

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN - SÔNG HÌNH
Vinh Son- Song Hinh Hydro Power Joint Stock Company

Địa chỉ trụ sở: 21, Nguyễn Huệ, TP. Quy Nhơn, tỉnh Bình Định

Điện thoại: 056.3892 792

Fax: 056. 3891 975

Email: hpp_vssh@evn.com.vn

Website: www.vshpc.evn.com.vn



PHƯƠNG ÁN PHÁT HÀNH
TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Tháng 10 năm 2012

MỤC LỤC

1. GIỚI THIỆU CHUNG	3
1.1. THÔNG TIN DOANH NGHIỆP	3
1.2. NGÀNH NGHỀ KINH DOANH	3
1.3. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN.....	3
1.4. CÔNG TY CON, CÔNG TY LIÊN DOANH LIÊN KẾT	4
1.5. CƠ CẤU SỞ HỮU	4
2. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH.....	5
2.1. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH	5
2.2. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH.....	6
3. DỰ ÁN THƯƠNG KON TUM.....	7
3.1. MỤC TIÊU XÂY DỰNG	7
3.2. NỘI DUNG VÀ QUY MÔ ĐẦU TƯ XÂY DỰNG.....	7
3.3. ĐỊA ĐIỂM XÂY DỰNG	7
3.4. THÔNG SỐ CỦA DỰ ÁN	7
3.5. CÁC NGUỒN VỐN TÀI TRỢ CHO DỰ ÁN	10
3.6. CÁC GIẢ ĐỊNH TRONG MÔ HÌNH	11
4. PHƯƠNG ÁN HUY ĐỘNG VỐN.....	12
4.1. PHƯƠNG ÁN 1.....	12
4.2. PHƯƠNG ÁN 2.....	16
4.3. SO SÁNH 2 PHƯƠNG ÁN.....	20
4.4. NHỮNG THAY ĐỔI TRONG GIẢ ĐỊNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN DÒNG TIỀN.....	20
4.5. KẾT LUẬN	23
5. PHƯƠNG ÁN PHÁT HÀNH ĐỀ XUẤT	23
5.1. PHƯƠNG ÁN TRÁI PHIẾU TRƠN	23
5.2. PHƯƠNG ÁN TRÁI PHIẾU CHUYỂN ĐỔI	24
5.3. CÁC PHƯƠNG ÁN DỰ PHÒNG.....	25
6. CÁC PHỤ LỤC	

1. GIỚI THIỆU CHUNG

1.1. Thông tin doanh nghiệp

- Tên doanh nghiệp phát hành: Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh
- Tên tiếng anh: Vinh Son – Song Hinh Hydropower Joint Stock Company
- Tên viết tắt: VSHPC
- Vốn điều lệ: 2.062.412.460.000 đồng
- Số lượng cổ phần: 202.241.246 cổ phần
- Đại diện doanh nghiệp: Võ Thành Trung Chức vụ: Tổng Giám đốc
- Điện thoại: 056.3892792 Fax: 056.3891975
- Trụ sở: 21 Nguyễn Huệ, Quy Nhơn, Bình Định

1.2. Ngành nghề kinh doanh

- Sản xuất và kinh doanh điện năng;
- Dịch vụ quản lý, vận hành, bảo dưỡng các nhà máy thủy điện;
- Tư vấn quản lý dự án và giám sát thi công các dự án nhà máy thủy điện;
- Tư vấn thiết kế các công trình thủy lợi, giao thông và thủy điện;
- Thí nghiệm điện;
- Kinh doanh vật tư, thiết bị trong lĩnh vực thủy điện;
- Đầu tư xây dựng dự án điện;
- Kinh doanh bất động sản.

1.3. Lịch sử hình thành và phát triển

- Ngày 11/07/1994 Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn được thành lập theo quyết định số 415NL/TCCB-LĐ của Bộ Năng lượng.
- Ngày 03/07/2000 đổi tên doanh nghiệp Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn thành Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh theo Quyết định số 163EVN/HĐQT-TCCB.ĐT của Tổng công ty Điện lực Việt Nam.
- Ngày 02/12/2004 chuyển Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh thành Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh theo quyết định số 151/2004/QĐ-BCN của Bộ Công nghiệp.
- Ngày 04/05/2005 Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông hinh chính thức đăng ký kinh doanh và đi vào hoạt động theo mô hình Công ty Cổ phần.
- Ngày 07/07/2005 Công ty có phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội với mã chứng khoán là VSH.
- Ngày 18/07/2006 Công ty chính thức giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

- Tháng 12/2007 Công ty tăng vốn điều lệ từ 1.250.000.000.000 đồng lên 1.374.942.580.000 đồng.
- Tháng 12/2009 Công ty tăng vốn điều lệ từ 1.374.942.580.000 đồng lên 2.062.412.460.000 đồng.

1.4. Công ty con, công ty liên doanh liên kết

➤ Công ty TNHH MTV Tư vấn và Dịch vụ kỹ thuật VSH

- Vốn điều lệ: 5.000.000.000 đồng
- Công ty sở hữu: 100%
- Hoạt động chính: Tư vấn và dịch vụ kỹ thuật

➤ Công ty Cổ phần du lịch Bình Định

- Vốn điều lệ: 19,5 tỷ đồng
- Công ty sở hữu: 49,72%
- Hoạt động chính: Du lịch, khách sạn...

1.5. Cơ cấu sở hữu

Số cổ phần hiện tại: 206.241.246 cổ phần, trong đó:

Thành phần sở hữu	Số cổ phần	Tỷ lệ
Cổ đông nhà nước	112,514,878	54.6%
+ Tập đoàn Điện lực VN	63,016,948	30.6%
+ SCIC	49,497,930	24.0%
CBCNV Công ty	1,117,488	0.5%
Cổ đông bên ngoài	88,608,880	43.0%
+ Cổ đông trong nước	36,562,265	17.7%
- Tổ chức	6,875,951	3.3%
- Cá nhân	29,686,314	14.4%
+ Cổ đông nước ngoài	52,046,615	25.2%
- Tổ chức	50,386,825	24.4%
- Cá nhân	1,659,790	0.8%
Cổ phiếu quỹ	4,000,000	1.9%

