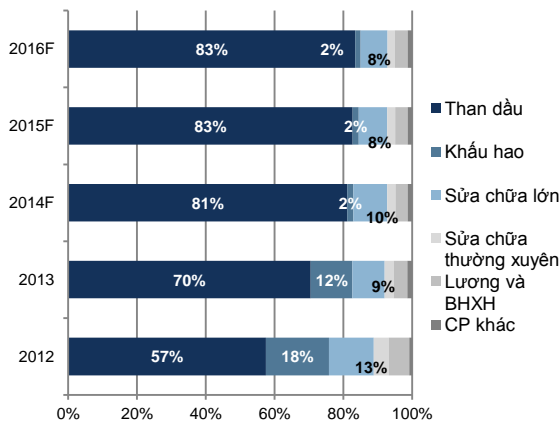
Chỉ tiêu	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Sản lượng tiêu thụ (tr kWh)	5,800	6.498	6.498	6.498	6.498
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	8,560	9.894	10.291	10.751	11.262
LN gộp (Tỷ VND)	2,083	2.547	2.483	2.408	2.325
Biên LNG	19.0%	21,1%	19,7%	18,1%	16,6%
Doanh thu tài chính (Tỷ VND)	221	30	16	18	20
Chi phí tài chính (Tỷ VND)	1,580	897	868	658	519
LNTT (tỷ VND)	600	1.521	1.465	1.595	1.644
LNST (Tỷ VND)	600	1.521	1.304	1.419	1.463
EPS	1,199	3.041	2.607	2.838	2.926

Nguồn: FPTS

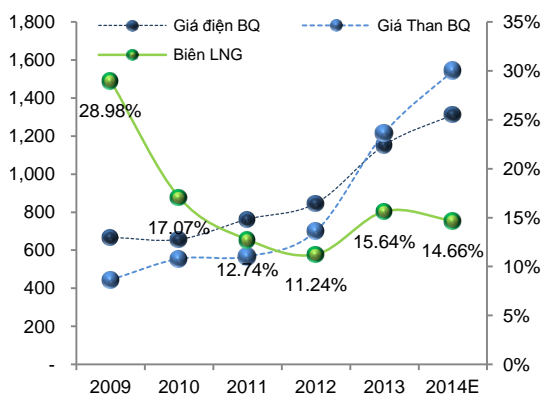
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Biên lợi nhuận gộp

Cơ cấu giá thành sản xuất điện PPC, 2009-14F



Biên LNG của PPC qua các năm, 2009-14F



Chi tiết các khoản đầu tư ngắn hạn, 30/9/14

Chỉ tiêu	Giá trị	% TTS
TS Ngắn hạn	7,088	64.6%
Tiền và TĐ tiền	1,057	9.6%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,436	31.3%
Khoản phải thu	1,807	16.5%
TS dài hạn	3,879	35.4%
TS cố định	1,077	9.8%
Đầu tư tài chính dài hạn	2,797	25.5%
Tổng tài sản	10,967	100%

Giá thành sản xuất điện phụ thuộc ngày càng nhiều vào giá than:

Than dầu là nguyên liệu chính để sản xuất ra điện, và có tỷ trọng ngày càng trong giá vốn hàng bán khi giá than bán cho ngành điện có xu hướng được nâng dần lên bằng với giá thị trường. Đối với các nhà máy mới có suất đầu tư cao trong khi mức tiêu hao nguyên liệu thấp như Nhiệt điện Hải Phòng, tỷ trọng than trong giá vốn thường ở mức 60%. Đối với các nhà máy cũ như của PPC, suất đầu tư thấp hơn và mức tiêu hao nguyên liệu nhiều hơn, tỷ lệ này ở mức bình quân trên 70%. Tuy nhiên, từ năm 2014 PPC đã dành thêm thời gian khấu hao máy móc thiết bị 10 năm nữa, khiến chi phí khấu hao giảm mạnh, đẩy tỷ trọng than trong giá thành lên trên 80%.

Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao sau khi điều chỉnh chính sách khấu hao:

Biên lợi nhuận gộp có xu hướng giảm trong 5 năm gần đây do mức tăng giá bán điện thấp hơn so với mức tăng giá than đầu vào. Trong năm 2014, mặc dù mức giá than bình quân tăng cao hơn giá bán trong năm nay tạo áp lực đẩy biên lợi nhuận xuống. Tuy nhiên, mức biên lợi nhuận vẫn giữ ở mức tương đối cao (khoảng 15%) do chi phí khấu hao được hạch toán vào giá vốn sản xuất hàng năm của doanh nghiệp trong năm giảm 580 tỷ đồng, giúp phần nào giảm chi phí sản xuất. Với chính sách khấu hao mới này và mức giá bán trong hợp đồng được ký kết trong dài hạn chúng tôi kỳ vọng mức biên lợi nhuận sẽ được duy trì tương đối ổn định ở mức này trong các năm tiếp theo.

Tỷ trọng tài sản cố định có khả năng sẽ tăng lên trong cơ cấu tài sản cố định nếu thực hiện phương án nâng cấp dây chuyền 1

Dự án nâng cấp dây chuyền 1: PPC có xem xét phê duyệt kế hoạch nâng cấp dây chuyền 1, lộ trình trong 4 năm cho tương ứng 4 tổ máy, dự kiến bắt đầu từ đầu năm 2016. Tổng vốn đầu tư của dự án khoảng 100 triệu USD (tương ứng với 2.000 tỷ VND), hiện PPC đang thuê tư vấn thiết kế và sẽ tổ chức đấu thầu sau khi đã phê duyệt. Dự kiến sau khi nâng cấp dây chuyền, công suất mỗi tổ máy được nâng từ 110MW lên 115MW và tổng tài sản cố định sẽ được tăng thêm 2.000 tỷ VND. Tuy nhiên, do doanh nghiệp vẫn chưa phê duyệt chính thức kế hoạch này nên chúng tôi vẫn giữ giả định không thay đổi trong cơ cấu tài sản trong tương lai khi làm định giá doanh nghiệp.

