

Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ26,800
Tiềm năng tăng/giảm: 26.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/10/2025)	21,200
Mã Bloomberg	ELC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,429-26,001
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,130
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,334
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	88.7
Slg CP lưu hành (tr.đv)	110
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	53.9
Slg CP NN được mua (tr.đv)	51.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.68%
Tỷ lệ freefloat	65.0%
Cổ đông lớn	Phan Chiến Thắng (7.54%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.48)	(3.85)	6.51
So với chỉ số	(9.91)	(17.9)	(27.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	1,064	-	N/a
2026F	1,266	-	N/a
2027F	1,494	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

ELC là doanh nghiệp cung cấp các giải pháp thông minh với 30 năm kinh nghiệm và năng lực trong các lĩnh vực Giao thông thông minh, viễn thông, an ninh quốc phòng và chuyển đổi số.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Câu chuyện tăng trưởng ở mảng ITS đầy hứa hẹn; khuyến nghị lần đầu Mua vào

- HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với CTCP Elcom (ELC) với giá mục tiêu 26.800đ, tiềm năng tăng giá: 26%). ELC, một công ty có vốn hóa nhỏ, là nhà cung cấp giải pháp thông minh hàng đầu với bề dày thành tích trong các lĩnh vực như hệ thống giao thông thông minh (ITS), viễn thông, an ninh-quốc phòng (S-D) và chuyển đổi số (DX).
- Với thành tích ấn tượng trong việc giành được các gói thầu ITS, ELC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ chủ trương số hóa hạ tầng tại Việt Nam. Chúng tôi dự báo EPS tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2024-2027 ở mức 22%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, ELC giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn khoảng 30% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi kỳ vọng mức định giá này sẽ cao hơn nhờ công ty có một khoản hoàn nhập dự phòng ở mức trung bình.

Nhà cung cấp giải pháp thông minh với 30 năm kinh nghiệm

Được thành lập cách đây 30 năm bởi năm nhà sáng lập có trình độ chuyên môn cao và đầy nhiệt huyết, ELC hiện là nhà cung cấp giải pháp thông minh hàng đầu trong 4 lĩnh vực chính bao gồm hệ thống giao thông thông minh – động lực tăng trưởng quan trọng trong ngắn hạn – viễn thông, an ninh-quốc phòng và chuyển đổi số. Ở từng lĩnh vực chủ chốt này, ELC đều xây dựng thành công hồ sơ năng lực vững chắc, thông qua việc giành được các gói thầu từ các khách hàng lớn bao gồm các cơ quan Nhà nước (như Bộ Quốc phòng, Bộ Công an, cơ quan công an của các tỉnh) và các nhà mạng lớn.

Hưởng lợi từ chủ trương số hóa hạ tầng của Việt Nam

Việt Nam đang trong giai đoạn đẩy mạnh quá trình số hóa cơ sở hạ tầng, với nhiều giải pháp thông minh, trong đó có hệ thống giao thông thông minh (trên đường cao tốc) và hệ thống camera giám sát (trong các thành phố). Trong tháng 5-6/2025, các công ty liên doanh (ELC sở hữu 50% cổ phần) đã giành được các gói thầu ITS trị giá 700 tỷ đồng thi công các dự án thành phần của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1. Đồng thời, ELC cũng giành được các gói thầu lắp đặt hệ thống camera giám sát từ công an tỉnh Thanh Hóa (27 tỷ đồng, năm 2025), Phú Thọ (225 tỷ đồng, năm 2024) và Huế (41 tỷ đồng, năm 2023). Chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành 5.000 km đường cao tốc vào năm 2030, và 3.000 km vào cuối năm 2025, và tất cả các tuyến đường đều phải lắp đặt hệ thống giao thông thông minh. Ngoài ra, việc phát triển mô hình thành phố thông minh, trong đó hệ thống giao thông thông minh là yếu tố quan trọng, cũng bắt buộc phải lắp đặt hệ thống camera giám sát. Dựa trên những động lực tăng trưởng này, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của ELC sẽ tăng trưởng lần lượt 29%/19%/18% trong các năm 2025/2026/2027 (tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 22%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 thấp hơn khoảng 30% so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực. Với lợi nhuận được kỳ vọng tăng trưởng tích cực và câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng định giá của công ty sẽ phục hồi về mức bình quân quá khứ và có thể cao hơn. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với ELC, với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 26.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 26%. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2025 lần lượt ở mức 25,2 lần và 21,2 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	61.8	116	126	152	178
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	77.7	95.4	123	147	173
EPS ĐC (đồng)	674	822	1,064	1,266	1,494
DPS (đồng)	0	0	0	500	500
BVPS (đồng)	11,689	12,692	13,101	13,868	14,861
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.9	12.7	17.8	15.6	13.6
P/E ĐC (lần)	31.5	25.8	19.9	16.7	14.2
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	2.36	2.36
P/B (lần)	1.81	1.67	1.62	1.53	1.43
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	151	22.0	29.6	19.0	17.9
ROAE (%)	8.40	9.45	9.87	9.89	10.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Vốn hóa nhỏ nhưng có câu chuyện tập trung vào CNTT/hạ tầng; Khuyến nghị lần đầu Mua vào	3
Bước vào giai đoạn ‘tăng trưởng’, được thúc đẩy bởi quá trình số hóa hạ tầng của Việt Nam	3
Khuyến nghị lần đầu Mua vào, với giá mục tiêu 26.800đ	5
Tổng quan doanh nghiệp	7
Thăng trầm trong thập kỷ qua	7
Định hình và quy mô của công ty hiện nay	9
Ban lãnh đạo và cổ đông	13
Phân tích sâu hơn về các mảng kinh doanh chính của ELC	15
Hệ thống giao thông thông minh (ITS)	15
Viễn thông	18
An ninh - Quốc phòng	18
Chuyển đổi số	19
Dự báo lợi nhuận	20
Phân tích KQKD nửa đầu năm 2025	20
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027	21
Định giá và khuyến nghị	25
Kết luận và phương pháp định giá	25
Bối cảnh định giá	26
Phụ lục: Mạng lưới đường cao tốc của Việt Nam	30
Lịch sử phát triển	30
Đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông: Góc nhìn cận cảnh	30

Vốn hóa nhỏ nhưng có câu chuyện tập trung vào CNTT/hạ tầng; Khuyến nghị lần đầu Mua vào

Với bề dày thành tích 30 năm và năng lực đã được kiểm chứng, nhà cung cấp giải pháp thông minh ELC có vị thế tốt để hưởng lợi từ quá trình số hóa của Việt Nam, đặc biệt trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng. HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần của công ty sẽ tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 22% và 37%. ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 thấp hơn khoảng 30% so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với cổ phiếu có vốn hóa nhỏ ELC (2,4 nghìn tỷ đồng/90 triệu USD) nhưng có câu chuyện tăng trưởng và giá mục tiêu 26.800đ (tiềm năng tăng giá 26%). Với kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng tích cực và câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn tươi sáng, chúng tôi cho rằng ELC là một cổ phiếu có câu chuyện tăng trưởng tốt.

Bước vào giai đoạn ‘tăng trưởng’, được thúc đẩy bởi quá trình số hóa hạ tầng của Việt Nam

Việt Nam đang hướng tới việc quản lý giao thông thông minh, nhất là khi Chính phủ công nhận logistics là yếu tố sống còn đối với sự phát triển kinh tế-xã hội. Như một phần không thể thiếu trong nỗ lực số hóa cơ sở hạ tầng, tất cả các dự án thành phần của các dự án đường cao tốc và các thành phố lớn được yêu cầu phải lắp đặt hệ thống ITS. Dựa trên mục tiêu đầy tham vọng của Chính phủ trong việc mở rộng mạng lưới đường cao tốc (5.000 km vào năm 2030, từ mức dự kiến khoảng 3.000 km vào cuối năm nay), HSC ước tính nhu cầu lắp đặt hệ thống ITS vào khoảng 5 nghìn tỷ đồng cho 2.000 km vừa mới được bổ sung cho giai đoạn 2025-2030.

Trong khi đó, Việt Nam cũng đang hướng tới quản lý đô thị thông minh. Đây là phân khúc thuộc mảng an ninh-quốc phòng của ELC. Chủ trương này sẽ thúc đẩy nhu cầu lắp đặt hệ thống camera giám sát từ công an các tỉnh, với tổng vốn đầu tư trên toàn quốc ước tính khoảng 20 nghìn tỷ đồng đến năm 2030.

Đáng chú ý, ELC đã có bề dày thành tích ở hai mảng này, đóng góp tổng cộng 64% tổng doanh thu và 57% tổng lợi nhuận gộp trong năm 2024. Gần đây, công ty giành được nhiều gói thầu lớn. Đáng chú ý, trong tháng 5-6/2025, các công ty liên doanh (ELC sở hữu 50% cổ phần) đã giành được các gói thầu ITS trị giá 700 tỷ đồng để thi công các dự án thành phần của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1. Đồng thời, ELC cũng giành được các gói thầu lắp đặt hệ thống camera giám sát từ công an tỉnh Thanh Hóa (27 tỷ đồng, năm 2025), Phú Thọ (225 tỷ đồng, năm 2024) và Huế (41 tỷ đồng, năm 2023).

Bảng 1: Tình hình hệ thống giao thông thông minh (ITS) và các tuyến cao tốc trọng điểm tại Việt Nam.

Thị phần mảng giao thông thông minh của ELC ước tính sẽ tăng từ mức 20% hiện nay lên 40% , sau giai đoạn 1 của dự án cao tốc Bắc Nam (tính theo số lượng dự án).

	Đường cao tốc	Chiều dài (km)	Nhà thầu ITS
Các tuyến cao tốc đã hoàn thiện hệ thống ITS		593	
1	Hà Nội - Hải Phòng	106	ITD*
2	Hạ Long - Vân Đồn	60	N/a
3	TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây	55	Nhà thầu Nhật Bản
4	TP.HCM - Trung Lương	62	Nhà thầu Hàn Quốc
5	Trung Lương - Mỹ Thuận	52	HHV
6	Pháp Vân - Cầu Giẽ	32	N/a
7	Cầu Giẽ - Ninh Bình	50	N/a
8	Diễn Châu - Bãi Vọt	49	ELC
9	Nha Trang - Cam Lâm	49	ELC
10	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	79	HHV
Các tuyến cao tốc đang triển khai ITS (toàn bộ đều thuộc cao tốc Bắc - Nam gđ 1)		356	
1	Mai Sơn - Quốc Lộ 45	63	ELC - ETC
2	Quốc Lộ 45 - Nghi Sơn	43	ELC - HITD
3	Nghi Sơn - Diễn Châu	50	Viettel - VVA
4	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	101	ELC - ETC
5	Phan Thiết - Dầu Giây	99	ELC - ETC

Ghi chú: *CTCP Công nghệ ITD Technology JSC (không thuộc danh sách khuyến nghị của HSC).

Nguồn: Bộ Xây dựng

Với những thành tích đã đạt được, chúng tôi dự báo ELC sẽ có thể giành được ít nhất 70% các gói thầu ITS cho dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 (với tổng giá trị khoảng 1,7 nghìn tỷ đồng) và 70% các gói thầu ITS cho 2.000 km mới sẽ được bổ sung trong giai đoạn 2025-2030 (với tổng giá trị ước tính 5 nghìn tỷ đồng). Trong khi đó, đối với camera giám sát – một thị trường còn khá non trẻ nhưng chúng tôi tin rằng đang phát triển nhanh chóng – chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ giành được 20% tổng số gói thầu từ lực lượng công an các tỉnh.

Với các động lực tăng trưởng chính đến từ hai cơ hội kinh doanh này, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của ELC sẽ tăng trưởng vững chắc, lần lượt 29%/19%/18% trong các năm 2025/2026/2027, đạt 123 tỷ đồng, 147 tỷ đồng và 173 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22%.

Bảng 2: Thực tế và dự báo số liệu KQKD chính, ELC

HSC dự báo tốc độ CAGR trong 3 năm của doanh thu thuần sẽ đạt 31%, và lợi nhuận thuần đạt 18% (từ 2024-2027)

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng			2024A-27F CAGR
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	800	1,441	1,756	2,067	80.2%	21.8%	17.7%	37.2%
Lợi nhuận gộp	244	299	362	426	22.4%	21.3%	17.5%	
Chi phí BH&QL	(138)	(187)	(228)	(269)	36.1%	21.8%	17.7%	
LNTT	115	151	180	212	31.2%	19.0%	17.9%	
Lợi nhuận thuần	95	123	147	173	29.2%	19.0%	17.9%	21.9%

Nguồn: HSC

Bảng 3: So sánh với các công ty cùng ngành, ELC

ELC hiện giao dịch ở mức chiết khấu khoảng 30% so với trung vị ngành trong khu vực

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2025 P/E	2026 P/E
Finatext Holdings Ltd	4419 JP	NHẬT BẢN	413	99.6	49.5
Protean eGov Technologies Ltd	PROTEAN IN	ẤN ĐỘ	383	33.7	30.1
EMRO Inc	058970 KS	SOUTH KOREA	358	38.0	26.6
Global Security Experts Inc	4417 JP	NHẬT BẢN	332	47.5	32.9
WITS Corp	4953 TT	ĐÀI LOAN	300	16.7	14.3
Saksoft Ltd	SAK IN	ẤN ĐỘ	280	21.3	18.0
Itfor Inc	4743 JP	NHẬT BẢN	277	14.7	14.2
Densan System Holdings Co Ltd	4072 JP	NHẬT BẢN	242	13.9	11.1
NCD Co Ltd/Shinagawa	4783 JP	NHẬT BẢN	160	12.1	11.5
Ad-sol Nissin Corp	3837 JP	NHẬT BẢN	152	20.7	17.8
Cybertrust Nhật bản Co Ltd	4498 JP	NHẬT BẢN	148	11.4	20.9
SmartDrive inc	5137 JP	NHẬT BẢN	108	42.5	27.8
LGMS Bhd	LGMS MK	MALAYSIA	87	36.8	28.9
Ridge-i Inc	5572 JP	NHẬT BẢN	75	72.9	51.0
Trung bình			122	34.4	25.3
Trung vị			128	27.5	23.8
CTCP Công Nghệ - Viễn Thông Elcom (ELC)	ELC VN	VIỆT NAM	87	20.2	17.7
<i>So với bình quân</i>			-26%	-39%	-36%
<i>So với trung vị</i>			-30%	-31%	-31%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Khuyến nghị lần đầu Mua vào, với giá mục tiêu 26.800đ

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với ELC với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 26.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 26%. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 25,2 lần và 21,2 lần. Chúng tôi cho rằng ELC là cổ phiếu có vốn hóa nhỏ nhưng có câu chuyện tăng trưởng tốt. Hiện tại, vốn hóa thị trường của cổ phiếu đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (90 triệu USD) và giá trị giao dịch bình quân 5 ngày là 12 tỷ đồng.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 thấp hơn khoảng 30% so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực (14 công ty niêm yết trên các sàn giao dịch ở Châu Á, trong đó 7 công ty từ Nhật Bản).

Đáng chú ý, chúng tôi không thấy có đối thủ cạnh tranh trực tiếp nào được niêm yết tại Việt Nam. FPT (Mua vào, Giá mục tiêu 122.300đ), công ty CNTT duy nhất trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, có doanh thu năm 2024 và vốn hóa thị trường lần lượt lớn hơn ELC khoảng 80 lần và 65 lần. Đây là một công ty CNTT có quy mô toàn cầu, hoạt động trong lĩnh vực gia công phần mềm và một số mảng kinh doanh trong lĩnh vực CNTT khác. Đáng chú ý, FPT hoàn toàn không hoạt động trong lĩnh vực ITS (cũng như S-D), nhưng có tham gia lĩnh vực chuyển đổi số (DX).