Nguồn: Công ty cung cấp tính đến thời điểm 18/5/2012

2. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

2.1. Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh

Đơn vị tính: triệu đồng

	2010	2011	6 tháng 2012
Sản lượng điện thương phẩm	847,00	903,00	-
Doanh thu thuần	424.508,11	459.415,36	193.889,48
Giá vốn hàng bán	(183.823,23)	(185.734,39)	(82.646,85)
Lợi nhuận gộp	240.684,88	273.680,96	111.242,63
Doanh thu tài chính	109.962,10	138.203,88	42.322,87
Chi phí tài chính	(16.304,20)	(36.385,90)	(7.088,30)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(11.302,43)	(18.578,13)	(7.727,31)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	323.040,36	356.920,81	152.926,50
Lợi nhuận khác	153,37	217,19	33,95
Lợi nhuận trong công ty liên kết	1.479,70	6.553,29	969,68
Lợi nhuận trước thuế	324.673,43	363.691,29	153.930,13
Lợi nhuận sau thuế	302.412,76	329.035,96	140.018,85

Nguồn: báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán Công ty năm 2010, 2011, 6 tháng 2012

Hiện tại, Công ty đang có 2 nhà máy thủy điện đang hoạt động là nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn (công lắp máy kể 66MW) và nhà máy thủy điện Sông Hình (công suất lắp máy 70MW). Trong năm 2011 sản lượng điện thương phẩm từ 2 nhà máy đạt 903,0 triệu kWh.

Năm 2011, doanh thu thuần đạt 459,42 tỷ đồng tăng 8,2% so với cùng kỳ năm 2010. Lợi nhuận ước đạt mức 329,04 tỷ đồng tăng 8,9%. Trong 6 tháng đầu năm 2012 doanh thu thuần đạt 193,89 tỷ đồng bằng 42,2% năm 2011, giảm 28,1% so với cùng kỳ. Tương tự, lợi nhuận sau thuế giảm 32,2% so với cùng kỳ đạt 140 tỷ đồng bằng 42,6% năm 2011. Nguyên nhân là do sản lượng điện sản xuất giảm so với cùng kỳ và do Công ty chưa có thỏa thuận chính thức về giá mua bán điện với Tập đoàn Điện lực Việt Nam nên doanh thu sản xuất điện năm 2010 và 11 tháng năm 2011 được công ty ghi nhận trên cơ sở đơn giá bằng 90% đơn giá bán điện năm 2009, doanh thu tháng 12 năm 2011 và 6 tháng đầu năm 2012 ghi nhận trên cơ sở đơn giá tương ứng bằng 76% và 61% đơn giá bán điện của năm 2009.

2.2. Tình hình tài chính

(Đvt: triệu đồng)

	2010	2011	6 tháng 2012
Tài sản ngắn hạn	1.658.768,90	1.811.131,83	1.415.164,64
Tiền và các khoản tương đương tiền	677.417,79	482.797,39	426.845,90
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	550.685,33	699.583,06	330.685,33
Các khoản phải thu ngắn hạn	388.372,40	603.244,86	627.307,29
Hàng tồn kho	42.156,77	25.420,52	29.485,18
Tài sản ngắn hạn khác	136,62	86,00	840,95
Tài sản dài hạn	1.370.061,75	1.534.601,22	1.700.129,30
Tài sản cố định	1.355.554,29	1.518.890,04	1.683.498,07
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	11.720,97	12.942,48	13.912,16
Tài sản dài hạn khác	2.786,48	2.768,70	2.719,06
Tổng tài sản	3.028.830,65	3.345.733,06	3.115.293,93
Nợ phải trả	598.825,51	1.000.975,88	631.950,22
Nợ ngắn hạn	263.802,23	742.948,98	397.001,08
<i>Trong đó: vay nợ ngắn hạn</i>	183.722,40	522.019,56	303.934,30
Nợ dài hạn	335.023,28	258.026,90	234.949,14
<i>Trong đó: vay nợ dài hạn</i>	334.833,68	257.844,49	234.860,51
Nguồn vốn	2.430.005,13	2.344.757,18	2.483.343,71
<i>Trong đó: vốn điều lệ</i>	2.062.412,46	2.062.412,46	2.062.412,46
Tổng nguồn vốn	3.028.830,65	3.345.733,06	3.115.293,93

Nguồn: báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán Công ty năm 2010, 2011, 6 tháng 2012

3. DỰ ÁN THƯỢNG KON TUM

3.1. Mục tiêu xây dựng

Cung cấp điện năng lên lưới điện Quốc gia với công suất lắp máy là 220MW, công suất đảm bảo 90,76MW, điện lượng trung bình năm 1.094,2 triệu kWh. Ngoài ra còn bổ sung tạo nguồn nước tưới cho lưu vực sông Trà Khúc, tỉnh Quảng Ngãi.

3.2. Nội dung và quy mô đầu tư xây dựng

Dự án thủy điện Thượng Kon Tum có nhiệm vụ chính là khai thác thủy năng sông Đăk Nghé để cung cấp điện năng lên lưới 220kV của hệ thống điện Quốc gia. Ngoài ra, công trình còn bổ sung nguồn nước ổn định cho sông Trà Khúc tỉnh Quảng Ngãi phục vụ nhu cầu dân sinh, nông nghiệp và công nghiệp ở hạ du.

Theo tiêu chuẩn TCXDVN 285:2002, Nghị định số 209/2004/NĐ-CP của Thượng Kon Tum thuộc cấp II, dự án nhóm A.

Đầu nối với trạm biến áp 220kV Quảng Ngãi bằng đường dây 220kV mạch kép ACSR-400 với chiều dài khoảng 60km.

3.3. Địa điểm xây dựng

Dự án thủy điện Thượng Kon Tum nằm trên sông Đăk Nghé là một nhánh của sông Đăk Bla (nhánh cấp I của sông Sê San). Cụm công trình đầu mối và hồ chứa thuộc địa bàn 2 xã Đăk Kôi huyện Kon Rẫy và xã Đăk Tăng, huyện Kon Plông, tỉnh Kon Tum. Nhà máy thủy điện nằm trên địa bàn xã Ngọc Tem huyện Kon Plông, tỉnh Kon Tum.

Diện tích sử dụng đất: 801,80 ha.

3.4. Thông số của dự án

Dự án Thượng Kon Tum có quy mô vốn là 5.744 tỷ, đầu tư trong 4 năm từ 2012-2015, thực tế đến giai đoạn này tổng số tiền đã bỏ ra cho dự án là 935 tỷ, dự kiến nhà máy Thượng Kon Tum sẽ hoàn thành và phát điện vào T6/2015. Cơ cấu vốn dự kiến của dự án là 70% vốn nợ - 30% vốn chủ.