Cập nhật hiệu quả khoản đầu tư tài chính dài hạn

Theo chủ trương đầu tư của EVN, các doanh nghiệp ngành điện ưu tiên đầu tư vào các dự án sản xuất điện, do đó trong cơ cấu danh mục đầu tư của PPC đều thuộc về các dự án ngành điện mới. Bên cạnh khoảng 1,4 nghìn tỷ VND đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, PPC đã sử dụng 1 phần vốn không nhỏ để đầu tư vào nhiều dự án điện khác, tuy nhiên chưa có hiệu quả cao. Điển hình là trên 800 tỷ đầu tư vào Nhiệt điện Quảng Ninh, tuy nhiên doanh nghiệp này vẫn chưa

Chi tiết các khoản đầu tư dài hạn PPC, 30/9/14

Chỉ tiêu	Số lượng CP	Giá trị (Tỷ VND)	% sở hữu
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	127,450,004	1,334	25.97%
CTCP Thủy điện Buôn Đôn	5,025,000	50.25	15%
CTCP Phát triển điện lực Việt Nam	10,100,000	100	10%
CTCP EVN Quốc tế	7,080,000	71	19.30%
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	73,587,291	817.3	16.35%
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	670,000	46.5	
Cho EVN vay		350	
Trái phiếu BIDV	1,100,000	118	
Khoản đầu tư khác		2.3	
Tổng cộng		2,889	
Dự phòng giảm giá đầu tư		122	
Giá trị ròng		2,767	

Cơ cấu vốn của PPC, 30/9/14

Chỉ tiêu	Giá trị (tỷ VND)	Giá trị (JPY)
Nợ phải trả	5,549	
Nợ ngắn hạn	1,070	928,371,137
Nợ dài hạn đến hạn trả	358	
Chi phí phải trả (sửa chữa lớn)	435	
Nợ dài hạn	4,479	23,209,278,426
Vay và nợ dài hạn	4,479	23,209,278,426
Vốn CSH	5,384	

hạch toán lãi theo dự kiến và PPC phải trích lập phòng cho khoản đầu tư này. Ngoài ra, PPC còn đầu tư khoảng 300 tỷ VND vào các công ty khác như CTCP Phát triển điện lực Việt Nam, CTCP EVN Quốc tế, Nhiệt điện Bà Rịa, Thủy điện Buôn Đôn. Cụ thể:

- CTCP EVN Quốc tế đầu tư sản xuất điện ở tại Campuchia theo hợp đồng ký kết với chính phủ Campuchia, tuy nhiên sau khi xây dựng xong nhà máy, phía bên Campuchia chuyển sang mua điện tại doanh nghiệp Trung Quốc với chi phí rẻ hơn, khiến doanh nghiệp này hiện thời chưa có đầu ra.
- Trong năm 2014, CTCP Phát triển điện lực Hà Nội và Thủy điện Buôn Đôn lần lượt trả cổ tức 2% và 5%. CTCP Nhiệt điện Bà Rịa thông qua trả cổ tức 8%.

Hiện PPC đã trích lập khoảng 122 tỷ đồng cho khoản đầu tư vào Nhiệt Điện Bà Rịa (40 tỷ, do mua giá cao hơn thị giá thị trường) và Nhiệt điện Quảng Ninh (80 tỷ, do hoạt động sản xuất thua lỗ). Doanh nghiệp dự kiến sẽ hoàn nhập các khoản này khi hoạt động sản xuất của Nhiệt điện Quảng Ninh được đi vào ổn định.

Cơ cấu nguồn vốn – nghịch lý trong cơ cấu vay nợ ODA

Giống như hầu hết các nhà máy nhiệt điện khác hầu hết đều sử dụng vốn vay ODA để xây dựng nhà máy theo cơ cấu vốn 3/7, tỷ lệ đòn bẩy của PPC duy trì cao, chủ yếu là nợ dài hạn. Hiện PPC đang có dư nợ dài hạn khoảng 4,5 nghìn tỷ VND tương đương với 23 nghìn tỷ JPY, đáo hạn vào tháng 3/2028. Đây là khoản nợ PPC vay để xây dựng nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng từ cuối năm 2006, tuy nhiên thời hạn trả nợ gốc tương đối dài khoảng 23 năm, so với thời gian vay 8-11 năm các khoản vay của nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng. Do vậy PPC sẽ chịu ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá cao trong thời gian dài, trong khi vẫn phải duy trì một lượng tài sản tài chính lớn để đảm bảo tính linh hoạt trong trường hợp biến động tỷ giá cao. Điều này dẫn tới việc sử dụng nguồn vốn giữ lại không hiệu quả mặc dù chi phí vốn vay thấp.

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Ngày	Phương pháp	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
07/10/2013	FCFF& PE	MUA	20.500	25.716
07/01/2014	PE	THEO DÕI	26.000	26.695
16/05/2014	PE	MUA	20.300	26.900
15/12/2014	FCFF & PE	MUA	25.200	33.900

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu PPC nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070/ 2717171
Fax: (84.4) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888