Các công ty có vốn hóa nhỏ đến trung bình trong lĩnh vực viễn thông-CNTT/hạ tầng – bao gồm CTR (Tăng tỷ trọng, Giá mục tiêu 104.800đ), CMG, HHV và ITD – cũng không phải là đối thủ cạnh tranh trực tiếp vì các công ty này có định hướng và mô hình kinh doanh khác với ELC. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn so sánh những công ty này với ELC cho các nhà đầu tư muốn đầu tư vào các công ty công nghệ vốn hóa nhỏ đến trung bình. Vốn hóa của ELC nhỏ hơn, chỉ bằng 2/3 vốn hóa bình quân của các công ty này và P/E dự phóng của ELC từ tương đương đến thấp hơn một chút.

Bảng 4: Các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Việt Nam, được chọn lọc trong nhóm công ty CNTT – viễn thông/CSHT vốn hóa vừa và nhỏ

Cổ phiếu ELC đang giao dịch ở mức P/E dự phóng ngang hoặc thấp hơn một chút so với nhóm doanh nghiệp cùng ngành này.

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2024 P/E	2025F P/E	2026F P/E
CTCP Xây dựng Viettel	CTR*	371	24.4	22.0	20.1
Tập đoàn Công nghệ CMC	CMG	309	23.4	21.3	N/a
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	278	17.3	15.4	N/a
Công nghệ ITD	ITD	13	7.3	N/a	N/a
Bình quân		243	18.1	19.6	20.1
Trung vị		294	20.4	21.3	20.1
CTCP Công Nghệ - Viễn Thông Elcom (ELC)	ELC	87	26.2	20.2	17.7
<i>So với bình quân</i>		<i>-64%</i>	<i>45%</i>	<i>3%</i>	<i>-12%</i>
<i>So với trung vị</i>		<i>-70%</i>	<i>29%</i>	<i>-5%</i>	<i>-12%</i>

Ghi chú: *HS khuyến nghị; tính theo dự báo của HSC, với các công ty khác theo mục tiêu công ty.
Nguồn: HSC, dữ liệu các công ty, Bloomberg

Rủi ro đối với khuyến nghị và giá mục tiêu của HSC

Đối với mảng ITS chủ chốt, các rủi ro chính bao gồm khả năng chậm triển khai các dự án đường cao tốc và cạnh tranh. Đối với tất cả các mảng kinh doanh của công ty, các rủi ro tiềm tàng khác có thể liên quan đến tỷ trọng đóng góp doanh thu và những biến động trong KQKD của từng quý.

Chậm triển khai các dự án đường cao tốc

Đối với mảng ITS, ELC sẽ phải chờ các dự án đường cao tốc hoàn thành mới có thể lắp đặt hệ thống. Do đó, KQKD mảng này cũng sẽ phụ thuộc vào tiến độ thi công của các dự án đường cao tốc. Khi các dự án này được triển khai chậm tiến độ, KQKD của công ty cũng bị ảnh hưởng tiêu cực và không đạt như kỳ vọng.

Rủi ro cạnh tranh

Trong mảng ITS, ELC phải cạnh tranh với các đối thủ đáng gờm như nhà mạng lớn nhất Việt Nam Viettel (tư nhân/chưa niêm yết), nhà mạng lớn thứ hai Việt Nam (VNPT; tư nhân/chưa niêm yết) và CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV; chưa khuyến nghị). Các đối thủ này có nhiều kinh nghiệm về kỹ thuật và năng lực triển khai dự án tốt và sẽ tham gia đấu thầu ITS trong thời gian tới. Tuy nhiên, với bề dày thành tích ngày càng được nâng cao, sau khi giành phần lớn các gói thầu ITS của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1, HSC kỳ vọng ELC có thể tận dụng lợi thế này để giành thêm các gói thầu ITS tiếp theo.

Rủi ro đến từ tỷ trọng đóng góp doanh thu

Bên cạnh hai rủi ro lớn đã thảo luận ở phần trên, chúng cũng thấy rủi ro liên quan đến tỷ trọng đóng góp doanh thu ở mảng viễn thông vì Viettel đóng góp từ 1/2 đến 2/3 doanh thu của mảng này. Việc mất khách hàng này có thể ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của cả mảng.

Biến động trong KQKD hằng quý

Do HĐKD của ELC dựa trên dự án nên KQKD hằng quý có xu hướng biến động theo thời điểm hoàn thành dự án. Trong những năm gần đây, công ty chủ yếu ghi nhận lợi nhuận trong nửa cuối năm và đặc biệt là quý 4 (năm nay cũng diễn ra tương tự), nên nhà đầu tư gặp khó khăn trong việc dự báo lợi nhuận. Tuy nhiên, với việc Chính phủ đẩy mạnh triển khai các dự án đầu tư công, HSC kỳ vọng ELC sẽ giành được đủ số lượng dự án chưa triển khai cho cả năm và do đó, khả năng lợi nhuận sẽ ít bị dồn vào một hoặc hai quý.

Trong khi đó, do HĐKD dựa theo tiến độ triển khai của các dự án nên KQKD của ELC sẽ kém thường xuyên và ổn định hơn so với những công ty có HĐKD theo hợp đồng.

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1995, kinh doanh trong lĩnh vực truyền thống là điện tử viễn thông, ELC đã lớn mạnh thành nhà cung cấp giải pháp công nghệ thông minh giàu kinh nghiệm. Trong quá trình phát triển, bên cạnh mảng kinh doanh truyền thống, ELC đã dần bổ sung các mảng kinh doanh khác bao gồm ITS, S-D và DX. Năm thành viên sáng lập tiếp tục giữ các vị trí chủ chốt, trong khi BLĐ nắm giữ tổng cộng 29% cổ phần.

Thăng trầm trong thập kỷ qua

Giai đoạn thăng hoa...

Được thành lập cách đây 30 năm bởi các nhà sáng lập đầy nhiệt huyết với trình độ chuyên môn cao về công nghệ, ELC bắt đầu kinh doanh trong lĩnh vực nghiên cứu và phát triển các ứng dụng cho lĩnh vực viễn thông. Nhờ sự bùng nổ của mạng 2G trong thập kỷ đầu tiên của thiên niên kỷ mới, HĐKD của ELC cũng đã phát triển mạnh. Một số sản phẩm thành công của công ty là 'Nhạc chuông chờ' (CBRT), 'Thông báo cuộc gọi nhớ' (MCA), 'nhật ký cuộc gọi' (phonelog) và 'chuyển vùng tin nhắn quốc tế' (SMSRoaming). Vào năm 2010, ELC được niêm yết trên sàn HSX; lợi nhuận thuần của công ty cũng đạt đỉnh trong năm đó ở mức 170 tỷ đồng.

...và suy thoái...

Tuy nhiên, kể từ khi niêm yết trên sàn HSX vào năm 2010, ELC bắt đầu bước vào một thập kỷ suy thoái khi công nghệ viễn thông thay đổi nhanh chóng, với các thế hệ mạng mới (3G và 4G) liên tục được ra mắt, trong khi ELC không đuổi kịp tốc độ thay đổi chóng mặt của công nghệ.

Kết quả là, doanh thu giảm xuống còn 331 tỷ đồng trong năm 2014 (từ 753 tỷ đồng trong năm 2010) và chủ yếu dao động trong khoảng 400-500 tỷ đồng trong giai đoạn 2011-2018. Tuy nhiên, năm 2016 là một ngoại lệ, khi doanh thu đạt mức kỷ lục 1.302 tỷ đồng – nhờ mảng viễn thông, khi ELC hoàn thành lắp đặt đường dây mạng Bắc-Nam dài 1.400 km cho nhà mạng Mobifone – một dự án ghép nhiều bước sóng trên cùng một sợi quang (DWDM) – cộng với tăng trưởng lợi nhuận ở các mảng kinh doanh khác. Trong khi đó, lợi nhuận thuần cũng biến động theo doanh thu, giảm mạnh từ 170 tỷ đồng trong năm 2010 xuống mức đáy 9 tỷ đồng trong năm 2018.

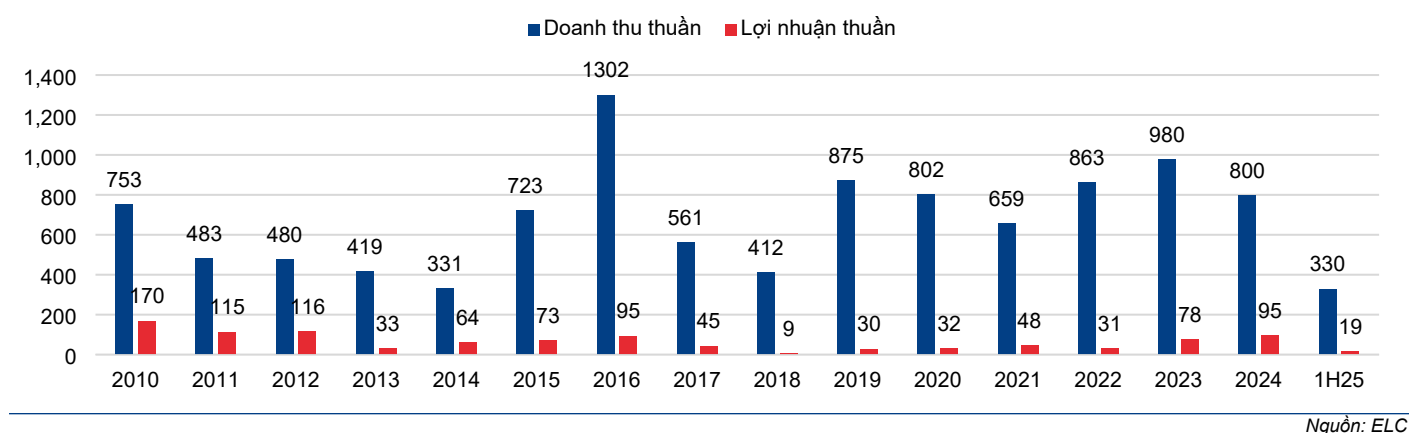
...và thăng hoa trở lại

Kể từ năm 2019, với định hướng chiến lược tập trung vào nghiên cứu công nghệ tiên tiến và sản xuất các sản phẩm Made by Elcom, HĐKD của ELC bắt đầu khởi sắc. Trong giai đoạn phục hồi, các mảng ITS và S-D liên tục giành được các hợp đồng lớn và đóng góp đáng kể vào KQKD chung của ELC, trong khi HĐKD của mảng viễn thông truyền thống của công ty cũng có chuyển biến tích cực, khi ELC phát triển công nghệ truyền dẫn DWDM. Gần đây, ELC bắt đầu tập trung vào lĩnh vực chuyển đổi số.

Doanh thu cải thiện từ mức thấp 412 tỷ đồng trong năm 2018 lên 800-900 tỷ đồng trong giai đoạn 2019-2024 (ngoại trừ năm 2021). Lợi nhuận thuần cũng dần cải thiện từ 9 tỷ đồng trong năm 2018 lên 95 tỷ đồng trong năm 2024.

Bảng 5: Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần qua các năm (tỷ đồng), ELC

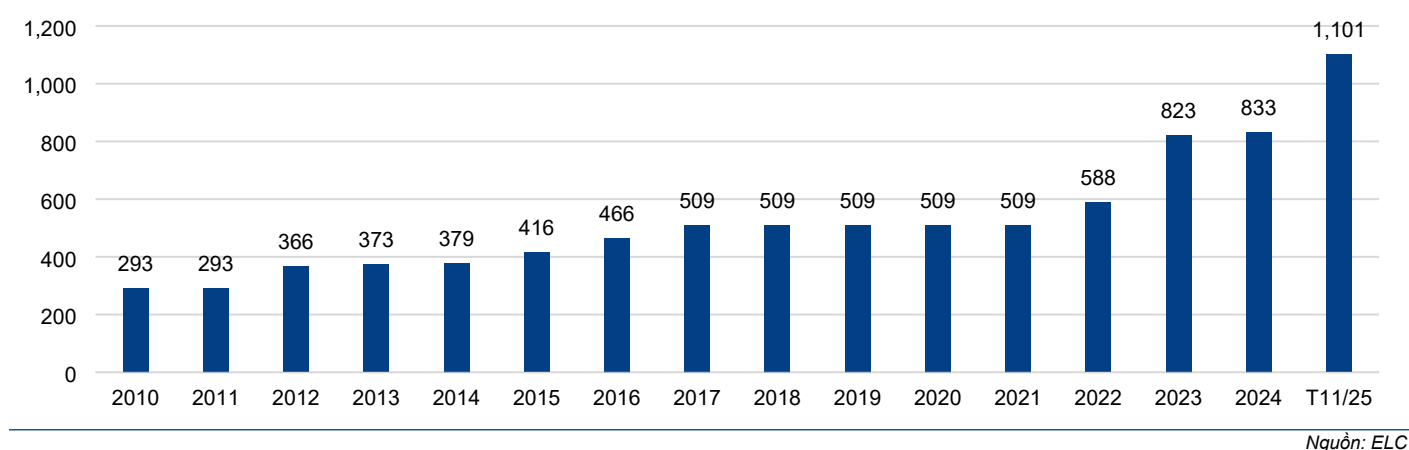
Kể từ khi niêm yết trên HSX năm 2010, ELC đã trải qua giai đoạn đi xuống kéo dài suốt một thập kỷ.



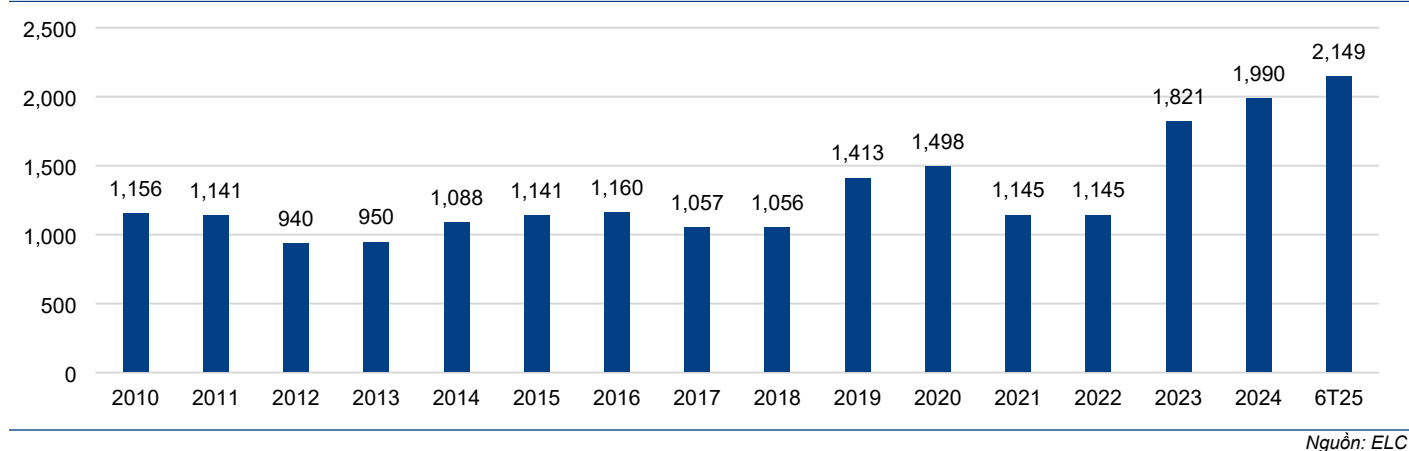
Hiện nay, vốn hóa thị trường của công ty đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (hoặc 87 triệu USD), với vốn điều lệ 1.048 tỷ đồng và tổng tài sản 2.653 tỷ đồng.