➤ Các hạng mục đầu tư chính bao gồm

(Đvt: triệu đồng)

Các hạng mục chính:	3.239.470
Tuyến áp lực	505.830
Tuyến năng lượng	1.662.170
Thiết bị cơ điện	715.000
Hầm giao thông và đoạn rẽ vào nhà máy	179.560
Cửa nhận nước và đoạn đầu đường hầm	176.910
Các hạng mục phụ trợ:	629.990

Chi phí khác:	1.874.960
Đền bù - GPMB - Di dân - tái ĐCĐC	301.230
Chi phí khác	1.573.730
<i>Dự phòng</i>	<i>208.535</i>
<i>Trượt giá</i>	<i>417.069</i>
<i>Lãi vay vốn hóa</i>	<i>719.684</i>
<i>Chi phí khác</i>	<i>228.443</i>
Cộng	5.744.420

➤ **Cơ cấu vốn theo năm xây dựng**

Tổng vốn đầu tư 5.744 tỷ dự kiến sẽ phân bổ qua các năm như sau: năm 2012 là 1.500 tỷ, 2013: 1.600 tỷ, 2014: 1.600 tỷ, riêng các hạng mục tuyến áp lực, tuyến năng lượng, và thiết bị cơ điện sẽ có phần bảo hành 5% rơi vào 2 năm 2016 và 2017, tổng số tiền bảo hành cho các hạng mục sẽ vào khoảng 140 tỷ.

(Đvt: triệu đồng)

Năm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
Các hạng mục chính	944.679	864.900	936.400	349.342	108.400	35.750	3.239.470
Tuyến áp lực	101.166	151.749	151.749	75.875	25.292	-	505.830
Tuyến năng lượng	415.543	498.651	498.651	166.217	83.109	-	1.662.170
Thiết bị cơ điện	71.500	214.500	286.000	107.250	-	35.750	715.000
Hầm giao thông và đoạn rẽ vào nhà máy	179.560						179.560
Cửa nhận nước và đoạn đầu đường hầm	176.910						176.910
Các hạng mục phụ trợ	268.670	180.570	180.750				629.990
Chi phí khác	302.241	585.420	508.650	478.650	-	-	1.874.960
Đền bù - GPMB - Di dân - tái ĐCĐC	164.460	106.770	30.000				301.230
Chi phí khác	137.781	478.650	478.650	478.650			1.573.730
Cộng	1.515.589	1.630.890	1.625.800	827.991	108.400	35.750	5.744.420

3.5. Các nguồn vốn tài trợ cho dự án

- **Vốn chủ đối ứng:** bao gồm vốn tự có, vốn tích lũy trong quá trình xây dựng từ hoạt động sản xuất kinh doanh, cụ thể:

Vốn chủ đối ứng *

Vốn tự có	1.001 tỷ đồng
Tiền mặt còn	426 tỷ đồng
Đầu tư tài chính ngắn hạn	330 tỷ đồng
Khoản phải thu ngắn hạn	245 tỷ đồng
Đã ứng trước cho dự án	935 tỷ đồng
Tổng lợi nhuận từ HĐSX KD trong 2012-2015 trước khi trả cổ tức **	1.300 tỷ đồng

* Số liệu BCTC Q2/2012, đã điều chỉnh một số khoản mục

**Số ước lượng dựa trên các giả định của BSC, có thể thay đổi tùy điều kiện thực tế.

Tổng nguồn vốn vay của dự án là 3.920 tỷ tương đương khoảng 70% tổng vốn đầu tư. Nguồn vốn chủ đối ứng 30% còn lại tương đương khoảng 1.800 tỷ. Căn cứ theo số liệu báo cáo tài chính quý 2/2012 thì tổng số vốn tự có của Công ty là 1.001 tỷ đồng. Trong đó tiền mặt khoảng 426 tỷ, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn bao gồm khoản đầu tư nhiệt điện phả lại 30 tỷ, khoản nợ của EVN 300 tỷ (đến hết quý 3/2012 EVN đã thanh toán được 400 tỷ đồng trên dư nợ 500 tỷ và chỉ còn nợ lại khoảng 100 tỷ đồng), khoản phải thu ngắn hạn còn 245 tỷ.

Ngoài ra, khoản tiền đã ứng trước cho dự án đến thời điểm hiện tại từ nguồn vốn chủ là 935 tỷ, nói cách khác, từ đây đến khi dự án hoàn thành thì nguồn vốn chủ góp thêm chỉ khoảng 800 - 900 tỷ. Trong giai đoạn xây dựng từ 2012-2015 thì nguồn lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh từ 2 nhà máy hiện tại là Vĩnh Sơn và Sông Hinh dự kiến sẽ đóng góp thêm 1.300 tỷ cho dòng tiền của Công ty, số liệu ước tính này dựa trên các giả định về doanh thu và chi phí do đơn vị tư vấn là BSC và EVNF lập, trong thực tế sẽ có thay đổi.

- **Vốn vay:** gồm vay ngân hàng thương mại trong nước, phát hành trái phiếu (TP) trong nước và vay ngân hàng nước ngoài đối với máy móc thiết bị, cụ thể:

Vốn vay dự kiến:

Vay ngân hàng thương mại trong nước:	2.000-2.600 tỷ đồng
Hợp vốn BIDV	1.000 tỷ đồng

ACB và các ngân hàng khác	1.000-1.600 tỷ đồng
Phát hành TP trong nước:	1.100-1.500 tỷ đồng
TP Tron	600 – 1.000 tỷ đồng
TP Chuyển Đổi	500 tỷ đồng
Vay ngân hàng thương mại nước ngoài:	715 tỷ đồng
Raiffeisenlandesbank	Khoảng 34 tr USD, tương đương 715 tỷ đồng

Các nguồn vốn này bao gồm:

1. Vốn vay từ ngân hàng trong nước, theo số liệu do Công ty cung cấp thì nguồn vốn đã tiếp cận các ngân hàng và có khả năng vay được vào khoảng 2.000-2.600 tỷ bao gồm hợp vốn BIDV 1.000 tỷ, nguồn vốn vay có thể tiếp cận từ ACB và các ngân hàng khác từ 1.000-1.600 tỷ. Nguồn vốn vay tiếp theo là từ phát hành trái phiếu trong nước, bao gồm trái phiếu tron và trái phiếu chuyển đổi, tổng số khoảng 1.100-1.600 tỷ. Cuối cùng là vay ngân hàng nước ngoài, khoảng vay này đã ký kết vào 15/08 vừa qua với tổng mức vay là 34 triệu USD tương đương 715 tỷ.

2. Nếu so sánh trái phiếu chuyển đổi với vay ngân hàng thì trái phiếu chuyển đổi có 3 ưu điểm sau đây:

- Giải ngân ngay 1 lần không như ngân hàng sẽ giải ngân theo tiến độ và cần chứng minh bằng giấy tờ thủ tục.
- Nếu 2 hình thức vay là trái phiếu chuyển đổi và vay ngân hàng cùng với mức lãi suất như nhau (giả sử 12%/năm) thì việc trả lãi theo quý thường yêu cầu bởi các ngân hàng và việc trả lãi 1 năm 1 lần trong phát hành trái phiếu chuyển đổi thì việc trả lãi nhiều lần trong năm sẽ phải chịu phần chi phí cơ hội, dẫn đến phần lãi suất thực trả sẽ cao hơn, cụ thể sẽ vào khoảng 12,5 đến 12,8%.
- Cuối cùng, vay ngân hàng sẽ có lợi hơn phát hành trái phiếu nếu trái phiếu phải thanh toán mệnh giá gốc khi đến hạn, cụ thể là 3 năm. Nhưng trái phiếu chuyển đổi có phần lựa chọn chuyển đổi hoặc không chuyển đổi. Trong trường hợp trái phiếu tron thì không có lựa chọn này, do đó bắt buộc phải thanh toán gốc khi đến hạn, đương nhiên không có lợi bằng việc vay ngân hàng. Nhưng trong trường hợp không thể vay được từ ngân hàng thì buộc phải phát hành trái phiếu. Phương án trên là 630 tỷ này huy động từ phát hành trái phiếu tron.

3.6. Các giả định trong mô hình

- Doanh thu sản xuất điện tính theo sản lượng bình quân cho các năm từ 2012-2015 là 850 triệu kWh đối với nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh và từ 2016-2020 là 1.083 triệu kWh đối với nhà máy Thương Kon Tum;

- Giá bán điện tạm tính là 563 đồng/kWh cho nhà máy Vĩnh Sơn Sông Hinh và 931 đồng/kWh cho nhà máy Thượng Kon Tum;
- Khấu hao tài sản cố định: bình quân 70-80 tỷ đồng/năm;
- Chi phí O&M: tính theo kế hoạch 2012 là 40 tỷ đồng, tăng trưởng hằng năm 10%;
- Thuế tài nguyên: tính theo quy định hiện hành là 2% trên giá tính thuế tài nguyên 1.304 đồng/kWh;
- Phí dịch vụ môi trường rừng: tính theo quy định hiện hành là 20 đồng/kWh;
- Thuế thu nhập doanh nghiệp: 5% trên lợi nhuận sản xuất điện và 25% trên lợi nhuận tài chính;
- Quỹ dự phòng tài chính và quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ được trích bằng 5% lợi nhuận sau thuế;
- Cổ tức trích từ lợi nhuận sau thuế tạm tính: 10%-15%/năm.

4. PHƯƠNG ÁN HUY ĐỘNG VỐN

Với tổng mức đầu tư 5.744 tỷ đồng, vốn vay 70% tương đương 3.920 tỷ đồng, thì sẽ có 2 phương án vay. Phương án 1 sẽ bao gồm 500 tỷ trái phiếu chuyển đổi, 1.000 tỷ trái phiếu trơn và 2.420 tỷ vay ngân hàng thương mại trong nước.

Đối với phương án trái phiếu chuyển đổi, dự kiến thời điểm phát hành là cuối năm nay, do đó giải ngân sẽ rơi vào năm 2013. Lãi suất sau khi tham khảo các giao dịch trên thị trường sẽ vào khoảng 12-14%. Đối với phương án trái phiếu trơn 1.000 tỷ sẽ dự kiến chào bán làm 3 đợt cuối 2013, cuối 2014 và cuối 2015.

Mục đích của việc chào bán làm nhiều đợt là để làm giảm bớt áp lực thanh toán gốc trái phiếu khi đến hạn thanh toán. Với phương án này thì gốc trái phiếu sẽ đợt rải đều ra thanh toán trong 3 năm 2016, 2017 và 2018 khi đã có dòng tiền hỗ trợ từ dự án Thượng Kon Tum. Lãi suất dự kiến vào khoảng 13-15%, đương nhiên sẽ còn thay đổi tùy vào tình hình thị trường vào thời điểm phát hành. Còn lại là vay 2.420 tỷ từ ngân hàng trong nước.

4.1. Phương án 1

	Giá trị	Thời điểm phát hành	Lãi suất dự kiến bình quân *
Trái phiếu chuyển đổi	500 tỷ đồng	Cuối 2012, đầu 2013	12%-14%/năm
Trái phiếu trơn	1.000 tỷ đồng	Cuối 2013, cuối 2014, cuối 2015	13%-15%
Vay ngân hàng thương mại trong nước	2.420 tỷ đồng	Giải ngân theo tiến độ dự án	Lãi suất kỳ hạn 12 tháng trả sau của 4 ngân hàng thương mại + biên 3%-3,5%
Tổng vay	3.920 tỷ đồng		

❖ Trái phiếu chuyển đổi

- Tổng khối lượng phát hành: 500 tỷ đồng;
- Thời điểm phát hành: cuối 2012
- Thời điểm giải ngân: trong 2013;
- Thời hạn trái phiếu: 3 năm;
- Lãi suất dự kiến: 12%-14%, tùy thuộc vào tình hình thị trường;
- Giá chuyển đổi dự kiến: không thấp hơn 10.000 đồng/cp;
- Hình thức phát hành: phát hành ra công chúng cho cổ đông hiện hữu;
- Trong trường hợp không chào bán hết, số lượng trái phiếu còn lại sẽ được Đại hội đồng cổ đông ủy quyền cho Hội đồng quản trị quyết định phương án chào bán tiếp với điều kiện không thuận lợi hơn điều kiện chào bán cho cổ đông hiện hữu.

❖ Trái phiếu trơn

- Tổng khối lượng phát hành: 1.000 tỷ;
- Thời điểm giải ngân: dự kiến 200 tỷ đồng cuối 2013, 300 tỷ đồng cuối 2014 và 500 tỷ đồng cuối 2015;
- Thời hạn trái phiếu: 3 năm;
- Lãi suất dự kiến: 13%-15%, tùy thuộc vào tình hình tại thời điểm phát hành;
- Hình thức phát hành: phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư tổ chức;
- Loại trái phiếu: trái phiếu có bảo lãnh của ngân hàng BIDV.