Biểu đồ 6: Vốn điều lệ (tỷ đồng), ELC

Vốn điều lệ hiện tăng lên 1.101 tỷ đồng

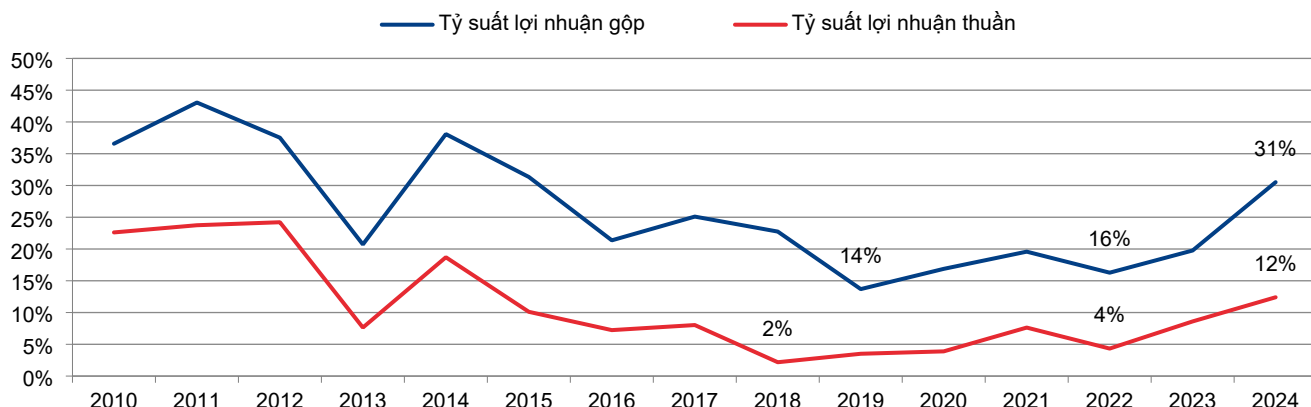
**Biểu đồ 7: Tổng tài sản qua các năm (tỷ đồng), ELC**

Tổng tài sản đạt 2.149 tỷ đồng tính đến nửa đầu năm 2025



Biểu đồ 8: Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần, ELC

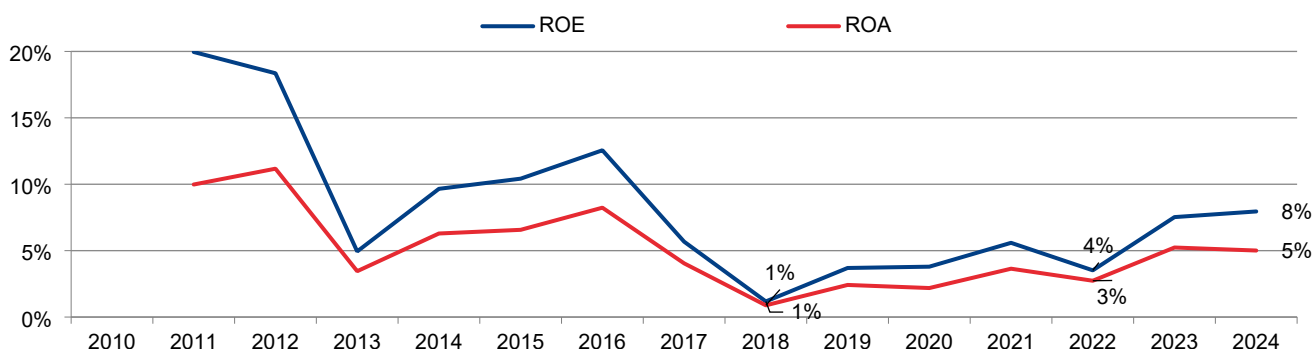
Sau khi chạm đáy trong giai đoạn 2018–2019, biên lợi nhuận đã dần phục hồi trở lại



Nguồn: ELC

Biểu đồ 9: ROE và ROA, ELC

ROE và ROA cũng chạm đáy năm 2018 sau đó dần hồi phục



Nguồn: ELC, HSC

Định hình và quy mô của công ty hiện nay

Hiện nay, HĐKD của ELC bao gồm bốn trụ cột: ITS, Viễn thông, S-D và DX, với mảng ITS chiếm tỷ trọng lớn nhất, đóng góp 35% tổng doanh thu vào năm 2024, và các mảng ITS/viễn thông/S-D đóng góp tổng cộng khoảng 90% doanh thu. Chuyển đổi số là mảng kinh doanh mới nhất của ELC, nhưng được kỳ vọng sẽ nhanh chóng tăng trưởng.

Mảng Viễn thông

Là mảng kinh doanh truyền thống của ELC, mảng viễn thông đóng góp lên đến 85% tổng doanh thu năm 2010 khi doanh thu mảng này cũng đạt mức kỷ lục trong năm này, ở mức 640 tỷ đồng. Ở thời kỳ hoàng kim, ELC là nhà cung cấp chính các ứng dụng viễn thông cho các nhà mạng lớn nhất Việt Nam như Viettel, VNPT và Mobifone (tất cả đều do Nhà nước sở hữu 100% cổ phần).

Tuy nhiên, ELC đã không thể bắt kịp tốc độ thay đổi chóng mặt của công nghệ viễn thông trong những năm sau đó, dẫn đến doanh thu của mảng này giảm mạnh. Năm 2024, doanh thu mảng Viễn thông đạt 248 tỷ đồng, giảm 28% so với cùng kỳ và chiếm 31% tổng doanh thu.

Hiện tại, ELC tập trung vào việc cung cấp các giải pháp truyền dẫn theo công nghệ DWDM và đồng bộ hóa mạng 5G. Công ty vẫn là nhà thầu đáng tin cậy của các nhà mạng lớn nhất, với doanh thu hằng năm từ 200-300 tỷ đồng và cũng là nhà thầu thường xuyên cho các gói thầu nâng cấp đường truyền DWDM của Viettel, với giá trị hợp đồng hằng năm khoảng 150-200 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này nằm trong khoảng 20-30%. Trong năm 2024, mảng này có mức đóng góp cao nhất vào tổng lợi nhuận gộp, ở mức 38%.

Mảng ITS

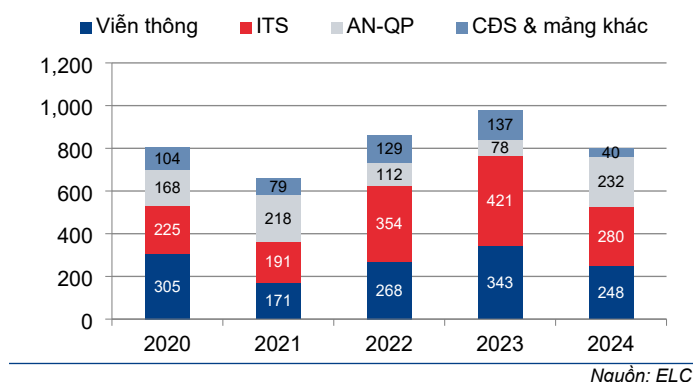
ELC bắt đầu đặt chân vào lĩnh vực này từ năm 2011, với hệ thống VTS (hệ thống kiểm soát lưu thông trên biển), một hệ thống trên bờ giám sát và quản lý sự di chuyển của tàu thuyền. Kể từ đó, công ty đã mở rộng sang cung cấp hệ thống giao thông thông minh (ITS) cho đường cao tốc và đường nội thành. Dần dần mảng này trở thành một mảng kinh doanh quan trọng của ELC. Mức đóng góp vào tổng doanh thu của công ty đã tăng lên 35% trong năm 2024 (đạt 280 tỷ đồng), từ mức 27% trong năm 2015. Trong năm 2022 và 2023, mảng này đã đóng góp hơn 40% (41% vào năm 2022 và 43% vào năm 2023) vào tổng doanh thu.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này nằm trong khoảng 15-20%. Năm 2024, mảng ITS đóng góp 20% tổng lợi nhuận gộp.

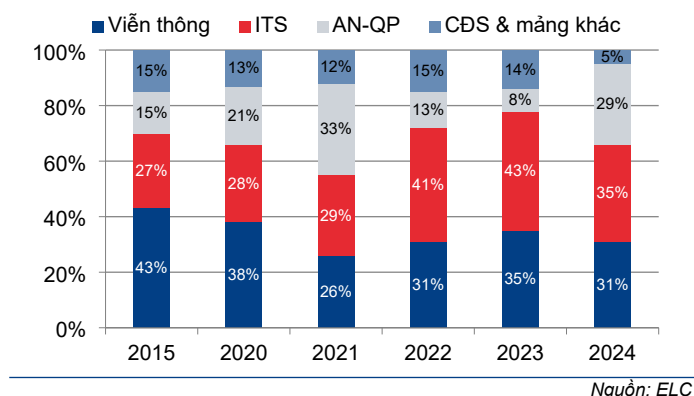
Mảng An ninh - Quốc phòng (S-D)

Năm 2015, ELC đã được Tổng cục Công nghiệp Quốc phòng (VDI) chứng nhận đủ điều kiện tham gia các hoạt động công nghiệp quốc phòng của Việt Nam. Sau đó, công ty bắt đầu cung cấp các giải pháp liên quan đến truyền thông, truyền dẫn, giám sát, giám sát mạng và bảo mật thông tin cho một số cơ quan thuộc Bộ Quốc phòng và Bộ Công an. Doanh thu của mảng này tăng lên 232 tỷ đồng trong năm 2024 (từ 108 tỷ đồng trong năm 2015), trong khi mức đóng góp vào tổng doanh thu cũng tăng lên 29% trong năm 2024 (từ 15% trong năm 2015).

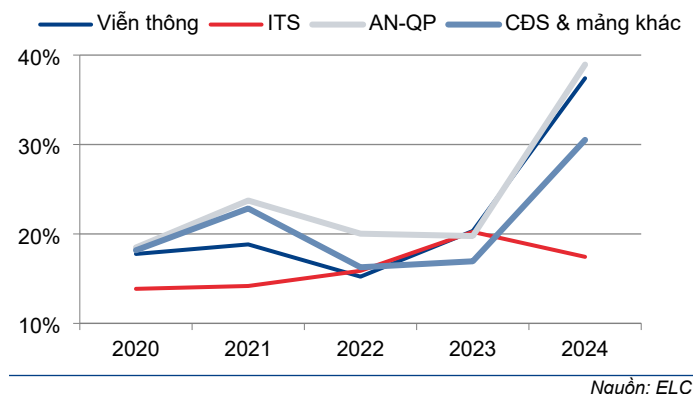
Biểu đồ 10: Doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷđ), ELC
ITS, viễn thông và an ninh - quốc phòng là ba mảng kinh doanh chính ...



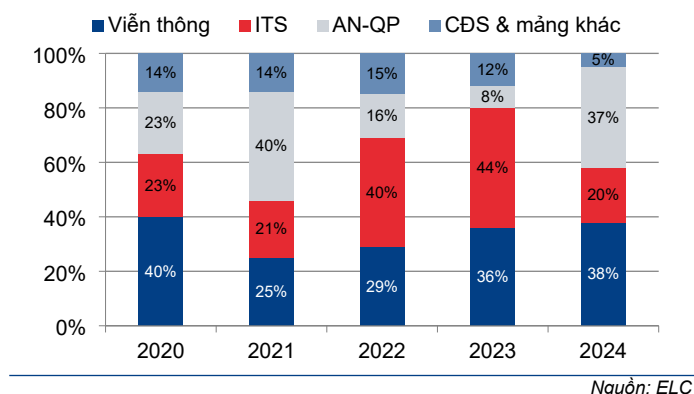
Biểu đồ 11: Tỷ trọng đóng góp vào doanh thu, ELC
... hiện đóng góp 95% vào tổng doanh thu từ năm 2024



Biểu đồ 12: Tỷ suất lợi nhuận theo mảng kinh doanh, ELC
Tỷ suất lợi nhuận của mảng ITS đạt 15-20%, các mảng khác đạt 20-30%



Biểu đồ 13: đóng góp vào lợi nhuận gộp, ELC
ITS, viễn thông, và an ninh - quốc phòng chiếm 95% LN gộp trong 2024



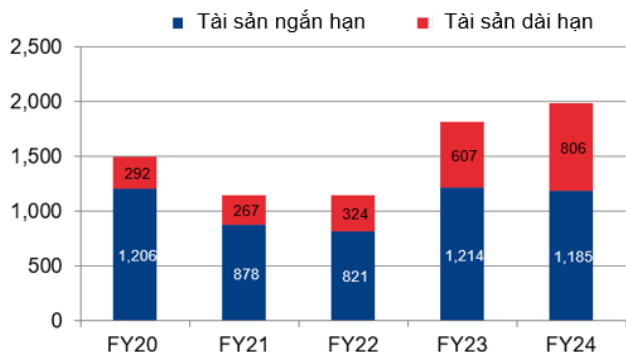
Mảng này cũng tạo ra tỷ suất lợi nhuận gộp 20-30%. Năm 2024, mảng S-D đóng góp 37% vào tổng lợi nhuận gộp của ELC, chỉ đứng sau mảng Viễn thông.

Mảng Chuyển đổi số

ELC nhắm đến việc cung cấp dịch vụ chuyển đổi số cho các cơ quan Nhà nước hoặc cơ quan cấp tỉnh. Mảng này tương đối mới và chỉ đóng góp 5% vào tổng doanh thu và 5% vào tổng lợi nhuận gộp của năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này nằm trong khoảng 20-30%.

Biểu đồ 14: Cơ cấu tài sản theo thời hạn (tỷ đồng), ELC

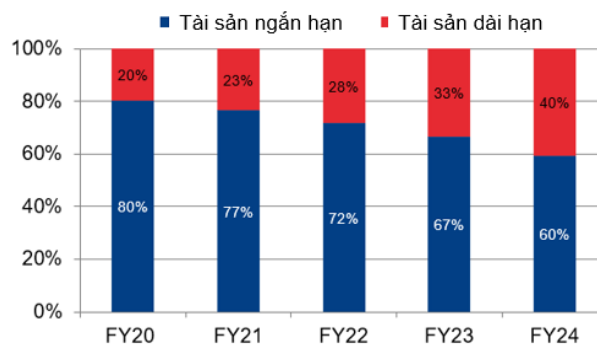
Tăng trưởng trong 2 năm qua nhờ các khoản đầu tư vào Vietcom / dự án bất động sản.



Nguồn: ELC

Biểu đồ 15: Tỷ trọng tài sản theo thời hạn, ELC

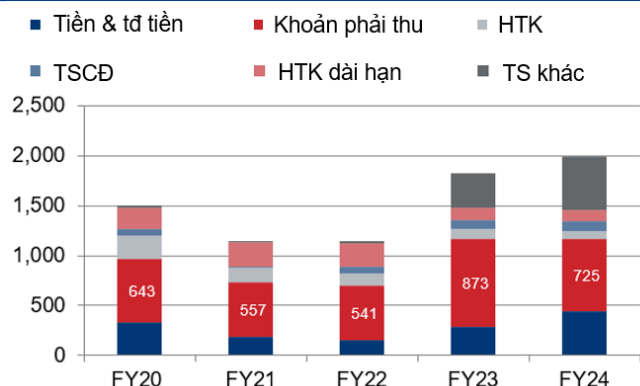
Tài sản ngắn hạn chiếm 60% tổng tài sản năm 2024



Nguồn: ELC

Biểu đồ 16: Cơ cấu tài sản theo loại hình (tỷ đồng), ELC

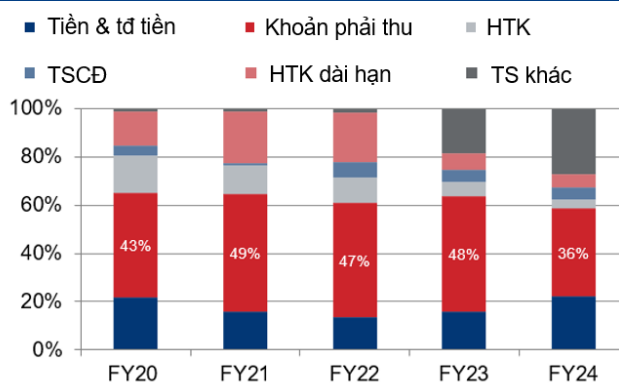
Hoạt động kinh doanh của ELC sử dụng ít tài sản cố định



Nguồn: ELC

Biểu đồ 17: Tỷ trọng tài sản theo loại hình, ELC

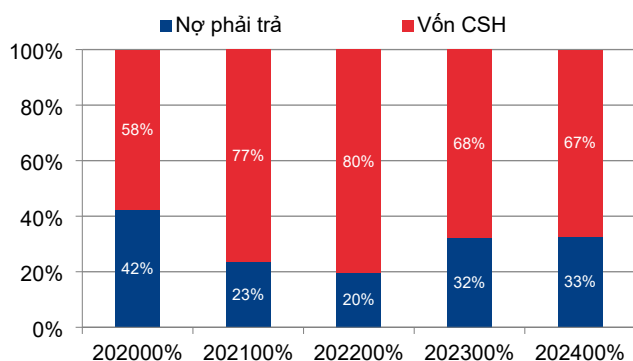
Các khoản phải thu chiếm 33 - 50% tổng tài sản



Nguồn: ELC

Biểu đồ 18: Đóng góp vào nguồn vốn, ELC

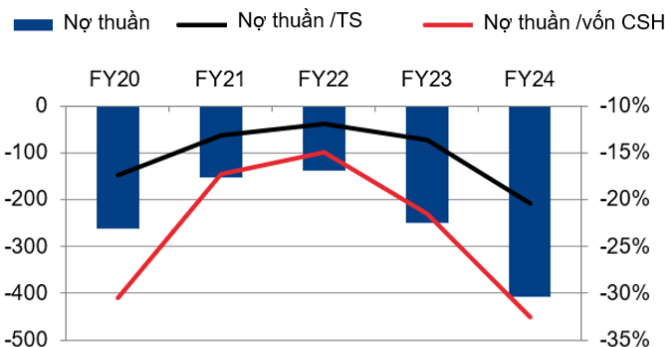
ELC có mức đòn bẩy tài chính thấp



Nguồn: ELC

Biểu đồ 19: Tỷ lệ nợ, ELC

ELC vẫn đang duy trì vị thế tiền thuần



Nguồn: ELC

Bảng CĐKT

Nhờ bản chất kinh doanh là nhà thầu, ELC không có nhu cầu vốn đầu tư lớn. Do đó, công ty cũng không có các khoản vay dài hạn. Thay vào đó, công ty có các khoản phải thu khá lớn, chiếm từ 1/3 đến 1/2 tổng tài sản. Tỷ lệ các khoản phải thu/doanh thu cũng ở mức cao, trên 80%.

Tính đến cuối nửa đầu năm 2025, số dư nợ xấu của ELC ở mức 93 tỷ đồng, trong đó công ty đã trích lập dự phòng 81 tỷ đồng (tương đương 95%). Trong khoản nợ xấu đã được trích lập dự phòng, khoản nợ xấu 13 tỷ đồng từ Công ty Thủy sản NG Việt Nam (tư nhân, chưa niêm yết), phát sinh là do công ty này gặp khó khăn về tài chính và có thể được thu hồi, theo đánh giá của ELC. Khoản nợ xấu 18 tỷ đồng từ Viettel và 16 tỷ đồng từ công ty con của VNPT là VNPT NET (tư nhân/chưa niêm yết) phát sinh trong năm 2019 chủ yếu do "hai bên hiểu lầm dẫn đến công việc của ELC không được công nhận và do đó không được thanh toán". Sau sự cố này, ELC tập trung vào việc loại bỏ những nội dung gây mơ hồ trong các hợp đồng nhằm ngăn chặn rủi ro tương tự.

Hiện tại, rủi ro nợ xấu khó đòi rất thấp nhờ ELC hợp tác với các khách hàng lớn (các nhà mạng, nhà thầu đầu tư công, cơ quan Nhà nước), trong khi Chính phủ cũng đang thúc đẩy giải ngân đầu tư công.

Tài sản bất động sản

ELC sở hữu danh mục BĐS có giá trị, bao gồm:

- **Công ty con (ELC sở hữu 50,5% cổ phần) CTCP Máy tính và Truyền thông Việt Nam** (Vietcom; tư nhân/chưa niêm yết) là chủ sở hữu một tòa nhà văn phòng 9 tầng tại 18 Nguyễn Chí Thanh, Phường Ngọc Khánh, Hà Nội, với diện tích 2.262 mét vuông. Tòa nhà hiện đang cho chuỗi bán lẻ điện tử Media Mart thuê. ELC có kế hoạch xây một tòa nhà phức hợp văn phòng và căn hộ chung cư cao 25 tầng nổi và bốn tầng hầm.

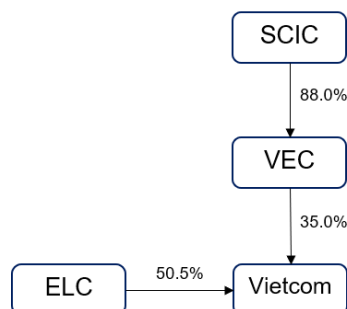
Chúng tôi lưu ý rằng trong Q4/2023, ELC đã chi 45 tỷ đồng để tăng tỷ lệ sở hữu tại Vietcom lên mức hiện tại, từ 35,4% trước đó. Chi phí đầu tư của ELC vào Vietcom sau đó đã tăng lên 136 tỷ đồng, từ 91 tỷ đồng trước đó. Trong quý này, ELC đã định giá lại khoản đầu tư 315 tỷ đồng vào Vietcom. Khoản đầu tư này sẽ được hạch toán vào chi phí trả trước và phân bổ đều trong 30 năm, mỗi năm tương đương với khoảng 10,6 tỷ đồng.

Đáng chú ý, ELC có kế hoạch tăng vốn để tài trợ cho dự án tòa nhà văn phòng Hà Nội. Tuy nhiên, dự án đang chưa thực hiện được vì Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) gián tiếp nắm giữ cổ phần tại Vietcom, thông qua công ty con sở hữu 88% là Tổng công ty Điện tử và Tin học Việt Nam (VEC; chưa khuyến nghị). ELC sẽ cần phải chờ SCIC thoái toàn bộ vốn khỏi VEC mới có thể triển khai dự án này.

Tin vui là, vào ngày 13/10, SCIC đã đăng ký kế hoạch thoái toàn bộ cổ phần tại VEC thông qua đấu giá công khai. Điều này phù hợp với Quyết định số 690/QĐ-TTg ngày 17/7/2024 của Thủ tướng Chính phủ, phê duyệt đề án tái cơ cấu SCIC đến hết năm 2025. Thời gian giao dịch dự kiến từ ngày 24/10/2025 đến ngày 5/11/2025.

Biểu đồ 20: Công ty con Vietcom do ELC sở hữu 50,5%

SCIC gián tiếp nắm giữ cổ phần tại Vietcom



Nguồn: ELC

- **Một liên doanh sở hữu 30% với MBH** (tư nhân/chưa niêm yết), bên còn lại nắm giữ 70% cổ phần) để phát triển một dự án tại Khu đô thị Tây Hồ Tây. Dự án có diện tích 7.571 mét vuông, được quy hoạch xây dựng thành hai tòa nhà cao 17 tầng nổi và hai tầng hầm với tổng diện tích xây dựng 36.300 mét vuông. Các tòa nhà này sẽ là trụ sở chính của Tập đoàn Sơn Hải (tư nhân/chưa niêm yết) và Trung tâm Đổi mới Sáng tạo ELCOM (ELCOM Innovation Hub). Theo ELC, dự án này dự kiến khởi công vào năm 2026. Tính đến cuối nửa đầu năm 2025, ELC đã ghi nhận 131 tỷ đồng chi phí xây dựng dở dang ở dự án này.

Chúng tôi nhận thấy giá trị trong các tài sản BĐS của ELC, đặc biệt là tòa nhà tọa lạc tại 18 Nguyễn Chí Thanh. Tuy nhiên, do chưa có thông tin chính xác về tiến độ và kế hoạch tài trợ vốn của ELC cho dự án này, HSC chưa phản ánh các dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Ban lãnh đạo và cổ đông

Ông Phan Chiến Thắng, một trong năm thành viên sáng lập, đã đảm nhiệm vị trí Giám đốc điều hành của ELC từ ngày đầu thành lập đến năm 2020. Tháng 5/2020, ông Phạm Minh Thắng, một thành viên chủ chốt đã gắn bó với công ty từ năm 2001, được bổ nhiệm vào vị trí CEO. Ông Phan Chiến Thắng thôi giữ chức vụ CEO để làm chủ tịch HĐQT.

Tính đến nay, tất cả năm thành viên sáng lập vẫn giữ các vị trí chủ chốt trong công ty. Điều này cho thấy sự thống nhất trong cam kết và định hướng phát triển công ty, đặc biệt là sau tất cả những thăng trầm mà ELC đã trải qua. BLĐ và các bên liên quan nắm giữ khoảng 32% cổ phần. Nhà đầu tư nước ngoài hiện chỉ sở hữu 2,7% cổ phần, thấp hơn nhiều so với giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 49%.

Cổ phiếu ELC có giá trị giao dịch bình quân 5 ngày là 12 tỷ đồng và khối lượng giao dịch bình quân 550.000 cổ phiếu.

Biểu đồ 21: Thành viên sáng lập, ELC

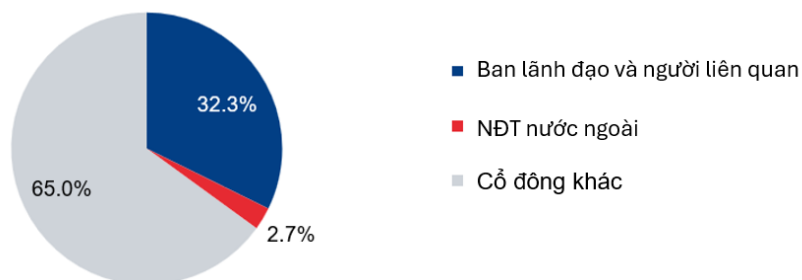
Năm thành viên sáng lập vẫn giữ các vị trí chủ chốt và nắm tổng cộng 24,4% cổ phần

Thành viên sáng lập	Chức danh hiện tại	Cổ phần sở hữu
Phan Chiến Thắng	Chủ tịch	7.5%
Trần Hưng Giang	Phó Chủ tịch	5.5%
Nguyễn Mạnh Hải	Thành viên Hội đồng Quản trị	5.3%
Ngô Ngọc Hà	Thành viên Hội đồng Quản trị kiêm Phó Tổng Giám đốc	4.5%
Nguyễn Đức Thiện	Phó Chủ tịch	1.6%

Nguồn: ELC

Biểu đồ 22: Cổ đông, ELC

Ban lãnh đạo và người liên quan nắm giữ 32% cổ phần tại ELC.



Nguồn: ELC

Phân tích sâu hơn về các mảng kinh doanh chính của ELC

Mặc dù ITS chỉ là mảng kinh doanh lớn thứ 3 của công ty về lợi nhuận gộp năm 2024, nhưng mảng này khả năng sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong 3-5 năm tới. Chính phủ đang có kế hoạch đầy tham vọng là mở rộng mạng lưới đường cao tốc và hướng tới quản lý giao thông thông minh – lĩnh vực mà mảng ITS của ELC có vị thế dẫn đầu. Trong khi đó, nhu cầu về hệ thống camera giám sát từ công an các tỉnh (một phần của kế hoạch quản lý đô thị thông minh) được kỳ vọng sẽ thúc đẩy mảng An ninh-Quốc phòng của công ty.

Hệ thống giao thông thông minh (ITS)

ELC là một trong những công ty tiên phong trong việc phát triển hệ thống giao thông thông minh tại Việt Nam. Năm 2011-2012, khi Việt Nam mới bắt đầu thi công các tuyến đường cao tốc (tổng chiều dài chỉ khoảng 100km), ELC đã cử nhân sự sang Israel để tìm hiểu về mô hình ITS, sau đó làm việc với Bộ Giao thông Vận tải (nay là Bộ Xây dựng) để nghiên cứu các sản phẩm phù hợp với hệ thống giao thông của Việt Nam.

Với bề dày thành tích đã được kiểm chứng và chính sách hỗ trợ của Chính phủ, mảng ITS có khả năng trở thành động lực tăng trưởng của công ty, hưởng lợi từ việc nâng cấp hạ tầng đường bộ của Việt Nam. ELC có kinh nghiệm triển khai hệ thống ITS cho cả đường nội thành và đường cao tốc. Công ty cung cấp trọn gói hệ thống ITS bao gồm trung tâm điều hành, trạm thu phí điện tử không dừng (ETC) và hệ thống cân tải trọng tự động (WIM).

ETC: Hệ thống này cho phép các phương tiện giao thông thanh toán phí tự động mà không cần dừng lại tại các trạm thu phí. Với công nghệ nhận diện hình ảnh, hệ thống tự động này nhận diện phương tiện giao thông và thu phí bằng cách trừ tiền trong ví điện tử ETC của phương tiện. Tại Việt Nam, hệ thống ETC đã được triển khai trên tất cả các tuyến đường cao tốc có thu phí và đây cũng là thành phần bắt buộc khi lắp đặt hệ thống ITS cho các tuyến đường cao tốc mới xây dựng.

WIM: Hệ thống này được gắn vào mặt đường để đo tải trọng của các phương tiện đang di chuyển mà không yêu cầu tài xế phải dừng xe nhờ sử dụng cảm biến. Hệ thống này được thí điểm tại Việt Nam vào tháng 8/2020 và đã chứng minh hiệu quả trong việc phát hiện các phương tiện quá tải và do đó giảm thiểu tình trạng vi phạm. Tuy nhiên, việc triển khai hệ thống WIM tại Việt Nam khá chậm và chủ yếu vẫn đang trong giai đoạn thí điểm. Theo thống kê từ Cục Đường bộ Việt Nam (Bộ Giao thông Vận tải), hiện có tổng cộng 66 hệ thống WIM đã được lắp đặt gần các trạm thu phí trên các quốc lộ và đường cao tốc. Tuy nhiên, 45 trong số các hệ thống này không hoạt động.

Các chính sách hỗ trợ của Chính phủ

Với nỗ lực nâng cấp hạ tầng đường bộ, Chính phủ đặt mục tiêu đầy tham vọng là có 5.000 km đường cao tốc vào năm 2030 (từ mục tiêu 3.000 km vào cuối năm nay).