❖ Vay ngân hàng thương mại trong nước

- Tổng mức vay: 2.420 tỷ đồng
- Ngân hàng cho vay: Hợp vốn BIDV (bao gồm BIDV, Đại Dương, Nam Á) và ACB
- Lãi suất dự kiến: Lãi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng trả sau của 4 ngân hàng thương mại + margin 3-3,5%/năm
- Thời hạn cho vay: 12 năm
- Thời gian ân hạn: 3 năm trong thời gian xây dựng
- Thời gian thanh toán gốc và lãi: 9 năm
- Phương thức trả gốc: trả gốc đều
- Phương thức trả lãi: lãi giảm dần theo số dư nợ còn lại
- Tài sản đảm bảo: tài sản hình thành từ dự án

❖ Cơ cấu vốn theo năm xây dựng

(Đvt: triệu đồng)

Năm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
Vốn đầu tư	1.515.589	1.630.890	1.625.800	827.991	108.400	35.750	5.744.420
Vốn CSH	454.677	489.267	487.740	248.397	108.400	35.750	1.824.231
Vốn nợ	1.060.913	1.141.623	1.138.060	579.594			3.920.189
Dòng tiền vay	1.060.913	1.141.623	1.138.060	579.594	-	-	3.920.189
Vay ngân hàng	1.060.913	441.623	838.060	79.594	-	-	2.420.189
PH TP tron		200.000	300.000	500.000			1.000.000
PH TPCĐ		500.000					500.000
Lãi vay vốn hóa	-	213.631	360.554	224.505	134.000	107.000	798.689
từ ngân hàng		153.631	273.554	160.005			587.189
từ TP tron			27.000	34.500	134.000	107.000	61.500
từ TP CĐ		60.000	60.000	30.000			150.000
Tổng mức đầu tư	1.515.589	1.630.890	1.625.800	827.991	108.400	35.750	5.744.420

Dòng tiền vay sẽ được phân bổ tương ứng với cơ cấu đầu tư qua từng năm. Ví dụ như năm 2013, tổng vốn nợ là 1.141 tỷ thì trong đó vay ngân hàng là 838 tỷ, vay trái phiếu tron là 200 tỷ, trái phiếu chuyển đổi là 500 tỷ. Phần lãi vay tương ứng với tổng mức vay 3.920 tỷ là 798 tỷ, trong đó vay ngân hàng là 587 tỷ, lãi trái phiếu tron là 61,5 tỷ, trái phiếu chuyển đổi là 150 tỷ. Vì nhà máy dự kiến hoạt động và có doanh thu vào giữa 2015, nên phần lãi vay phát sinh nửa sau 2015 không được vốn hóa vào tổng đầu tư nữa mà tính vào hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Do đó lãi vay vốn hóa vào 2015 chỉ tính bằng $\frac{1}{2}$ mức lãi vay phải trả trong năm đó cho từng loại.

❖ Dòng tiền dự phóng

(Đvt: triệu đồng)

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Dòng tiền HĐSX KD	479.518	473.093	380.739	490.425	682.929	822.899	930.199	1.028.156	1.010.845
Lợi nhuận sau thuế	334.405	330.066	311.105	306.554	319.441	386.203	494.669	585.301	568.049
Dòng tiền đầu tư	(1.071.859)	(1.153.791)	(1.628.793)	(830.744)	(131.903)	(58.993)	(22.973)	(22.692)	(22.399)
Dự án hiện tại	(16.500)	(9.000)	(9.000)	(9.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Dự án Thương Kon Tum	(1.515.589)	(1.630.890)	(1.625.800)	(827.991)	(108.400)	(35.750)	-	-	-
Trong đó ứng trước tới thời điểm hiện tại	454.677	480.323	-	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền HĐ Tài Chính	612.652	915.382	911.819	359.353	(731.151)	(831.151)	(1.031.151)	(659.272)	(659.272)
Phát hành/trả nợ TPCĐ	-	500.000	-	-	-	-	-	-	-
Phát hành/ trả nợ TP tron	-	200.000	300.000	500.000	(200.000)	(300.000)	(500.000)	-	-
Vay/trả nợ NH trong nước	1.060.913	441.623	838.060	79.594	(268.910)	(268.910)	(268.910)	(268.910)	(268.910)
Trả cổ tức	(206.241)	(206.241)	(206.241)	(206.241)	(256.241)	(256.241)	(256.241)	(384.362)	(384.362)
Tỷ lệ cổ tức dự kiến	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	15%	15%
Dòng tiền thuần	20.311	234.684	(336.235)	19.034	(180.125)	(67.245)	(123.925)	346.193	329.174
Tiền đầu kỳ	424.682	444.993	679.677	343.442	362.476	182.351	115.106	(8.819)	337.374
Tiền cuối kỳ	444.993	679.677	343.442	362.476	182.351	115.106	(8.819)	337.374	666.547

Đây là bảng dự phóng dòng tiền đến năm 2020 đối với phương án vay 1. Tỷ lệ cổ tức dự kiến mà Vĩnh Sơn có thể trả cho cổ đông, sau khi đã trừ các chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh, chi phí đầu tư cho dự án, chi phí lãi vay phải trả, các khoản thanh toán gốc vay ngắn hạn và dài hạn cho các khoản vay cũ, dòng tiền còn lại đảm bảo tỷ lệ cổ tức 10% từ 2012-2017, sau đó là 15% từ 2018-2020.

4.2. Phương án 2

Phương án vay thứ 2 khác phương án 1 ở khoản vay thiết bị nước ngoài với giá trị vay là 714 tỷ, tương đương 34 triệu USD và giá trị phát hành TP trơn còn 650 tỷ so với mức 1.000 tỷ trong phương án 1. Sở dĩ có sự khác nhau này là vì sau khi so sánh về chi phí lãi vay giữa việc vay thiết bị ngân hàng trong nước và vay nước ngoài thì thấy việc vay ngân hàng nước ngoài tiết kiệm hơn về mặt chi phí. Đồng thời giảm trái phiếu trơn đến giảm áp lực thanh toán gốc trong 2016, hỗ trợ cho dòng tiền doanh nghiệp. Còn lại là vay ngân hàng 2.100 tỷ, trái phiếu chuyển đổi 500 tỷ.

Lãi suất cố định tạm tính là 5,3% là phần lãi suất cố định (fix rate) trong lãi suất hoán đổi (interest rate swap). Lý do giả định về lãi suất vay này khác với mức lãi suất cố định hiện tại nêu trong hợp đồng vay là 4,75%, là vì có tính đến biến động LIBOR dự kiến là 4%/năm. Nếu mức lãi suất hiện tại là 4,75%/năm thì sau thời gian rút gốc khoảng 3 năm, lãi suất cố định này sẽ ở vào khoảng 5,3%/năm, và cố định trong suốt thời gian thanh toán còn lại.