Với sự công nhận rằng giao thông vận tải đóng vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển kinh tế-xã hội, Chính phủ áp dụng chuyển đổi số vào lĩnh vực giao thông vận tải và xem đây là một trong những ưu tiên của cả nước. Năm 2022, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt kế hoạch quản lý hạ tầng giao thông vận tải giai đoạn 2022-2030, nhấn mạnh một số mục tiêu chính bao gồm 100% đường cao tốc và các tuyến đường ở các thành phố lớn trực thuộc trung ương phải được trang bị hệ thống ITS vào năm 2030. HSC ước tính 2.000 km đường cao tốc được mới được bổ sung cho giai đoạn 2025-2030 sẽ cần 5 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư để lắp đặt hệ thống ITS.

Trong khi đó, nhằm giảm thiểu tình trạng đường bộ xuống cấp do các phương tiện quá tải gây ra, kể từ năm 2022, Chính phủ đã chỉ đạo siết chặt kiểm soát phương tiện quá tải. Theo đó, Bộ Giao thông Vận tải đã yêu cầu lắp đặt hệ thống WIM trên các tuyến đường cao tốc. Cơ quan chức năng của các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM cũng đã lắp đặt hệ thống WIM trên các tuyến đường huyết mạch để kiểm soát tình hình.

Bối cảnh triển khai hệ thống ITS tại Việt Nam

Hiện tại, chỉ có 10 tuyến đường cao tốc với tổng chiều dài 593 km đã triển khai hệ thống ITS. Trong 10 tuyến đường này, có ba tuyến là dự án thành phần của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 bao gồm Diên Châu - Bãi Vọt, Nha Trang - Cam Lâm và Cam Lâm - Vĩnh Hảo (lưu ý rằng ELC là nhà thầu ITS cho hai dự án đầu, trong khi HHV là nhà thầu ITS cho dự án còn lại). Các dự án thành phần này được đầu tư theo hình thức PPP, với việc lắp đặt hệ thống ITS được bao gồm trong hợp đồng và được triển khai đồng thời với đường cao tốc. Do đó, ba dự án thành phần này là những dự án lắp đặt ITS sớm nhất.

Năm dự án thành phần khác của giai đoạn 1 có sáu gói thầu ITS vào đầu năm nay (dự án thành phần Phan Thiết - Dầu Giây có hai gói thầu mua sắm) và đã công bố đơn vị thắng thầu vào tháng 5-6/2025. Các liên doanh của ELC (mỗi bên sở hữu 50%) với CTCP Hệ thống Công nghệ ETC (ETC; tư nhân/chưa niêm yết) và CTCP Công nghệ Kỹ thuật số (HITD; tư nhân/chưa niêm yết) đã thắng năm trong số sáu gói thầu trên với tổng giá trị 700 tỷ đồng (cho Mai Sơn - QL45, QL45 - Nghi Sơn, Vĩnh Hảo - Phan Thiết và Phan Thiết - Dầu Giây). Trong khi đó, liên doanh giữa Viettel và CTCP Tự động hóa Tầm nhìn (VVA; tư nhân/chưa niêm yết) đã thắng một gói thầu (Nghi Sơn - Diên Châu) với giá trị 50 tỷ đồng.

Ba dự án thành phần khác của dự án giai đoạn 1 sẽ triển khai hệ thống ITS trong giai đoạn mở rộng.

Tất cả các dự án thành phần của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 đều phải lắp hệ thống ITS. Trong tháng 9-10/2025, một số dự án thành phần đã mở thầu ITS. Dự án thành phần Quảng Ngãi - Hoài Nhơn là dự án đầu tiên công bố nhà thầu ITS, với liên doanh ELC-HITD thắng thầu với giá trị hợp đồng 270 tỷ đồng.

Chúng tôi lưu ý rằng các đối thủ cạnh tranh của ELC trong mảng ITS (như Viettel và HHV) cũng có nhiều năm kinh nghiệm. Tuy nhiên, với thành tích đã đạt được, ELC vẫn nổi bật là một nhà thầu ITS đáng tin cậy cho các dự án đường cao tốc.

Bảng 23: Tình hình hệ thống giao thông thông minh (ITS) và các tuyến cao tốc trọng điểm tại Việt Nam.

Việt Nam có 593 km đã hoàn thiện hệ thống ITS, và 356 km đang trong quá trình triển khai.

	Đường cao tốc	Chiều dài (km)	Nhà thầu ITS
Các tuyến cao tốc đã hoàn thiện hệ thống ITS		593	
1	Hà Nội - Hải Phòng	106	ITD*
2	Hạ Long - Vân Đồn	60	N/a
3	TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây	55	Nhà thầu Nhật Bản
4	TP.HCM - Trung Lương	62	Nhà thầu Hàn Quốc
5	Trung Lương - Mỹ Thuận	52	HHV
6	Pháp Vân - Cầu Giẽ	32	N/a
7	Cầu Giẽ - Ninh Bình	50	N/a
8	Diên Châu - Bãi Vọt	49	ELC
9	Nha Trang - Cam Lâm	49	ELC
10	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	79	HHV
Các tuyến cao tốc đang triển khai ITS (toàn bộ đều thuộc cao tốc Bắc - Nam gđ 1)		356	
1	Mai Sơn - Quốc Lộ 45	63	ELC - ETC
2	Quốc Lộ 45 - Nghi Sơn	43	ELC - HITD
3	Nghi Sơn - Diên Châu	50	Viettel - VVA
4	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	101	ELC - ETC
5	Phan Thiết - Dầu Giây	99	ELC - ETC

Nguồn: Bộ Xây dựng

Các dự án ITS đã triển khai của ELC

Đối với hệ thống ITS cho đường cao tốc, ELC đã có được sự tín nhiệm và bề dày thành tích trong lĩnh vực này khi thực hiện các gói thầu cho một số dự án thành phần trong dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 như Nha Trang - Cam Lâm (năm 2023) và Diên Châu - Bãi Vọt (năm 2024). Cả hai dự án đều được lắp đặt trọn gói hệ

thống ITS – bao gồm trung tâm điều hành, camera giám sát, hệ thống phát hiện phương tiện (VDS) và biển báo VMS – đã được ELC triển khai trong khoảng 6 tháng, với giá trị 345 tỷ đồng cho đoạn Nha Trang - Cam Lâm và 215 tỷ đồng cho đoạn Diễn Châu - Bãi Vọt.

Vào tháng 5-6/2025, các liên doanh của ELC với ETC và HITD đã thắng các gói thầu lắp đặt hệ thống ITS cho các dự án thành phần giai đoạn 1 khác bao gồm Mai Sơn - QL45, QL45 - Nghi Sơn, Vĩnh Hảo - Phan Thiết và Phan Thiết - Dầu Giây. Tổng giá trị hợp đồng của các gói thầu này là 700 tỷ đồng, trong đó phần của ELC là 50% (350 tỷ đồng). Do Bộ Xây dựng yêu cầu phải hoàn thành việc lắp đặt hệ thống ITS cho tất cả các tuyến cao tốc thuộc giai đoạn 1 vào cuối năm nay, chúng tôi kỳ vọng tất cả công việc sẽ được hoàn thành vào cuối năm nay và doanh thu từ các hợp đồng này chủ yếu sẽ được ghi nhận trong năm 2025.

Vào tháng 4/2025, các liên doanh của ELC với bốn nhà thầu khác là ETC, HITD, CTCP Tư vấn Chuyển giao Công nghệ ITC (ITC; tư nhân/chưa niêm yết) và CTCP Dịch vụ Công nghệ & Thương mại GTSC Việt Nam (GTSC; tư nhân/chưa niêm yết) đã thắng các gói thầu mua sắm hệ thống quản lý sân bay tại Sân bay Quốc tế Long Thành từ chủ đầu tư là Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV; Tăng tỷ trọng, Giá mục tiêu 69.800đ) với giá trị hợp đồng 1.939 tỷ đồng. Dự án này dự kiến sẽ được triển khai trong 333 ngày. Với 20% cổ phần tại liên doanh này, ELC có thể sẽ ghi nhận 388 tỷ đồng doanh thu từ dự án này.

Các dự án thành phần của giai đoạn 2 đã và đang đấu thầu các dự án ITS từ tháng 9/2025. Liên doanh của ELC với HITD gần đây đã được công bố là bên thắng gói thầu ITS cho thành phần Quảng Ngãi - Hoài Nhơn (giá trị 270 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ giành được 70% tổng số gói thầu ITS trong giai đoạn 2 của dự án.

Bảng 24: Các dự án thành phần của tuyến cao tốc Bắc - Nam và hệ thống ITS tương ứng

ELC và các liên doanh của công ty đã trúng thầu cung cấp hệ thống ITS cho 6 trong tổng số 11 dự án thành phần thuộc giai đoạn 1 của tuyến cao tốc Bắc - Nam.

stt.	Dự án thành phần	Chiều dài (km)	Loại hình đầu tư	Nhà thầu ITS	Giá trị HĐ (tỷ đồng)	Tiến độ
Giai đoạn 1 (2017-20)		653				
1	Cao Bồ - Mai Sơn	15	Đầu tư công			Sẽ được triển khai trong giai đoạn mở rộng
2	Mai Sơn - Quốc Lộ 45	63	Đầu tư công	ELC - ETC	210	Đang triển khai
3	Quốc Lộ 45 - Nghi Sơn	43	Đầu tư công	ELC - HITD	100	Đang triển khai
4	Nghi Sơn - Diễn Châu	50	Đầu tư công	Viettel - VVA	50	Đang triển khai
5	Diễn Châu - Bãi Vọt	49	PPP	ELC	215	Completed
6	Cam Lộ - La Sơn	98	Đầu tư công			Sẽ được triển khai trong giai đoạn mở rộng
7	Nha Trang - Cam Lâm	49	PPP	ELC	346	Completed
8	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	79	PPP	HHV	N/a	Completed
9	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	101	Đầu tư công	ELC - ETC	172	Đang triển khai
10	Phan Thiết - Dầu Giây	99	Đầu tư công	ELC - ETC	219	Đang triển khai
11	Cầu Mỹ Thuận 2	7	Đầu tư công			Sẽ được triển khai cùng với dự án thành phần Mỹ Thuận - Cần Thơ
Giai đoạn 2 (2021-25)		735				
1	Bãi Vọt - Hàm Nghi	36	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	54	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
3	Vũng Áng - Bưng	58	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
4	Bưng - Vạn Ninh	51	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	68	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	Đầu tư công	ELC - HITD	269	Đang triển khai
7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
8	Quy Nhơn - Chí Thanh	68	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
9	Chí Thanh - Vân Phong	51	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
10	Vân Phong - Nha Trang	83	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
11	Cần Thơ - Hậu Giang	37	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu
12	Hậu Giang - Cà Mau	72	Đầu tư công			Đang lựa chọn nhà thầu

Nguồn: dauthau.info, Quyết định số 1454/TT-CP

Bảng 25: Các gói thầu lớn thuộc mảng ITS mà ELC trúng trong năm 2025

Các liên doanh của ELC trúng thầu các gói ITS cho các dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 1 với tổng giá trị 700 tỷ đồng và cho dự án LTIA với tổng giá trị 1.939 tỷ đồng

Gói thầu	Nhà thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Hợp tác	Thời gian thực hiện (ngày)	Tỷ trọng tham gia của ELC	Doanh thu của ELC (tỷ đồng)
Cao tốc Bắc - Nam						-
Giai đoạn 1		701				
Gói thầu số 21 Phan Thiết - Dầu Giây	PMU Thăng Long	39	ELC - ETC	240	50%	19
Gói thầu số 20 Phan Thiết - Dầu Giây	PMU Thăng Long	180	ELC - ETC	180	50%	90
Gói thầu số 32 Mai Sơn - QL45	PMU Thăng Long	210	ELC - ETC	180	50%	105
GT02 Vĩnh Hảo - Phan Thiết	PMU 7	172	ELC - ETC	180	50%	86
TB01 QL45 - Nghi Sơn	PMU 2	100	ETC - HITD	180	50%	50
Giai đoạn 2						
TB01 Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	PMU 2	269	ETC - HITD	120	50%	135
LTIA						
Gói thầu số 5.11: Thi công lắp đặt và cung cấp thiết bị hệ thống quản lý sân bay	ACV	1,939	ELC - ETC - HITD - ITC - GTSC	333	20%	400

Nguồn: dauthau.info

Viễn thông

ELC hiện là nhà thầu đáng tin cậy cho các nhà mạng lớn nhất Việt Nam. Công ty là nhà thầu thường xuyên cho gói thầu nâng cấp mạng truyền dẫn DWDM của Viettel, sử dụng thiết bị Ciena với giá trị hợp đồng khoảng 150-200 tỷ đồng mỗi năm. Theo quan sát của chúng tôi, ELC là nhà thầu duy nhất cho gói thầu mua sắm này của Viettel. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ duy trì hợp đồng này với Viettel trong những năm tới. Lưu ý rằng, Viettel có nhiều gói thầu mua sắm khác nhau để nâng cấp mạng truyền dẫn sử dụng thiết bị từ các nhà cung cấp khác nhau, với mỗi gói thầu chỉ có một nhà thầu duy nhất.

Trong khi đó, với sự phát triển của mạng 5G, chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ mở rộng HĐKD và giành thêm nhiều gói thầu từ các nhà mạng, như đã làm với gói thầu đồng bộ hóa mạng 5G của Mobifone.

Bảng 26: Các gói thầu lớn trong mảng viễn thông mà ELC trúng thầu

Viettel là khách hàng lớn nhất của ELC trong mảng viễn thông, chiếm 33-50% doanh thu của mảng này

Gói thầu	Nhà đầu tư	Thời gian	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện (ngày)
Giải pháp nâng cấp mạng truyền dẫn DWDM sử dụng thiết bị Ciena	Viettel	T7/2025	175	303
Giải pháp cho giai đoạn/tín hiệu đồng bộ thời gian	Viettel	T4/2025	36	355
Giải pháp thay thế phần cứng cho hệ thống IGW Ribbon	Viettel	T8/2024	21	380
Giải pháp nâng cấp mạng truyền dẫn DWDM sử dụng thiết bị Ciena	Viettel	T8/2024	125	306
Giải pháp nâng cấp mạng truyền dẫn DWDM sử dụng thiết bị Ciena	Viettel	T10/2023	215	140
Thiết bị SBC	Viettel	T10/2023	11	140
Mạng đồng bộ 5G	Mobifone	T9/2024	37	180
Hỗ trợ kỹ thuật cho hệ thống DWDM Ciena	Mobifone	T8/2024	18	365

Nguồn: dauthau.info

An ninh - Quốc phòng

Trong quá trình xây dựng hệ thống quản lý đô thị thông minh, hệ thống camera giám sát để kiểm soát an ninh là một thành phần không thể thiếu. Gần đây, UBND thành phố Hà Nội đã phê duyệt "Đề án tổng thể về quản lý hệ thống camera giám sát tập trung trên địa bàn Thành phố Hà Nội". Theo đó, Hà Nội sẽ lắp đặt khoảng 40.200 camera giám sát trong giai đoạn 2025-2030. Chúng tôi ước tính tổng nhu cầu vốn đầu tư để lắp đặt camera giám sát trên cả nước sẽ vào khoảng 20 nghìn tỷ đồng.

Trong lĩnh vực này, ELC cũng có bề dày thành tích thông qua các hợp đồng cung cấp camera giám sát cho Huế (40 tỷ đồng), Yên Bái (114 tỷ đồng) và Phú Thọ (225 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ giành được 20% tổng số gói thầu, tương đương giá trị doanh thu 4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030. Do nhu cầu ở lĩnh vực này

tương đối mới, chúng tôi kỳ vọng với kinh nghiệm và vị thế là một trong những đơn vị tiên phong trong lĩnh vực này, ELC sẽ có thể giành được thêm thị phần trong mảng này.

Chuyển đổi số

Mảng này tương đối mới đối với ELC nhưng có tiềm năng lớn nhờ Chính phủ đặt mục tiêu đưa Việt Nam thành quốc gia số vào năm 2030. Chính phủ đã ưu tiên chuyển đổi số trên ba trụ cột chính: chính phủ số, kinh tế số và xã hội số. Do đó, nhu cầu về chuyển đổi số rất mạnh mẽ ở cả khu vực công và tư nhân.

Tháng 9/2025, ELC đã thắng gói thầu mua sắm chuyển đổi số trị giá 38 tỷ đồng cho Cục Hồ sơ nghiệp vụ (thuộc Bộ Công an). Với mức doanh thu thấp chỉ 40 tỷ đồng trong năm 2024, mảng này có nhiều dư địa tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới.

Dự báo lợi nhuận

Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ đạt mức tăng trưởng vững chắc trong ba năm tới. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt ở mức 37% và 22%. Mạng ITS được xem là động lực tăng trưởng chính trong ngắn hạn – đóng góp hơn một nửa tổng doanh thu (từ 35% trong năm 2024) và đóng góp 41-48% lợi nhuận gộp của công ty (từ 20% trong năm 2024) trong giai đoạn dự báo – với mạng S-D và DX cũng sẽ hỗ trợ cho năm 2026-2027.

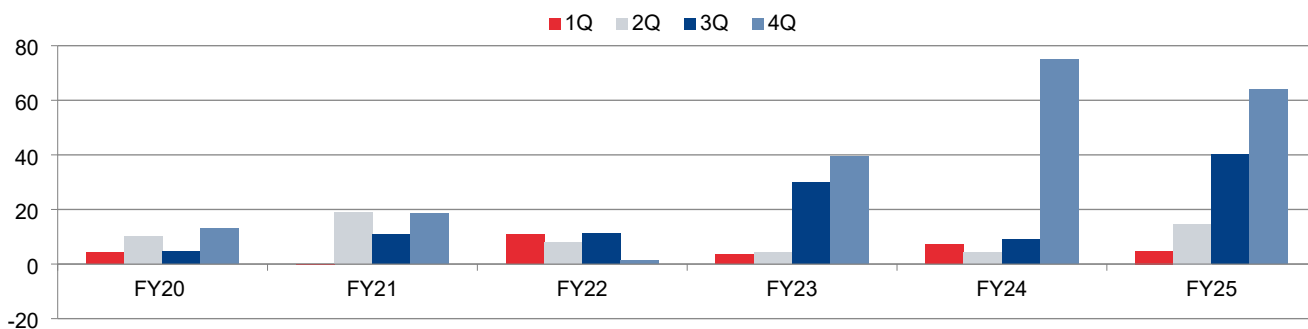
Phân tích KQKD nửa đầu năm 2025

Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 330 tỷ đồng và 19 tỷ đồng, tăng mạnh 32% và 70% so với cùng kỳ nhưng chỉ hoàn thành 28% và 15% mục tiêu của công ty đề ra (chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết hơn ở phần bên dưới).

Doanh thu thuần tăng là nhờ doanh thu mạng ITS tăng vọt 95% so với cùng kỳ (đạt 227 tỷ đồng, đóng góp 76% tổng doanh thu thuần), trong khi doanh thu các mạng khác tăng nhẹ (viễn thông, tăng 6% so với cùng kỳ) hoặc giảm (S-D và DX).

Biểu đồ 27: Lợi nhuận thuần theo quý (tỷ đồng), ELC

KQKD theo quý biến động mạnh tùy theo thời điểm ghi nhận doanh thu từ các dự án, trong đó quý 4 thường có KQKD cao nhất



Nguồn: ELC, HSC

Bảng 28: KQKD 6 tháng đầu năm 2025, ELC

Trong 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần tăng 32% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 70% so với cùng kỳ, lên 19 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	6T24	6T25	So với cùng kỳ	HSC 2025F	% dự báo HSC
Doanh thu thuần	107	61	-42.8%	143	269	87.6%	251	330	31.7%	1,441	22.9%
Lợi nhuận gộp	21	25	19.0%	39	41	4.4%	60	66	9.6%		
Lợi nhuận tài chính	11	5	-49.9%	(5)	5	N/a	6	11	72.1%		
Chi phí BH&QL	(24)	(27)	12.5%	(25)	(32)	27.9%	(49)	(59)	20.4%		
LNTT	8	4	-52.8%	4	16	266.5%	13	20	55.8%		
Lợi nhuận thuần	7	5	-34.0%	4	15	251.0%	11	19	70.5%	126	15.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.9%	41.5%		27.2%	15.2%		24.1%	20.0%			
Chi phí BH&QL/doanh thu	-22.3%	-43.9%		-17.4%	-11.9%		-19.5%	-17.8%			
Tỷ suất LNTT	7.7%	6.4%		3.0%	5.8%		5.0%	5.9%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.7%	7.8%		2.9%	5.5%		4.6%	5.9%			

Nguồn: ELC, HSC

Bảng 29: Cơ cấu doanh thu 6 tháng đầu năm 2025, ELC

Tăng trưởng doanh thu 6 tháng đầu năm 2025 được thúc đẩy nhờ doanh thu mảng ITS tăng trưởng mạnh 95% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	6T24	6T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	107	61	-42.8%	143	269	87.6%	251	330	31.7%
Viễn thông	28	25	-12.1%	23	30	29.0%	51	54	6.4%
ITS	54	23	-56.6%	63	204	224.0%	117	227	94.9%
An ninh - quốc phòng	19	10	-46.0%	52	27	-47.9%	71	37	-47.4%
Chuyển đổi số & mảng khác	6	3	-52.4%	6	8	40.7%	12	11	-8.6%

Nguồn: ELC

Lợi nhuận gộp tăng 10% so với cùng kỳ đạt 66 tỷ đồng, với tỷ suất lợi nhuận gộp nửa đầu năm 2025 thu hẹp xuống 20% (từ 24% trong nửa đầu năm 2024) do mảng ITS (vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp) đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận chung (69% trong nửa đầu năm 2025, từ 47% trong nửa đầu năm 2024). Chi phí bán hàng & quản lý tăng 20% so với cùng kỳ lên 59 tỷ đồng, chậm hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu, trong khi lợi nhuận HĐ tài chính tăng vọt 72% so với cùng kỳ lên 11 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng 70% so với cùng kỳ lên 11 tỷ đồng.

Bảng 30: Lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2025 theo mảng kinh doanh, ELC

Lợi nhuận gộp tăng 10% so với cùng kỳ, dẫn dắt bởi mảng ITS & viễn thông, trong khi mảng an ninh - quốc phòng và chuyển đổi số sụt giảm mạnh do doanh thu giảm đáng kể

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	6T24	6T25	So với cùng kỳ
Tổng lợi nhuận gộp	21	25	19.0%	39	41	4.4%	60	66	9.6%
Viễn thông	7	12	74.8%	7	6	-7.9%	13	18	34.1%
ITS	7	8	5.4%	12	29	131.7%	20	37	84.3%
An ninh - quốc phòng	5	5	-9.6%	17	5	-71.5%	22	10	-56.8%
Chuyển đổi số & mảng khác	2	1	-55.4%	3	1	-70.2%	4	2	-64.5%

Nguồn: ELC

Bảng 31: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh 6 tháng đầu năm 2025, ELC

Tỷ suất lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2025 giảm xuống mức 20%, so với mức 24% cùng kỳ, chủ yếu do tỷ trọng đóng góp từ mảng ITS tăng - có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn

	Q1/24	Q1/25	So với cùng kỳ	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	6T24	6T25	So với cùng kỳ
Tổng ts lợi nhuận gộp	19.9%	41.5%	21.5	27.2%	15.2%	(12.1)	24.1%	20.0%	(4.0)
Viễn thông	24.5%	48.7%	24.2	28.9%	20.7%	(8.3)	26.5%	33.4%	6.9
ITS	13.9%	33.8%	19.9	19.8%	14.2%	(5.6)	17.1%	16.2%	(0.9)
An ninh - quốc phòng	27.7%	46.3%	18.7	33.3%	18.2%	(15.1)	31.7%	26.1%	(5.7)
Chuyển đổi số & mảng khác	26.5%	24.9%	(1.7)	47.6%	10.1%	(37.5)	36.5%	14.2%	(22.3)

Nguồn: ELC, HSC

Bảng 32: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2025, ELC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2025 đạt 104 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ và tăng 434% so với 6 tháng đầu năm)

Tỷ đồng	2H24	6T25	2H25F	So với cùng kỳ	Sv 6 tháng trước	2024	2025F	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	550	330	1,111	102.2%	236.8%	800	1,441	80.2%
Lợi nhuận thuần	84	19	104	23.6%	433.7%	95	123	29.2%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 1.441 tỷ đồng, tăng trưởng 80%, (nhờ doanh thu mảng ITS tăng trưởng 200% lên 840 tỷ đồng) và 123 tỷ đồng, tăng trưởng 29%.

Đáng chú ý, dự báo cho năm 2025 và KQKD thực tế của nửa đầu năm 2025 cho thấy doanh thu thuần nửa cuối năm 2025 sẽ đạt 1.111 tỷ đồng (tăng 102% so với cùng kỳ và 237% so với nửa đầu năm) trong khi lợi nhuận thuần dự kiến đạt 104 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ và 434% so với nửa đầu năm). Chúng tôi lưu ý rằng KQKD nửa cuối năm của ELC thường cao hơn nhiều so với nửa đầu năm do yếu tố mùa vụ trong HĐKD, vì thời gian trong nửa đầu năm thường dành cho hoạt động đấu thầu và ký hợp đồng, còn nửa cuối năm là để thực hiện dự án và ghi nhận doanh thu.

Phân tích các mảng kinh doanh trong năm 2025 kỹ hơn, HSC nhận thấy doanh thu được thúc đẩy bởi mảng ITS. Do hầu hết các hợp đồng ITS có thời gian thực hiện (bắt đầu từ tháng 5-6/2025) là 180 ngày (ngoại trừ gói thầu số 21 Phan Thiết - Dầu Giây được thực hiện trong 240 ngày), chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ hoàn thành việc ghi nhận doanh thu cho hầu hết các gói thầu ITS trong nửa cuối năm 2025. Trong khi đó, ELC cũng sẽ ghi nhận một phần doanh thu từ dự án sân bay quốc tế Long Thành trong nửa cuối năm 2025.

Sang năm 2026-2027, tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ ở mức vừa phải nhưng vẫn vững chắc, lần lượt ở mức 22% và 18% đối với doanh thu thuần và 19% và 18% đối với lợi nhuận thuần.

Đối với **mảng ITS**, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 840 tỷ đồng (tăng trưởng 200%) trong năm 2025. HSC kỳ vọng các liên doanh của ELC sẽ hoàn thành hầu hết các hợp đồng ITS của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 vào cuối năm nay.

Sau khi tăng vọt trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu mảng này tăng chậm lại nhưng vẫn ở mức vững chắc 20% trong năm 2026 (1.008 tỷ đồng) và 15% trong năm 2027 (1.159 tỷ đồng). Xin lưu ý, chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ giành được ít nhất 70% gói thầu ITS của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2 và 2.000 km đường cao tốc được bổ sung cho giai đoạn 2025-2030.

Bảng 33: Các chỉ tiêu chính trên báo cáo kết quả kinh doanh thực tế và dự báo, ELC

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024 - 2027 đạt 31% đối với doanh thu thuần và 18% đối với lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng			2024A-27F CAGR
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	800	1,441	1,756	2,067	80.2%	21.8%	17.7%	37.2%
Lợi nhuận gộp	244	299	362	426	22.4%	21.3%	17.5%	
Chi phí BH&QL	(138)	(187)	(228)	(269)	36.1%	21.8%	17.7%	
LNTT	115	151	180	212	31.2%	19.0%	17.9%	
Lợi nhuận thuần	95	123	147	173	29.2%	19.0%	17.9%	21.9%

Nguồn: HSC

Bảng 34: Cơ cấu doanh thu thực tế và dự báo, ELC

Tăng trưởng doanh thu năm nay được dẫn dắt bởi mảng ITS, trong khi hai mảng an ninh - quốc phòng và chuyển đổi số sẽ đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng trong giai đoạn 2026 - 2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo			Tăng trưởng			2024-27F CAGR
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	800	1,441	1,756	2,067	80.2%	21.8%	17.7%	37.2%
Viễn thông	248	273	300	330	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ITS	280	840	1,008	1,159	200.0%	20.0%	15.0%	60.6%
An ninh - quốc phòng	232	278	348	418	20.0%	25.0%	20.0%	21.6%
Chuyển đổi số & mảng khác	40	50	100	160	25.0%	100.0%	60.0%	58.7%
Tỷ trọng								
Viễn thông	31.0%	18.9%	17.1%	16.0%				
ITS	35.0%	58.3%	57.4%	56.1%				
An ninh - quốc phòng	29.0%	19.3%	19.8%	20.2%				
Chuyển đổi số & mảng khác	5.0%	3.5%	5.7%	7.7%				

Nguồn: HSC

Đối với **mảng Viễn thông**, chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng trưởng 10% mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ tiếp tục giành được gói thầu mua sắm nâng cấp mạng truyền dẫn DWDM của Viettel và giành thêm các gói thầu mạng 5G khác.

Đối với **mảng An ninh-Quốc phòng**, chúng tôi ước tính doanh thu tăng trưởng 20% trong năm nay, 25% vào năm sau và 20% vào năm 2027, dựa trên giả định rằng ELC sẽ giành được 20% vốn đầu tư cho hệ thống camera giám sát từ công an các tỉnh.

Đối với **mảng chuyển đổi số**, chúng tôi ước tính doanh thu tăng trưởng 100% (lên 100 tỷ đồng) vào năm 2026 từ mức nền thấp của năm 2025 (tăng trưởng 25% lên 50 tỷ đồng). Trong tháng 9/2025, ELC đã giành được gói thầu mua sắm thiết bị chuyển đổi số trị giá 38 tỷ đồng từ Cục Hồ sơ nghiệp vụ (thuộc Bộ Công an). Cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng này đạt 60% do nhu cầu cao cho chuyển đổi số của các cơ quan nhà nước.

KHKD của công ty

Cho năm 2025, BLĐ kỳ vọng doanh thu thuần và LNST đạt lần lượt 1.160 tỷ đồng (tăng trưởng 45% và bằng 80% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi) và 126 tỷ đồng (tăng trưởng 27% và bằng 98% dự báo cho cả năm của chúng tôi). Mảng ITS được kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh thu chung của công ty vì ELC dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu từ các gói thầu dự án thành phần của đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 trong năm nay. Trong khi đó, lợi nhuận thuần dự kiến sẽ tăng chậm hơn doanh thu vì mảng ITS có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với các mảng khác.

Trong nửa đầu năm 2025, giá trị của các gói thầu chưa triển khai của ELC đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, trong đó 50% đến từ mảng ITS, 35% từ mảng S-D và 15% từ mảng Viễn thông.

Chúng tôi lưu ý rằng trong 5 năm qua (từ năm 2020 đến 2024), KQKD của ELC trong năm 2020, 2021 và 2023 cao hơn mục tiêu do BLĐ đề ra, trong khi năm 2022 và 2024 không đạt mục tiêu. Tuy nhiên, KQKD năm 2022 không đạt mục tiêu chủ yếu là do dự án Diễn Châu - Bãi Vọt bị chậm tiến độ, điều này ngoài khả năng kiểm soát của công ty. Trong khi đó, trong năm 2024, KQKD của ELC chỉ thấp hơn một chút so với mục tiêu đã đề ra.