	Giá trị	Thời điểm phát hành	Lãi suất dự kiến bình quân *
Trái phiếu chuyển đổi	500 tỷ đồng	Cuối 2012, đầu 2013	12%-14%/năm
Trái phiếu trơn	650 tỷ đồng	Cuối 2014, cuối 2015	13%-15%
Vay ngân hàng thương mại trong nước	2.056 tỷ đồng	Theo tiến độ dự án	Lãi suất kỳ hạn 12 tháng trả sau của 4 ngân hàng thương mại + biên 3%-3,5%
Vay thiết bị ngân hàng nước ngoài	715 tỷ đồng		Lãi suất cố định tạm tính 5,3%
Tổng vay	3.920 tỷ đồng		

❖ Trái phiếu chuyển đổi:

- Tổng khối lượng phát hành: 500 tỷ đồng;
- Thời điểm phát hành: cuối 2012
- Thời điểm giải ngân: trong 2013;
- Thời hạn trái phiếu: 3 năm;
- Lãi suất dự kiến: 12%-14%, tùy thuộc vào tình hình thị trường;
- Giá chuyển đổi dự kiến: không thấp hơn 10.000 đồng/cp;
- Hình thức phát hành: phát hành ra công chúng cho CĐHH;
- Trong trường hợp không chào bán hết, số lượng trái phiếu còn lại sẽ được ĐHCĐ ủy quyền cho HĐQT quyết định phương án chào bán tiếp với điều kiện không thuận lợi hơn điều kiện chào bán cho cổ đông hiện hữu.

❖ Trái phiếu trơn:

- Tổng khối lượng phát hành: 650 tỷ;
- Thời điểm giải ngân: dự kiến 325 tỷ đồng cuối 2014 và 325 tỷ đồng cuối 2015;
- Thời hạn trái phiếu: 3 năm;
- Lãi suất dự kiến: 13%-15%, tùy thuộc vào tình hình tại thời điểm phát hành;
- Hình thức phát hành: phát hành riêng lẻ cho NĐT tổ chức;
- Loại trái phiếu: trái phiếu có bảo lãnh của ngân hàng BIDV.

❖ **Vay thiết bị ngân hàng Raiffeisenlandesbank của Áo**

- Tổng mức cho vay tối đa: 34.006.559 USD
- Tổng thời gian trả lãi và gốc: ~ 13 năm
- Thời gian rút gốc: 34 tháng
- Thời gian thanh toán lãi và gốc: 120 tháng, chia làm 20 đợt, mỗi đợt cách nhau 6 tháng.
- Lãi suất thả nổi : 6 tháng USD LIBOR + margin 2,97%/năm (tạm tính trong thời gian rút gốc)
- Lãi suất cố định hiện tại: 4,75%
- Lãi suất cố định tạm tính sau thời gian rút gốc: 5,3%/năm (ước lượng biến động LIBOR 4%/năm)
- Phí cam kết: 0,35%/năm trên số dư chưa giải ngân trong thời gian rút gốc
- Phí quản lý: 0,75% trên tổng mức vay, trả một lần sau 30 ngày ký hợp đồng chính thức.
- Phí xử lý: EUR \$1.440
- Phí khác (đi lại, ăn ở tạm tính) : 20.000 USD

❖ Cơ cấu vốn theo năm xây dựng

(Đvt: triệu đồng)

Năm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
Vốn đầu tư	1.515.589	1.630.890	1.625.800	827.991	108.400	35.750	5.744.420
Vốn CSH	454.677	489.267	487.740	248.397	108.400	35.750	1.824.231
Vốn nợ	1.060.913	1.141.623	1.138.060	579.594	-	-	3.920.189
Dòng tiền vay	1.060.913	1.141.623	1.138.060	579.594	-	-	3.920.189
Vay NH trong nước	850.913	431.623	518.922	254.594	-	-	2.056.051
Vay NH nước ngoài	210.000	210.000	294.138	-	-	-	714.138
PH TP	-	-	325.000	325.000	-	-	650.000
PH TPCĐ	-	500.000	-	-	-	-	500.000
Lãi vay vốn hóa	-	216.457	305.091	195.455	87.750	87.750	717.004
từ NH trong nước	-	129.753	216.926	128.043	-	-	474.722
Từ NH nước ngoài	-	26.704	28.165	14.663	-	-	69.532
từ TP tron	-	-	-	22.750	87.750	87.750	22.750
từ TP CĐ	-	60.000	60.000	30.000	-	-	150.000
Tổng mức đầu tư	1.515.589	1.630.890	1.625.800	827.991	108.400	35.750	5.744.420

Cũng như trong phương án 1, dòng tiền vay được phân bổ theo tỷ lệ đầu tư từng năm, ví dụ trong 2013 là vay 431 tỷ, vay nước ngoài 210 tỷ, phát hành trái phiếu chuyển đổi 500 tỷ, trong 2014, vay ngân hàng trong nước 543 tỷ, ngân hàng nước ngoài 294 tỷ, phát hành trái phiếu tron là 300 tỷ. Tương tự tổng lãi vay vốn hóa là 717 tỷ, thấp hơn gần 80 tỷ so với mức 798 tỷ của phương án 1.

❖ Dòng tiền dự phóng(Đvt: triệu đồng)

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Dòng tiền HĐSX KD	479.518	473.093	380.739	513.163	719.994	854.649	963.977	1.038.105	1.020.131
Lợi nhuận sau thuế	334.405	330.066	311.105	329.292	356.506	417.953	528.447	595.250	577.335
Vốn lưu động dự kiến	60.113	73.027	(367)	(72.836)	(79.926)	(6.718)	(7.885)	(560)	(619)
Dòng tiền đầu tư	(1.071.859)	(1.153.791)	(1.628.793)	(830.744)	(131.903)	(58.993)	(22.973)	(22.692)	(22.399)
Dự án hiện tại	(16.500)	(9.000)	(9.000)	(9.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Dự án Thương Kon Tum	(1.060.913)	(1.150.567)	(1.625.800)	(827.991)	(108.400)	(35.750)	-	-	-
Trong đó ứng trước tới thời điểm hiện tại	454.677	480.323	-	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền HĐ Tài Chính	612.652	915.382	911.819	359.353	(622.935)	(1.028.005)	(1.031.329)	(709.784)	(713.376)
Phát hành/trả nợ TPCĐ	-	500.000	-	-	-	-	-	-	-
Phát hành/trả nợ TP tron	-	-	325.000	325.000	-	(325.000)	(325.000)	-	-
Vay/trả nợ ngân hàng trong nước	850.913	431.623	518.922	254.594	(228.450)	(228.450)	(228.450)	(228.450)	(228.450)
Vay /trả nợ ngân hàng nước ngoài	210.000	210.000	294.138	-	(80.995)	(84.193)	(87.517)	(90.972)	(94.564)
Trả cổ tức	(206.241)	(206.241)	(206.241)	(206.241)	(307.489)	(384.362)	(384.362)	(384.362)	(384.362)
Tỉ lệ cổ tức dự kiến	10%	10%	10%	10%	12%	15%	15%	15%	15%
Dòng tiền thuần	20.311	234.684	(336.235)	41.772	(34.843)	(232.349)	(90.325)	305.629	284.356
Tiền đầu kỳ	424.682	444.993	679.677	343.442	385.214	350.371	118.022	27.697	333.326
Tiền cuối kỳ	444.993	679.677	343.442	385.214	350.371	118.022	27.697	333.326	617.682

Do không phải thanh toán gốc trái phiếu vào 2016 và trả phần lãi vay thấp hơn, dẫn đến dòng tiền của phương án 2 tốt hơn so với phương án 1, thể hiện ở việc Công ty có thể chi trả cổ tức cao hơn cho cổ đông, cụ thể là 12% trong 2016 và 15% trong 2017, so với tỷ lệ 10% trong phương án 1.

4.3. So sánh 2 phương án

	Phương án 2	Phương án 1	Lãi suất dự kiến bình quân *
Trái phiếu chuyển đổi	500 tỷ đồng	500 tỷ đồng	12%-14%
Trái phiếu trơn	650 tỷ đồng	1.000 tỷ đồng	13%-15%
Vay ngân hàng thương mại trong nước	2.056 tỷ đồng	2.420 tỷ đồng	Lãi suất kỳ hạn 12 tháng trả sau của 4 ngân hàng thương mại + biên 3%-3,5%
Vay thiết bị ngân hàng nước ngoài	714 tỷ đồng		Lãi suất cố định USD tạm tính 5,3%
Tổng vay	3.920 tỷ đồng	3.920 tỷ đồng	

❖ So với phương án 1, phương án 2 có những ưu điểm sau

- Giảm sức ép thanh toán gốc trái phiếu
- Thời gian vay linh hoạt hơn
- Tốt hơn về mặt dòng tiền, do có lợi về chi phí vốn vay USD
- Tỷ lệ trả cổ tức dự kiến cao hơn trong các năm 2016-2018
- Biến động tỷ giá USD trong phương án vay thiết bị ngân hàng nước ngoài được tính vào giá bán điện trong các năm hoạt động

Tuy nhiên phương án phát hành này, mà cụ thể là dòng tiền của dự án qua các năm, như đã trình bày ở trên, sẽ bị ảnh hưởng khi các giả định trong mô hình thay đổi. Do đó trong phần tiếp theo sẽ xem xét đến những thay đổi trong giả định sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền như thế nào.

4.4. Những thay đổi trong giả định ảnh hưởng đến dòng tiền

Cụ thể phần thay đổi sẽ ảnh hưởng nhiều nhất đến lợi nhuận hoạt động sản xuất kinh doanh và dòng tiền của công ty chính là doanh thu, mà trong đó là 2 biến sản lượng và giá bán điện.

Hiện tại thì giá bán điện vẫn chưa thỏa thuận xong với EVN, hiện đang dùng giá bán điện bình quân là 563 đồng cho 2 nhà máy Vĩnh Sơn, Sông Hinh và 931 đồng cho nhà máy Thượng Kon Tum. Sản lượng hiện tại đang giả định ở mức 850 triệu kwh và 1083 triệu kwh. Nếu mức sản lượng trong các năm tới chỉ bằng 95% mức hiện tại thì sẽ thiếu 159 tỷ trong 2017, 300 tỷ trong 2018 và 84 tỷ trong 2019. Với việc thiếu hụt dòng tiền như vậy thì công ty sẽ cần phải huy động thêm 300 tỷ nữa hoặc sẽ phải ngưng trả cổ tức trong 1 năm, có thể là năm 2016.

Tương tự như vậy, nếu sản lượng chỉ bằng 90% mức hiện tại thì công ty cần huy động thêm khoảng 600 tỷ hoặc không trả cổ tức trong 2 năm. Tương tự với những thay đổi trong giá bán điện. Bảng dưới đây là dòng tiền của công ty khi cả 2 biến sản lượng và giá bán điện cùng thay đổi ở mức bằng 95% mức hiện tại.

(Đvt: triệu đồng)

	2016	2017	2018	2019	2020	Huy động thêm	Hoặc không trả cổ tức trong:
Độ nhạy của dòng tiền theo sản lượng							
Sản lượng (95% của mức hiện tại)		-159	-307	-84	300		1 năm
Sản lượng (90% của mức hiện tại)	-21	-370	-586	-429	-285	600	2 năm
Sản lượng (85% của mức hiện tại)	-185	-604	-891	-803	-725	900	3 năm
Độ nhạy của dòng tiền theo giá bán điện							
Giá bán điện (95% của mức hiện tại)		-149	-295	-70	300		1 năm
Giá bán điện (90% của mức hiện tại)	-41	-394	-613	-459	-319	620	2 năm
Giá bán điện (85% của mức hiện tại)	-215	-639	-931	-849	-775	950	3 năm
Độ nhạy của dòng tiền theo sản lượng và giá bán điện							
Sản lượng (95% của mức hiện tại)							
Giá bán điện (95% của mức hiện tại)	-22	-370	-584	-425	-279	600	2 năm

4.5. Kết luận

Qua các tính toán và so sánh giữa hai phương án thì phương án 2 cho thấy hiệu quả cao hơn so với phương án 1 do những nguyên nhân sau:

- ✓ Chi phí vốn thấp hơn
- ✓ Sức ép thanh toán gốc của vay ngân hàng ít hơn so với phát hành TP tron
- ✓ Thời gian cho vay dài và linh hoạt hơn
- ✓ Có lợi hơn về mặt dòng tiền, do đó có thể tăng tỷ lệ trả cổ tức
- ✓ Biến động tỷ giá USD và biến động LIBOR trong phương án vay thiết bị ngân hàng nước ngoài được tính vào giá bán điện.

Chính vì vậy, đơn vị tư vấn đề xuất thực hiện phương án 2. Phương án cụ thể được trình bày trong phần 5 Phương án phát hành.

5. PHƯƠNG ÁN PHÁT HÀNH ĐỀ XUẤT

5.1. Phương án trái phiếu tron

- Tổng khối lượng phát hành: 650 tỷ;
- Thời điểm giải ngân: dự kiến 325 tỷ đồng cuối 2014 và 325 tỷ đồng cuối 2015;
- Thời hạn trái phiếu: 3 năm;
- Lãi suất dự kiến: 13%-15%, tùy thuộc vào tình hình tại thời điểm phát hành;
- Hình thức phát hành: phát hành riêng lẻ cho NĐT tổ chức;
- Loại trái phiếu: trái phiếu có bảo lãnh của ngân hàng BIDV.