Trong giai đoạn 2025-2030, BLĐ đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu 20% mỗi năm, và tăng trưởng lợi nhuận thuần 25-30% mỗi năm. ELC đặt mục tiêu doanh thu 3.600 tỷ đồng và vốn hóa thị trường đạt 10 nghìn tỷ đồng vào năm 2030.

Bảng 35: Kế hoạch của công ty và kết quả thực tế, ELC

Trong giai đoạn 2020 - 2024, ELC vượt kế hoạch kinh doanh trong các năm 2020, 2021 và 2023, nhưng không đạt kế hoạch trong các năm 2022 và 2024

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kế hoạch						
Doanh thu	722	915	1,000	700	1,100	1,160
LNST	25	39	70	56	108	126
Thực tế						
Doanh thu	802	659	863	980	800	
LNST	31	50	37	84	99	
% đạt kế hoạch						
Doanh thu	111%	72%	86%	140%	73%	
LNST	125%	129%	53%	151%	92%	

Nguồn: ELC

Dự báo dư nợ

HSC kỳ vọng ELC sẽ có thể giữ vững vị thế tiền mặt thuần trong giai đoạn dự báo, vì bản chất kinh doanh của ELC không cần chi tiêu vốn đầu tư lớn. Tỷ lệ tiền mặt thuần trên tổng tài sản sẽ nằm trong khoảng 2-7% trong khi tiền mặt thuần/tổng vốn chủ sở hữu sẽ ở mức 9-10%. So với vốn hóa thị trường, tiền mặt thuần sẽ ở mức 4-12% trong giai đoạn dự báo.

Lưu ý rằng chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch xây lại tòa nhà 18 Nguyễn Chí Thanh của ELC vào mô hình dự báo lợi nhuận, do không chắc chắn về tiến độ xây dựng và quy hoạch tổng thể của dự án. Nếu dự án này được triển khai, số dư nợ của công ty có khả năng tăng lên.

Công ty đã không trả cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn 2022-2024 do trong giai đoạn này công ty mới bắt đầu có lãi trở lại. Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ bắt đầu trả cổ

tức bằng tiền mặt ở mức 500đ/cp từ năm 2026, tương đương lợi suất cổ tức 2,4% và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 32-38%.

Bảng 36: Dư nợ thực tế và dự báo, ELC

Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ duy trì vị thế tiền mặt ròng trong cả giai đoạn dự báo

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Nợ ngắn hạn	63	31	20	42	36	115	176	124
Nợ dài hạn	6	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ	69	31	20	42	36	115	176	124
Tiền và tương đương tiền	329	182	156	291	442	315	282	195
Nợ thuần	(260)	(151)	(136)	(248)	(406)	(199)	(107)	(71)
Nợ thuần/tổng TS	-17.4%	-13.1%	-11.9%	-13.6%	-20.4%	-7.4%	-3.6%	-2.2%
Nợ thuần/vốn CSH	-30.5%	-17.3%	-14.9%	-21.6%	-32.5%	-12.2%	-6.2%	-3.9%

Nguồn: HSC

Bảng 37: Cổ tức tiền mặt thực tế và dự báo, ELC

HSC dự báo ELC sẽ chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 500 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2026 - 2027, tương ứng với lợi suất cổ tức là 2,4%

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phiếu)	-	600	-	-	-	-	500	500
Tổng giá trị chi trả cổ tức (tỷ đồng)	-	31	-	-	-	-	52	52
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0%	63.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.5%	31.8%
Lợi suất cổ tức	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	2.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 26.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 26% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 25,2 lần và 21,2 lần. Cổ phiếu hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần. Với triển vọng vững chắc và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận, chúng tôi cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 26.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 26% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 25,2 lần và 21,2 lần. Với việc Chính phủ đẩy nhanh việc mở rộng mạng lưới đường cao tốc và phát triển hướng tới quản lý thông minh, ELC được kỳ vọng sẽ là đơn vị hưởng lợi chính với hồ sơ năng lực và kinh nghiệm đã được kiểm chứng.

HSC áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để tính toán giá trị hợp lý cho ELC. Các giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, và hệ số beta 0,9 lần (theo Bloomberg). Theo đó, chi phí vốn CSH ở mức 11,9%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Cơ sở định giá là vào cuối năm 2026 – dự phóng khoảng 12 tháng tới.

Các tính toán và giả định đầu vào trong mô hình định giá được trình bày tại Bảng 38–40 Chúng tôi trình bày độ nhạy đối với lãi suất phi rủi ro và giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 41.

Bảng 38: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, ELC

Giả định Chi phí vốn CSH là 11,9% và chi phí nợ là 6,4%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.9%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 39: Tính toán WACC, ELC

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 11.9%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	100%
Nợ / Tổng nguồn vốn	0%
WACC	11.9%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Định giá DCF, ELC

Giá mục tiêu theo tính toán của chúng tôi là 26.800đ, tiềm năng tăng giá 26%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần trừ thưởng & phúc lợi	90	117	139	164	188	208	228
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	3	3	6	6	6	6	7
+ Khấu hao	12	15	18	21	25	30	35
- Thay đổi vốn lưu động	245	(326)	(22)	10	48	71	91
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(26)	(29)	(35)	(41)	(47)	(46)	(50)
FCFF	324	(220)	106	161	221	269	310
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							2%
Giá trị dài hạn							3,191
Dòng tiền tương lai		(220)	106	161	221	269	3,501
Giá trị hiện tại		(220)	106	144	176	192	2,232
Giá trị của doanh nghiệp			2,848				
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030			815				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn			2,034				
- Tổng nợ			(182)				
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			282				
Giá trị của vốn CSH			2,949				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)			110.1				
Giá cổ phiếu (đồng)			26,800				

Ghi chú: Bonus and welfare funds.
Nguồn: HSC**Bảng 41: phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), ELC**

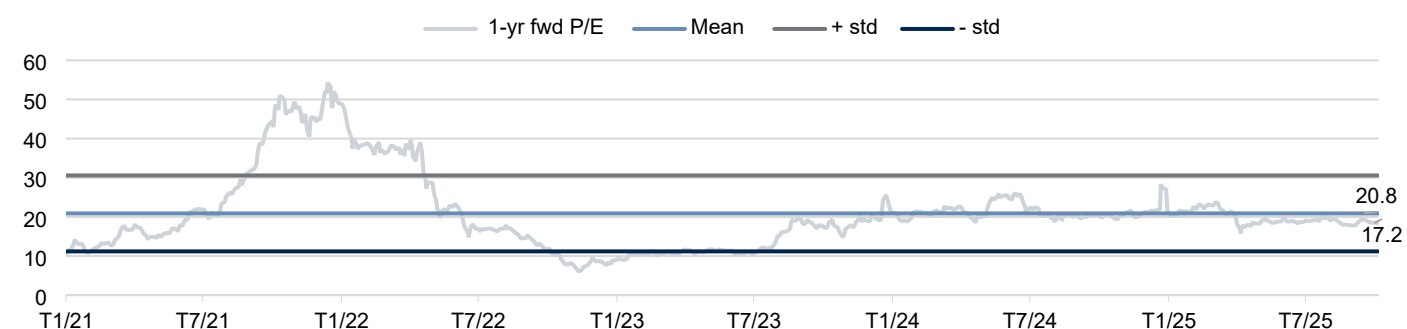
Kcbs của HSC sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và lãi suất phi rủi ro là 4%

		Lãi suất phi rủi ro					
		1.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	27,400	26,100	24,900	23,900	22,900	
	1.5%	28,500	27,100	25,800	24,600	23,600	
	2.0%	29,800	28,200	26,800	25,500	24,400	
	2.5%	31,100	29,400	27,900	26,500	25,200	
	3.0%	32,700	30,800	29,100	27,500	26,200	

Nguồn: HSC

Bảng 42: 1-yr rolling fwd P/E, ELC

ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 20,8 lần (Bảng 37). Với triển vọng vững chắc và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận, HSC kỳ vọng định giá của công ty sẽ dần dần phục hồi về mức bình quân quá khứ và có thể cao hơn.

Chúng tôi cũng so sánh ELC với các công ty cùng ngành trong khu vực, bao gồm 14 công ty dịch vụ CNTT ở Châu Á-Thái Bình Dương với vốn hóa thị trường dưới 500 triệu USD. Sau khi so sánh, chúng tôi nhận thấy ELC đang giao dịch với mức định giá thấp hơn 30% so với các công ty cùng ngành trong năm 2025 và 2026.

Bảng 43: So sánh với các công ty cùng ngành, ELC

ELC hiện giao dịch ở mức chiết khấu khoảng 30% so với trung vị ngành trong khu vực

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	2025 P/E	2026 P/E
Finatext Holdings Ltd	4419 JP	NHẬT BẢN	413	99.6	49.5
Protean eGov Technologies Ltd	PROTEAN IN	ẤN ĐỘ	383	33.7	30.1
EMRO Inc	058970 KS	SOUTH KOREA	358	38.0	26.6
Global Security Experts Inc	4417 JP	NHẬT BẢN	332	47.5	32.9
WITS Corp	4953 TT	ĐÀI LOAN	300	16.7	14.3
Saksoft Ltd	SAK IN	ẤN ĐỘ	280	21.3	18.0
Itfor Inc	4743 JP	NHẬT BẢN	277	14.7	14.2
Densan System Holdings Co Ltd	4072 JP	NHẬT BẢN	242	13.9	11.1
NCD Co Ltd/Shinagawa	4783 JP	NHẬT BẢN	160	12.1	11.5
Ad-sol Nissin Corp	3837 JP	NHẬT BẢN	152	20.7	17.8
Cybertrust Nhật bản Co Ltd	4498 JP	NHẬT BẢN	148	11.4	20.9
SmartDrive inc	5137 JP	NHẬT BẢN	108	42.5	27.8
LGMS Bhd	LGMS MK	MALAYSIA	87	36.8	28.9
Ridge-i Inc	5572 JP	NHẬT BẢN	75	72.9	51.0
Bình quân			122	34.4	25.3
Trung vị			128	27.5	23.8
CTCP Công Nghệ - Viễn Thông Elcom (ELC)	ELC VN	VIỆT NAM	87	20.2	17.7
So với bình quân			-26%	-39%	-36%
So với trung vị			-30%	-31%	-31%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 44: Các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Việt Nam, được chọn lọc trong nhóm công ty CNTT – viễn thông/CSHT vốn hóa vừa và nhỏ

Cổ phiếu ELC đang giao dịch ở mức P/E dự phóng ngang hoặc thấp hơn một chút so với nhóm doanh nghiệp cùng ngành này.

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	2024 P/E	2025F P/E	2026F P/E
CTCP Xây dựng Viettel	CTR*	371	24.4	22.0	20.1
Tập đoàn Công nghệ CMC	CMG	309	23.4	21.3	N/a
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV	278	17.3	15.4	N/a
Công nghệ ITD	ITD	13	7.3	N/a	N/a
Bình quân		243	18.1	19.6	20.1
Trung vị		294	20.4	21.3	20.1
CTCP Công Nghệ - Viễn Thông Elcom (ELC)	ELC	87	26.2	20.2	17.7
So với bình quân		-64%	45%	3%	-12%
So với trung vị		-70%	29%	-5%	-12%

Ghi chú: *HS khuyến nghị; tính theo dự báo của HSC, với các công ty khác theo mục tiêu công ty.
Nguồn: HSC, dữ liệu các công ty, Bloomberg

Đáng chú ý, chúng tôi không thấy có đối thủ cạnh tranh trực tiếp nào được niêm yết tại Việt Nam. FPT, công ty CNTT duy nhất trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, có doanh thu năm 2024 và vốn hóa thị trường lần lượt lớn hơn ELC khoảng 80 lần và 65 lần. Đây là một công ty CNTT có quy mô toàn cầu, hoạt động trong lĩnh vực gia công phần mềm và một số mảng kinh doanh trong lĩnh vực CNTT khác. Đáng chú ý, FPT hoàn toàn không hoạt động trong lĩnh vực ITS (cũng như S-D), nhưng có tham gia lĩnh vực chuyển đổi số.

Các công ty có vốn hóa nhỏ đến trung bình trong lĩnh vực viễn thông-CNTT – bao gồm CTR, CMG, HHV và ITD – cũng không phải là đối thủ cạnh tranh trực tiếp vì các công ty này có định hướng và mô hình kinh doanh khác với ELC. CTR là nhà cung

cấp dịch vụ và nhà đầu tư chủ yếu trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng viễn thông, CMG là nhà cung cấp dịch vụ CNTT, HHV là nhà thầu trong các dự án đầu tư công, và ITD cũng là nhà cung cấp dịch vụ gia công CNTT và là một công ty nhỏ trong lĩnh vực ITS. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn so sánh những công ty này với ELC (Bảng 40) để phục vụ các nhà đầu tư muốn đầu tư vào các công ty công nghệ vốn hóa nhỏ đến trung bình. Vốn hóa của ELC nhỏ hơn, chỉ bằng 2/3 vốn hóa bình quân của các công ty này và P/E dự phóng của ELC cũng ở mức bằng đến thấp hơn một chút.

Rủi ro đối với khuyến nghị và giá mục tiêu của HSC

Đối với mảng ITS chủ chốt, các rủi ro chính bao gồm khả năng chậm triển khai các dự án đường cao tốc và áp lực cạnh tranh ngày càng tăng. Đối với tất cả các mảng kinh doanh của công ty, các rủi ro tiềm tàng khác có thể liên quan đến tỷ trọng đóng góp doanh thu và những biến động trong KQKD của từng quý.

Chậm triển khai các dự án đường cao tốc

Đối với mảng ITS, ELC sẽ phải chờ các dự án đường cao tốc hoàn thành mới có thể lắp đặt hệ thống. Do đó, KQKD mảng này của ELC cũng sẽ phụ thuộc vào tiến độ thi công của các dự án đường cao tốc. Khi các dự án này được triển khai chậm tiến độ, KQKD của ELC cũng bị ảnh hưởng tiêu cực và không đạt như kỳ vọng.

Ví dụ, tháng 6/2022, ELC đã ký hợp đồng với CTCP Đầu tư Phúc Thành Hưng (tư nhân/chưa niêm yết) – nhà đầu tư chính của dự án thành phần Diễn Châu - Bãi Vọt thuộc dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1 với tổng giá trị 215 tỷ đồng. Tuy nhiên, do dự án này bị chậm tiến độ, việc triển khai hợp đồng đã phải hoãn lại đến tháng 10/2023 và sau đó hoàn thành vào tháng 4/2024. Do đó, công ty đã phải ghi nhận doanh thu 215 tỷ đồng từ dự án này vào năm 2024. Khoản doanh thu này chỉ có thể được ghi nhận sớm hơn nếu dự án thành phần Diễn Châu - Bãi Vọt được triển khai đúng tiến độ.

Tuy nhiên, ở giai đoạn này, Chính phủ đang tích cực thúc đẩy giải ngân đầu tư công và xem đây là một trong những động lực chính giúp tăng trưởng GDP. Trong bối cảnh này, mở rộng mạng lưới đường cao tốc là một trong những ưu tiên hàng đầu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rủi ro chậm tiến độ sẽ được hạn chế.

Rủi ro cạnh tranh

Đối với rủi ro cạnh tranh, ELC phải cạnh tranh với các đối thủ đáng gờm như Viettel, VNPT và HHV. Các đối thủ này có nhiều kinh nghiệm về kỹ thuật và năng lực triển khai dự án tốt và sẽ tham gia đấu thầu ITS trong thời gian tới.