❖ Cơ sở pháp lý cho việc phát hành trái phiếu tron

VB luật điều chỉnh	Các điều kiện phát hành	
Điều 13 Nghị định 90/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp	Doanh nghiệp có thời gian hoạt động tối thiểu là một (01) năm kể từ ngày doanh nghiệp chính thức đi vào hoạt động	Thỏa mãn
	Kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh của năm liền kề trước năm phát hành phải có lãi theo báo cáo tài chính được kiểm toán bởi Kiểm toán Nhà nước hoặc tổ chức kiểm toán độc lập được phép hoạt động hợp pháp tại Việt Nam.	Thỏa mãn
	Báo cáo tài chính được kiểm toán của doanh nghiệp phát hành phải là báo cáo kiểm toán nêu ý kiến chấp nhận toàn phần.	Không thỏa mãn
	Có phương án phát hành trái phiếu được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt và chấp thuận.	Cần thông qua

5.2. Phương án trái phiếu chuyển đổi

- Tổng giá trị phát hành: 500 tỷ đồng mệnh giá;
- Thời điểm phát hành: cuối 2012;
- Thời điểm giải ngân: trong 2013;
- Thời hạn trái phiếu: 3 năm;
- Lãi suất dự kiến: 12%-14%, tùy thuộc vào tình hình thực tế; có tham khảo các giao dịch hiện tại trên thị trường;
- Giá chuyển đổi dự kiến: không thấp hơn 10.000 đồng/cp;
- Cổ phiếu chuyển đổi: là cổ phiếu phổ thông với đầy đủ các quyền;
- Hình thức phát hành: phát hành cho cổ đông hiện hữu;
- Trong trường hợp không chào bán hết, số lượng trái phiếu còn lại sẽ được ĐHĐCĐ ủy quyền cho HĐQT quyết định phương án chào bán tiếp với điều kiện không thuận lợi hơn điều kiện chào bán cho cổ đông hiện hữu.

❖ Cơ sở pháp lý cho việc phát hành trái phiếu chuyển đổi ra công chúng

VB luật điều chỉnh	Các điều kiện phát hành	
Điều 12 Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11	Doanh nghiệp có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán	Thỏa mãn
	Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký chào bán phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký chào bán	Thỏa mãn
	Có phương án phát hành và phương án sử dụng vốn thu được từ đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua	Cần thông qua
	Có cam kết thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư về điều kiện phát hành, thanh toán, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư và các điều kiện khác	Cần cam kết
Khoản 7 Điều 1 Luật sửa đổi bổ sung Luật chứng khoán số 62/2010/QH12	Công ty đại chúng đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng phải cam kết đưa chứng khoán vào giao dịch trên thị trường có tổ chức trong thời hạn một năm, kể từ ngày kết thúc đợt chào bán được Đại hội đồng cổ đông thông qua	Cần cam kết
Khoản 8 Điều 5 Điều lệ Công ty	Công ty có thể phát hành các loại chứng khoán khác khi được ĐH CĐ thông qua bằng văn bản và phù hợp với quy định của Pháp luật về Chứng khoán và TT Chứng khoán	Cần thông qua

Thông tư 17/2007/TT-BTC hướng dẫn Nghị định 14/2007/NĐ-CP	Hồ sơ phát hành Trái phiếu ra công chúng phải có Báo cáo Tài chính kiểm toán không bị ngoại trừ trọng yếu	Không thỏa mãn
--	---	-------------------

Tóm lại, doanh nghiệp không đáp ứng đầy đủ các điều kiện phát hành trái phiếu chuyển đổi ra công chúng do ý kiến kiểm toán ngoại trừ, cụ thể:

- Ý kiến loại trừ liên quan đến mục chênh lệch tỷ giá đang được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán hợp nhất 2011.
- Các hạn chế về phạm vi kiểm toán liên quan đến mức giá mua bán điện áp dụng tạm thời cho năm 2010 và 2011 giữa Công ty và Tập đoàn Điện lực Việt Nam và khoản cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam vay chưa được gia hạn và thu hồi.

❖ Hai đơn vị tư vấn đề xuất hướng xử lý như sau:

- Có công văn xin ý kiến của Bộ Tài Chính liên quan đến các khoản ngoại trừ về giá và nợ của EVN.

5.3. Các phương án dự phòng

❖ Phương án phát hành riêng lẻ cổ phiếu ưu đãi cổ tức hoàn lại, chuyển đổi

VB luật điều chỉnh	Các điều kiện phát hành	
Điều 4 Nghị định 58	Có QĐ của ĐHCĐ thông qua phương án chào bán và sử dụng tiền thu được; xác định rõ đối tượng, số lượng nhà đầu tư;	Cần thông qua
	Đáp ứng các điều kiện khác theo quy định của pháp luật chuyên ngành trong trường hợp TCPH là DN thuộc lĩnh vực ngành, nghề kinh doanh có điều kiện	Thỏa mãn
Khoản 6 Điều 1 Luật sửa đổi bổ sung Luật chứng khoán	Việc chuyển nhượng cổ phiếu, trái phiếu riêng lẻ bị hạn chế tối thiểu một năm, kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán, trừ trường hợp chào bán riêng lẻ theo chương trình lựa chọn cho người lao động trong công ty, chuyển nhượng chứng khoán đã chào bán của cá nhân cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, chuyển nhượng chứng khoán giữa các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, theo quyết định của Tòa án hoặc thừa kế theo quy định của pháp luật	Cần cam kết
	Các đợt chào bán cổ phần hoặc trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ phải cách nhau ít nhất sáu tháng	Thỏa mãn
Khoản 4 Điều 5 Điều lệ Công ty	Công ty có thể phát hành các loại cổ phần ưu đãi khác sau khi có sự chấp thuận của ĐHCĐ và phù hợp với quy định của pháp luật	Cần thông qua

Đã có tiền lệ phát hành của công ty NBB vào T1/2011

❖ **Phương án nợ chuyển đổi**

a. Có văn bản thông báo đến UBCK và Sở giao dịch chứng khoán, nội dung bao gồm:

- Thông tin đơn vị cho vay
- Số tiền vay
- Hình thức vay
- Ngày phát hành
- Ngày trả nợ
- Thời hạn vay
- Lãi suất vay
- Kế hoạch trả lãi

b. Phương án chuyển đổi có thể xin ý kiến ĐHCĐ và UBCK trước thời điểm chuyển đổi;

c. Đã có tiền lệ thực hiện là công ty GMD, phát hành nợ chuyển đổi vào T2/2012.