Theo chúng tôi được biết, việc đánh giá các nhà thầu sẽ bao gồm hai yếu tố chính: (i) điểm kỹ thuật và (ii) điểm tài chính. Điểm kỹ thuật sẽ được đánh giá dựa trên kinh nghiệm và thành tích của nhà thầu, mức độ phù hợp của công nghệ cho dự án, trình độ và năng lực của nhân sự chủ chốt. Trong khi đó, điểm tài chính sẽ được xác định dựa trên giá chào thầu được đề xuất (mức chiết khấu được đưa ra so với giá trị gói thầu đã được phê duyệt).

Trong hai yếu tố này, điểm kỹ thuật quan trọng hơn điểm tài chính. Trên thực tế, phần lớn các gói thầu mà ELC đã giành được là nhờ điểm kỹ thuật cao hơn, mặc dù giá chào thầu cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh. Điều này chứng tỏ thế mạnh kỹ thuật của ELC. Trong khi đó, với hồ sơ năng lực ngày càng cải thiện sau khi giành được phần lớn các gói thầu ITS của dự án đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 1, chúng tôi kỳ vọng ELC có thể tận dụng lợi thế này để giành thêm nhiều gói thầu ITS trong thời gian tới.

Rủi ro đến từ tỷ trọng đóng góp doanh thu

Bên cạnh hai rủi ro lớn đã thảo luận ở phần trên, chúng tôi cũng thấy rủi ro liên quan đến tỷ trọng đóng góp doanh thu ở mảng viễn thông vì Viettel đóng góp từ 1/2 đến 2/3 doanh thu của mảng này. Việc mất khách hàng này có thể ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của cả mảng.

Biến động trong KQKD hằng quý

Do HĐKD của ELC dựa trên dự án nên KQKD hằng quý của công ty có xu hướng biến động tùy thuộc vào thời điểm hoàn thành dự án. Trong những năm gần đây, công ty chủ yếu ghi nhận lợi nhuận trong nửa cuối năm và đặc biệt là quý 4 (năm nay cũng

diễn ra tương tự), nên nhà đầu tư gặp khó khăn trong việc dự báo lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, với việc Chính phủ đẩy mạnh triển khai các dự án đầu tư công, HSC kỳ vọng ELC sẽ giành được đủ số lượng dự án chưa triển khai cho cả năm và do đó, rất ít khả năng lợi nhuận sẽ bị dồn vào một hoặc hai quý.

Trong khi đó, do HĐKD dựa theo tiến độ triển khai của các dự án nên KQKD của ELC sẽ kém thường xuyên và ổn định hơn so với những công ty có HĐKD theo hợp đồng.

Phụ lục: Mạng lưới đường cao tốc của Việt Nam

Là một trong những yếu tố đóng góp quan trọng cho sự phát triển kinh tế-xã hội, Chính phủ đang thúc đẩy mở rộng mạnh mẽ mạng lưới đường cao tốc. Từ một mạng lưới khá khiêm tốn với 1.163 km vào năm 2020, Việt Nam đặt mục tiêu có 3.000 km vào cuối năm nay và 5.000 km vào năm 2030. Về lâu dài, mạng lưới đường cao tốc được quy hoạch với tổng chiều dài 9.177 km.

Lịch sử phát triển

Kể từ khi tuyến đường cao tốc đầu tiên (TP.HCM - Trung Lương) được đưa vào khai thác vào tháng 2/2010, Chính phủ đã xem việc phát triển đường cao tốc là một trong những nhiệm vụ ưu tiên hàng đầu. Trước đó, Quốc lộ 1A, với tổng chiều dài 2.482 km chạy từ Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị (Lạng Sơn) đến Cà Mau, là tuyến đường huyết mạch kết nối trục Bắc-Nam của Việt Nam. Với chỉ 4-6 làn xe, Quốc lộ 1A không thể đáp ứng nhu cầu giao thông ngày càng tăng của Việt Nam, dẫn đến tình trạng tắc nghẽn giao thông thường xuyên và kéo lùi sự phát triển của ngành logistics. Do đó, nhu cầu xây dựng đường cao tốc trở nên cấp thiết.

Trong giai đoạn 2001-2010, Việt Nam chỉ triển khai được 89 km đường cao tốc. Trong giai đoạn 2011-2020, có thêm 1.074 km. Năm 2021, Chính phủ đã ban hành Quyết định số 1454/QĐ-TT phê duyệt quy hoạch tổng thể mạng lưới đường bộ giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050. Theo đó, mạng lưới đường cao tốc được quy hoạch bao gồm 43 tuyến với tổng chiều dài 9.177 km. Chính phủ đặt mục tiêu có 3.000 km đường cao tốc vào năm 2025 và 5.000 km vào năm 2030. Để đạt được mục tiêu gần nhất, một trong những nhiệm vụ trọng tâm là hoàn thành dự án đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông vào năm 2025.

Bảng 45: Quy hoạch tổng thể mạng lưới đường cao tốc, Việt Nam

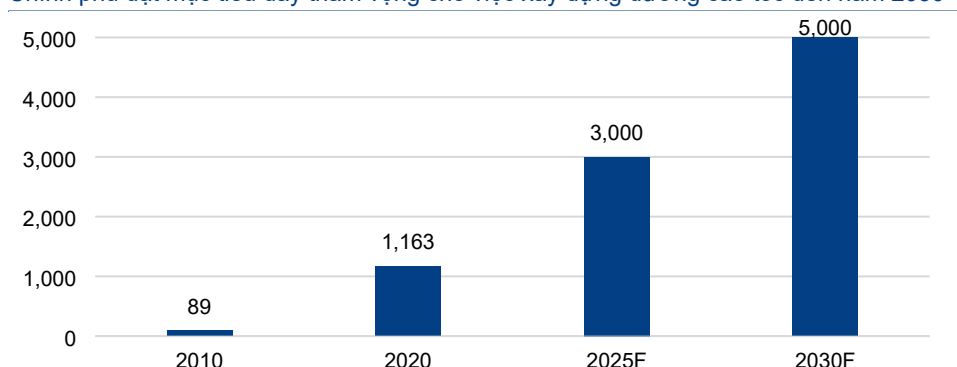
Mạng lưới đường cao tốc được quy hoạch với tổng chiều dài 9.177 km

stt	Đường cao tốc	Chiều dài (km)
1	Đường cao tốc Bắc – Nam phía Đông	2,063
2	Đường cao tốc Bắc – Nam phía Tây	1,205
3	Đường cao tốc khu vực phía Bắc	2,313
4	Đường cao tốc khu vực Trung Bộ và Tây Nguyên	1,496
5	Đường cao tốc khu vực phía Nam	1,380
6	Vành đai đô thị Hà Nội	429
7	Vành đai đô thị TP.HCM	291
Tổng cộng		9,177

Nguồn: Quyết định số 1454/QĐ-TT

Biểu đồ 46: Tổng chiều dài đường cao tốc (km), Việt Nam

Chính phủ đặt mục tiêu đầy tham vọng cho việc xây dựng đường cao tốc đến năm 2030



Nguồn: MoC

Đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông: Góc nhìn cận cảnh

Tháng 11/2017, Quốc hội chính thức phê duyệt đầu tư vào đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông với tổng chiều dài 1.388 km. Dự án được chia thành hai giai đoạn, với giai đoạn đầu tiên (dự kiến trong giai đoạn 2017-2020) bao gồm 11 dự án thành phần với

tổng chiều dài 653 km, và giai đoạn thứ hai (dự kiến trong giai đoạn 2021-2025) bao gồm 12 dự án thành phần với tổng chiều dài 735 km.

Chúng tôi lưu ý rằng một số dự án thành phần khác với tổng chiều dài 611 km đã được hoàn thành trước năm 2017. Sau khi toàn bộ dự án được hoàn thành, đường cao tốc với tổng chiều dài khoảng 2.000 km sẽ chạy từ Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị (Lạng Sơn) đến Cà Mau (điểm cực Nam của Việt Nam). Tổng vốn đầu tư cho toàn bộ dự án là 486 nghìn tỷ đồng, chủ yếu từ ngân sách Nhà nước.

Tính đến tháng 4/2024, tất cả 11 dự án thành phần của giai đoạn 1 đã được hoàn thành. Giai đoạn 2 bắt đầu khởi công vào ngày 1/1/2023 và dự kiến hoàn thành vào cuối năm nay. Tính đến cuối tháng 9, bốn trong số 12 dự án thành phần với tổng chiều dài 208 km của giai đoạn 2 đã được hoàn thành. Tám dự án thành phần còn lại dự kiến hoàn thành vào cuối năm.

Bảng 47: Đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông, Việt Nam

Đường cao tốc Bắc – Nam phía Đông có tổng chiều dài 2.063 km

Mốc thời gian	Chiều dài (km)	Vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)
Trước 2017	611	206
2017-2020	653	119
2021-2025	784	162
Sau 2025	15	5
Tổng cộng	2,063	491

Nguồn: Quyết định số 1454/QĐ-TT

Chúng tôi lưu ý rằng trong số 11 dự án thành phần của giai đoạn 1, tám dự án được tài trợ vốn bằng ngân sách Nhà nước trong khi ba dự án (bao gồm Diễn Châu - Bãi Vọt, Nha Trang - Cam Lâm và Cam Lâm - Vĩnh Hảo) được triển khai theo hình thức PPP. Trong khi đó, tất cả 12 dự án thành phần của giai đoạn 2 đều sử dụng vốn đầu tư công.

Đối với các dự án thành phần được triển khai theo mô hình PPP, thành phần ITS được bao gồm trong hợp đồng và được triển khai đồng thời với việc xây dựng đường cao tốc. Trong khi đó, đối với các dự án thành phần được tài trợ bằng vốn đầu tư công, thành phần ITS sẽ được triển khai sau khi đường cao tốc hoàn thành và sẽ được thực hiện thông qua đấu thầu.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	980	800	1,441	1,756	2,067
Lợi nhuận gộp	194	244	299	362	426
Chi phí BH&QL	(139)	(138)	(187)	(228)	(269)
Thu nhập khác	0.98	2.37	0	0	0
Chi phí khác	(1.23)	(5.25)	0	0	0
EBIT	54.3	104	111	134	157
Lãi vay thuần	44.3	11.4	39.5	45.4	54.5
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.79)	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	96.9	115	151	180	212
Chi phí thuế TNDN	(12.6)	(15.8)	(22.6)	(26.9)	(31.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6.67)	(3.81)	(4.92)	(5.85)	(6.90)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	77.7	95.4	123	147	173
Lợi nhuận thuần ĐC	77.7	95.4	123	147	173
EBITDA ĐC	61.8	116	126	152	178
EPS (đồng)	944	1,146	1,120	1,333	1,572
EPS ĐC (đồng)	674	822	1,064	1,266	1,494
DPS (đồng)	0	0	0	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	82.3	83.3	110	110	110
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	82.3	83.3	110	110	110
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	110	110	110	110	110

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	186	327	199	142	29.5
Đầu tư ngắn hạn	105	115	115	141	165
Phải thu khách hàng	809	662	1,153	1,335	1,488
Hàng tồn kho	109	77.5	144	158	165
Các tài sản ngắn hạn khác	5.05	3.09	7.21	8.78	10.3
Tổng tài sản ngắn hạn	1,214	1,185	1,619	1,784	1,859
TSCĐ hữu hình	90.0	100	114	132	152
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	8.42	7.96	7.96	7.96	7.96
Đầu tư dài hạn	1.57	216	216	216	216
Đầu tư vào Cty LD,LK	121	109	109	109	109
Tài sản dài hạn khác	386	373	620	755	889
Tổng tài sản dài hạn	607	806	1,067	1,220	1,374
Tổng cộng tài sản	1,821	1,990	2,686	3,004	3,233
Nợ ngắn hạn	42.5	36.1	115	176	124
Phải trả người bán	475	443	721	878	1,034
Nợ ngắn hạn khác	28.7	25.8	25.8	25.8	25.8
Tổng nợ ngắn hạn	585	651	962	1,195	1,315
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	66.6	64.5	64.5	64.5	64.5
Nợ dài hạn khác	17.8	26.0	26.0	26.0	26.0
Tổng nợ dài hạn	84.4	90.4	90.4	90.4	90.4
Tổng nợ phải trả	669	741	1,052	1,286	1,405
Vốn chủ sở hữu	962	1,057	1,442	1,527	1,636
Lợi ích cổ đông thiểu số	190	192	192	192	192
Tổng vốn chủ sở hữu	1,152	1,249	1,634	1,718	1,828
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,821	1,990	2,686	3,004	3,233
BVPS (đ)	11,689	12,692	13,101	13,868	14,861
Nợ thuần?/(tiền mặt)	(144)	(291)	(84.1)	33.7	94.5

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	54.3	104	111	134	157
Khấu hao	(7.42)	(12.5)	(14.7)	(17.6)	(21.1)
Lãi vay thuần	44.3	11.4	39.5	45.4	54.5
Thuế TNDN đã nộp	(12.3)	(26.4)	(28.8)	(35.1)	(41.3)
Thay đổi vốn lưu động	16.7	25.8	(326)	(22.4)	10.1
Khác	(238)	176	(461)	(168)	(131)
LCT thuần từ HĐKD	95.8	140	(198)	108	169
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(234)	(210)	(28.8)	(35.1)	(41.3)
Thanh lý	3.73	67.9	0	0	0
Khác	236	140	(247)	(135)	(134)
LCT thuần từ HĐĐT	5.98	(2.29)	(276)	(171)	(175)
Cổ tức trả cho CSH	(1.55)	(1.01)	0	(55.0)	(55.0)
Thu từ phát hành CP	1.50	10.0	268	0	0
Tăng/giảm nợ	11.6	(6.38)	79.2	60.3	(51.6)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	11.5	2.61	347	5.28	(107)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	72.9	186	327	199	142
LCT thuần trong kỳ	113	140	(127)	(57.5)	(112)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.01	0.04	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	186	327	199	142	29.5
Dòng tiền tự do	95.8	140	(198)	108	169

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.8	30.5	20.7	20.6	20.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	6.30	14.5	8.75	8.64	8.63
Tỷ suất LNT (%)	7.92	11.9	8.56	8.36	8.37
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.0	13.7	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.5	(18.4)	80.2	21.8	17.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	43.1	88.1	8.58	20.3	17.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	148	22.9	29.2	19.0	17.9
Tăng trưởng EPS (%)	77.2	21.4	(2.22)	19.0	17.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	151	22.0	29.6	19.0	17.9
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	37.5	31.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.40	9.45	9.87	9.89	10.9
ROACE (%)	5.04	8.05	7.28	7.59	8.44
Vòng quay tài sản (lần)	0.66	0.42	0.62	0.62	0.66
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.76	1.35	(1.78)	0.80	1.08
Số ngày tồn kho	50.5	50.9	46.0	41.4	36.8
Số ngày phải thu	376	435	368	350	331
Số ngày phải trả	220	291	230	230	230
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(12.8)	(16.4)	(0.83)	7.96	12.1
Nợ/tài sản (%)	3.44	7.72	6.98	8.77	7.03
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.01	1.32	1.49	1.74	1.28
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.08	1.82	1.68	1.49	1.41
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.63	1.84	1.56	1.35	1.17
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.9	12.7	17.8	15.6	13.6
P/E (lần)	22.5	18.5	18.9	15.9	13.5
P/E ĐC (lần)	31.5	25.8	19.9	16.7	14.2
P/B (lần)	1.81	1.67	1.62	1.53	1.43
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	2.36	2.36

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn