

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

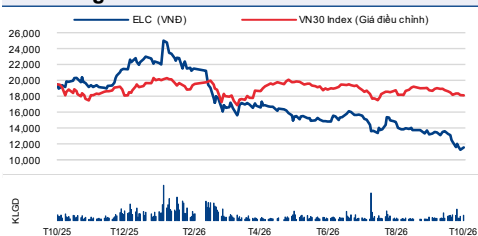
Giá mục tiêu: VNĐ13,000 (từ VNĐ17,944)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/10/2026)	11,550
Mã Bloomberg	ELC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,250-25,001
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,450
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,360
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	52.5
Slg CP lưu hành (tr.đv)	118
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	57.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	53.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.28%
Tỷ lệ freefloat	67.7%
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	(12.5)	(25.8)	(40.7)
So với chỉ số	(8.94)	(22.6)	(35.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	960	1,266	(24.2)
2027F	1,077	1,494	(27.9)
2028F	1,205	1,972	(38.9)

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

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Động lực mới từ mảng S-D; giảm giá mục tiêu, duy trì k/n Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 28% giá mục tiêu đối với ELC xuống còn 13.000 đồng/cp dựa trên việc thay đổi các giả định định giá nhằm phản ánh quan điểm rằng mảng an ninh quốc phòng (S-D) sẽ thay thế mảng giao thông thông minh (ITS) để trở thành động lực tăng trưởng chính. Với tiềm năng tăng giá 13% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 nhưng giảm bình quân 4% dự báo cho năm 2027-2028. Dự báo mới – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 12% mỗi năm trong các năm 2027 và 2028, sau khi giảm 7% trong năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm trong 1 tháng, 3 tháng và 1 năm qua, ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,2 lần.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng

Cần lưu ý rằng KQKD nửa đầu năm 2026 vững chắc ở cả doanh thu (tăng 66% so với cùng kỳ lên 548 tỷ đồng) và lợi nhuận thuần (tăng 56% so với cùng kỳ lên 30 tỷ đồng), chủ yếu dựa trên mức nền thấp. Trong giai đoạn từ năm 2025 đến 9 tháng đầu năm 2026, mảng ITS là động lực tăng trưởng cốt lõi nhờ lực đẩy từ các dự án thành phần thuộc tuyến Cao tốc Bắc - Nam, khi ELC giành được phần lớn các gói thầu mua sắm thiết bị chuyên dụng.

Tuy nhiên, điểm đáng lưu ý là số lượng hợp đồng chưa triển khai trị giá khoảng 3 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2026 chủ yếu tập trung ở mảng an ninh - quốc phòng. Phần lớn trong số này là các hợp đồng được chỉ định thầu trực tiếp từ Bộ Công an, cơ quan mà ELC có mối quan hệ hợp tác lâu năm, bên cạnh Bộ Quốc phòng, nhằm cung ứng các giải pháp trinh sát, giám sát, kết nối mạng và chuyển đổi số. Trên thực tế, mảng giao thông thông minh nhiều khả năng sẽ tăng chậm lại do phần lớn doanh thu từ các dự án thành phần thuộc tuyến Cao tốc Bắc - Nam đã được hạch toán toàn bộ tính đến cuối Q3/2026.

Tác động: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2027-2028

HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2026, lần lượt đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 119 tỷ đồng (-7% svck), phản ánh tỷ suất lợi nhuận thu hẹp trước áp lực tăng giá vật liệu đầu vào. Dự báo cho cả năm 2026 cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm đạt 88 tỷ đồng (-19% svck) trong khi doanh thu thuần giảm 4% so với cùng kỳ. Cho giai đoạn 2027-2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt tốc độ tăng trưởng 12% mỗi năm (sau khi điều chỉnh giảm bình quân 4% so với dự báo trước đây) trên nền tăng trưởng doanh thu thuần lần lượt là 11% và 10%, với động lực chính đến từ mảng an ninh - quốc phòng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 26% trong 3 tháng qua, ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,2 lần. HSC giảm 28% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 13.000 đồng/cp, chủ yếu phản ánh việc thay đổi các giả định định giá. Cụ thể, chúng tôi cộng thêm 0,5 điểm phần trăm phân bù rủi ro đặc thù doanh nghiệp vào phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu nhằm phản ánh sự thiếu rõ ràng trong việc ước tính giá trị hợp đồng chưa triển khai cũng như tiến độ ghi nhận lợi nhuận, bởi các hợp đồng mảng S-D phần lớn theo hình thức chỉ định thầu trực tiếp thay vì đấu thầu công khai như mảng ITS. Giá mục tiêu mới tương ứng với tiềm năng tăng giá 13%, cho thấy P/E năm 2026 và 2027 của cổ phiếu lần lượt ở mức 13,5 lần và 12,1 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, chủ yếu dựa trên định giá. Rủi ro trọng yếu nằm ở tính bền vững trong mối quan hệ hợp tác giữa ELC và Bộ Công an, yếu tố có thể ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng được chỉ định thầu các hợp đồng mới trong tương lai.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	116	139	165	183	201
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	95.4	128	119	133	149
EPS ĐC (đồng)	768	1,029	960	1,077	1,205
DPS (đồng)	0	0	500 ▲	500 ▲	500 ▲
BVPS (đồng)	12,692	12,273	12,585 ▲	13,162	13,867
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.78	9.01	7.81	7.33	6.81
P/E ĐC (lần)	15.0	11.2	12.0	10.7	9.58
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	4.33	4.33	4.33
P/B (lần)	0.91	0.94	0.92	0.88	0.83
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	22.0	34.0	(6.78)	12.2	11.9
ROAE (%)	9.45	10.6	8.40	8.80	9.39

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

Mảng S-D thay thế ITS trở thành động lực tăng trưởng mới; Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng mặc dù giảm 28% giá mục tiêu xuống 13.000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 13%) do điều chỉnh các giả định định giá, nhằm phản ánh bước chuyển dịch mang tính chiến lược trong HĐKD của ELC. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 nhưng giảm nhẹ dự báo cho các năm 2027 và 2028. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ hồi phục và đạt mức tăng trưởng bình quân 12% mỗi năm trong hai năm tới, sau khi giảm 7% trong năm nay dưới áp lực thu hẹp của tỷ suất lợi nhuận. Mặc dù giá trị hợp đồng chưa triển khai của ELC vẫn ở mức cao tại thời điểm cuối Q3/2026, danh mục này hiện tập trung chủ yếu vào mảng S-D. Đây là mảng có mức độ minh bạch thấp hơn nhiều so với mảng ITS do các gói thầu phần lớn được giao theo hình thức chỉ định trực tiếp, yếu tố mà chúng tôi cho rằng đang làm gia tăng thêm rủi ro cho công ty.

Mảng S-D nổi lên như động lực tăng trưởng mới

KQKD 6 tháng đầu năm 2026 của ELC tăng mạnh, với doanh thu thuần đạt 548 tỷ đồng (+66% svck) và lợi nhuận thuần đạt 30 tỷ đồng (+56% svck), từ mức nền thấp trong nửa đầu năm 2025. Kết quả này mới chỉ hoàn thành lần lượt 33% và 26% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng HĐKD của ELC mang tính mùa vụ cao, thường ít ghi nhận doanh thu từ các dự án trong nửa đầu năm và tập trung vào nửa cuối năm.

Mảng ITS nhiều khả năng tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng cho đến hết Q3/2026...

Đáng chú ý, doanh thu thuần năm 2025 của ELC tăng trưởng vượt bậc 90% lên 1.518 tỷ đồng, nhờ doanh thu mảng ITS tăng gấp 2,2 lần (đạt 908 tỷ đồng, đóng góp 60% tổng doanh thu thuần năm 2025). Sang nửa đầu năm 2026, mảng này cũng cố vững chắc vai trò trụ cột tăng trưởng khi doanh thu tăng vọt 88% so với cùng kỳ lên 427 tỷ đồng, đóng góp 78% tổng doanh thu thuần trong nửa đầu năm 2026 (+56% svck). Với Q3/2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 660 tỷ đồng (+54% svck), nhờ doanh thu mảng ITS tăng 80% so với cùng kỳ. Tổng hợp các yếu tố trên, HSC dự báo doanh thu thuần lũy kế 9 tháng đầu năm 2026 sẽ đạt 1.208 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng ấn tượng 59% so với cùng kỳ. Động lực chính đến từ mảng ITS với doanh thu tăng vọt 83% so với cùng kỳ lên 927 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q3/2026 đạt 40 tỷ đồng (+3% svck; +44% svqt).

Doanh thu mảng ITS tăng mạnh nhờ nguồn thu từ các gói thầu cung cấp thiết bị mà ELC đã giành được tại các dự án thành phần của tuyến Cao tốc Bắc - Nam. Các dự án này dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025, tạo điều kiện thuận lợi cho giai đoạn triển khai và lắp đặt hệ thống thiết bị ITS tiếp theo. Trong năm 2025, chủ đầu tư của các dự án đã triển khai nhiều đợt đấu thầu công khai cho các gói thầu ITS, và ELC đã trúng phần lớn các gói thầu này. Công ty đã hoàn thành các gói thầu ITS cho các dự án thành phần thuộc Giai đoạn 1 của tuyến Cao tốc Bắc Nam và ghi nhận doanh thu trong năm 2025, trong khi các gói thầu thuộc Giai đoạn 2 đã được phản ánh vào KQKD 9 tháng đầu năm 2026. Do đó, tính đến cuối tháng 9/2026, phần lớn giá trị hợp đồng tồn đọng thuộc mảng ITS của ELC tại dự án Cao tốc Bắc - Nam đã hoàn thành.

... nhưng mảng S-D trở thành động lực tăng trưởng mới

Mảng S-D đang trở thành động lực tăng trưởng mới nhưng doanh thu từ mảng này lần lượt chỉ chiếm 18%/11% tổng doanh thu thuần trong năm 2025 và nửa đầu năm 2026. ELC đã hợp tác với cả Bộ Quốc phòng và Bộ Công an trong hơn 10 năm qua, cung cấp các giải pháp về trinh sát và giám sát, kết nối Internet và chuyển đổi số.

Đáng chú ý, số lượng đơn hàng chưa triển khai của ELC tính đến cuối Q3/2026 đã vượt mức 3 nghìn tỷ đồng, tập trung chủ yếu ở mảng S-D, nhờ lượng lớn hợp đồng được chỉ định thầu trực tiếp từ Bộ Công an.

Nguồn vốn đầu tư công dành cho Bộ Công an đã tăng mạnh kể từ 2025. Quy mô phân bổ ngân sách trong năm 2025 ban đầu ghi nhận ở mức 4,1 nghìn tỷ đồng, trước khi được cấp bổ sung 1,7 nghìn tỷ đồng vào tháng 11/2025 trích từ phần thặng dư tăng thu chưa phân bổ của ngân sách trung ương tích lũy từ năm 2022 và 2023. Theo kế

hoạch cho giai đoạn 2026-2030, Bộ Công an dự kiến được phân bổ 31,15 nghìn tỷ đồng (tương đương bình quân 6,2 nghìn tỷ đồng mỗi năm), cao gấp 1,5 lần dự toán đầu tư ban đầu cho năm 2025 và cao hơn 7% so với kế hoạch năm 2025 sau khi đã điều chỉnh bổ sung vốn.

Chúng tôi kỳ vọng quy mô ngân sách gia tăng sẽ thúc đẩy giải ngân cho các hệ thống giám sát và trinh sát tiên tiến, hạ tầng thông tin liên lạc cùng các giải pháp chuyển đổi số, vốn là những lĩnh vực thế mạnh cốt lõi của ELC. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý về mức độ thiếu rõ ràng trong tiến độ ghi nhận lợi nhuận do các hợp đồng với Bộ Công an chủ yếu được thực hiện theo hình thức chỉ định thầu trực tiếp, thay vì đấu thầu công khai minh bạch về lộ trình như các dự án thuộc mảng ITS trước đây. Quy mô giá trị hợp đồng cũng như lộ trình triển khai chi tiết hiện vẫn chưa được công bố cụ thể.

Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2027-2028

Cho năm 2026, HSC gần như giữ nguyên dự báo, với doanh thu thuần đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và lợi nhuận thuần đạt 119 tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ) dựa trên giả định tỷ suất lợi nhuận thu hẹp do giá vật tư đầu vào tăng cao. Cho giai đoạn 2027-2028, chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận, với việc giảm dự báo lợi nhuận mảng ITS gần như được bù hoàn toàn bởi mức tăng dự báo cho mảng S-D. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 12% mỗi năm, trên mức tăng trưởng doanh thu thuần lần lượt là 11%/10%. Dự báo chi tiết theo từng mảng kinh doanh như sau:

- Đối với mảng ITS, chúng tôi dự báo đà tăng trưởng doanh thu sẽ hạ nhiệt xuống 5%/năm trong giai đoạn 2026-2028. Tỷ trọng đóng góp của mảng này vào tổng doanh thu theo đó sẽ giảm xuống 51% trong năm 2028, từ mức 60% trong năm 2025.
- Đối với mảng S-D, chúng tôi dự báo đà tăng trưởng doanh thu đạt 40%/30%/25% trong các năm 2026/2027/2028, nhờ có lượng hợp đồng chưa triển khai dồi dào. Tỷ trọng đóng góp của mảng này vào tổng doanh thu theo đó sẽ tăng lên 30% trong năm 2028, từ mức 18% trong năm 2025.
- Về triển vọng doanh thu theo mảng kinh doanh, chúng tôi dự báo mảng viễn thông tăng trưởng 5% mỗi năm và mảng chuyển đổi số tăng trưởng 10% mỗi năm. Cần lưu ý rằng viễn thông vốn là mảng kinh doanh cốt lõi truyền thống của ELC, trong khi chuyển đổi số là mảng kinh doanh mới với mức nền so sánh rất thấp trong năm 2025.

Bảng 1: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026-2028, ELC

HSC hạ bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2027-2028, trong khi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		2025A-28F CAGR
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	1,518	1,682	1,928	2,156	1,692	1,876	2,072	0.6%	-2.7%	10.9%
Lợi nhuận thuần	128	118	137	155	118	132	148	0.2%	-3.3%	5.1%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	89.7%	110.2%	14.6%	11.8%	11.5%	10.8%	10.5%			
Lợi nhuận thuần	33.7%	23.9%	15.5%	13.6%	-7.1%	11.6%	12.2%			

Nguồn: HSC

Bảng 2: Dự báo cơ cấu doanh thu giai đoạn 2026-2028, ELC

HSC hạ dự báo doanh thu mảng ITS nhưng tăng cho mảng S-D

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2025A-28F CAGR
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Doanh thu thuần	1,518	1,869	2,235	2,601	1,692	1,876	2,072	-9.4%	-16.1%	-20.3%	10.9%
Viễn thông	294	323	356	391	309	324	340	-4.5%	-8.9%	-13.0%	5.0%
ITS	908	1,135	1,362	1,580	954	1,001	1,051	-16.0%	-26.5%	-33.5%	5.0%
An ninh - quốc phòng	276	332	391	454	387	503	629	16.7%	28.5%	38.5%	31.5%
Chuyển đổi số & mảng khác	39	78	125	175	43	47	52	-45.0%	-62.2%	-70.3%	10.0%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		23.1%	19.6%	16.4%	11.5%	10.8%	10.5%				
Viễn thông		10.0%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%				
ITS		25.0%	20.0%	16.0%	5.0%	5.0%	5.0%				
An ninh - quốc phòng		20.0%	18.0%	16.0%	40.0%	30.0%	25.0%				
Chuyển đổi số & mảng khác		100.0%	60.0%	40.0%	10.0%	10.0%	10.0%				
Tỷ trọng											
Doanh thu thuần	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%				
Viễn thông	19.4%	17.3%	15.9%	15.0%	18.2%	17.3%	16.4%				
ITS	59.8%	60.8%	61.0%	60.8%	56.4%	53.4%	50.7%				
An ninh - quốc phòng	18.2%	17.7%	17.5%	17.4%	22.9%	26.8%	30.3%				
Chuyển đổi số & mảng khác	2.6%	4.2%	5.6%	6.7%	2.5%	2.5%	2.5%				

Nguồn: HSC

Giảm 28% giá mục tiêu xuống 13.000 đồng/cp; duy trì k/n Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 13%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 28% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 13.000 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá 13% và mức P/E năm 2026-2027 lần lượt là 13,5 lần và 12,1 lần. Sau nhịp điều chỉnh của giá cổ phiếu, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Mỗi quan hệ đối tác lâu năm với Bộ Công an được kỳ vọng sẽ tiếp tục củng cố vị thế của ELC, đem lại nhiều hợp đồng ký mới cho mảng S-D. Dù điều này tiềm ẩn rủi ro chính sách cùng với sự thiếu rõ ràng trong việc ghi nhận lợi nhuận, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại đã phản ánh đầy đủ và bù đắp thỏa đáng cho các yếu tố rủi ro nói trên.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, nhưng điều chỉnh tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 9,25% – sau khi cộng thêm 0,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ nhằm phản ánh rủi ro đặc thù liên quan đến mảng S-D, vốn đang tăng trưởng nhưng kém minh bạch hơn so với mảng ELC. Chúng tôi cũng tăng giả định hệ số beta lên 1,1 lần (từ 0,9 lần trước đây, theo dữ liệu Bloomberg). Những thay đổi trên dẫn đến chi phí vốn CSH tăng lên 14,2% (so với 11,9% trước đây).
- Chúng tôi cũng tăng giả định chi phí nợ trước thuế lên 9% (so với 8% trước đây), dẫn đến chi phí nợ vay sau thuế là 7,2% (so với 6,4% trước đây). Theo đó, giả định WACC tăng lên 12,7%, so với 11,9% trước đây.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% và cơ sở định giá vào giữa năm 2027.

Bảng 3: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, ELC

Giả định Chi phí vốn CSH là 14,2% và chi phí nợ là 7,2%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	0.5%
Chi phí vốn CSH	1.1
Chi phí nợ	14.2%
Thuế suất	9.0%
Chi phí nợ sau thuế	20.0%
Lãi suất phi rủi ro	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Tính toán WACC, ELC

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 12,7%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	79.4%
Nợ / Tổng nguồn vốn	20.6%
WACC	12.7%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Định giá DCF, ELC

Giá mục tiêu theo mô hình định giá của chúng tôi là 13.000đ, tiềm năng tăng giá 13%

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần trừ thưởng & phúc lợi	121	113	126	141	154	167
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	13	24	20	19	20	20
+ Khấu hao	-	16	18	19	21	23
- Thay đổi vốn lưu động	(627)	(24)	(52)	(51)	(45)	(33)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	-	(17)	(19)	(21)	(23)	(25)
FCFF	(493)	112	93	107	128	153
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2.0%
Giá trị dài hạn						1,454
Dòng tiền tương lai	(493)	112	93	107	128	1,607
Giá trị hiện tại	(493)	112	82	85	89	995
Giá trị của doanh nghiệp (giữa 2027)			1,363			
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030			463			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn			900			
- Tổng nợ			(340)			
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			550			
Giá trị của vốn CSH			1,573			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)			121.3			
Giá cổ phiếu (đồng) (giữa năm 2027)			13,000			

Nguồn: HSC

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), ELC

Kịch bản cơ sở 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				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	13,000	12,600	12,300	11,900	11,600
	1.5%	13,400	13,000	12,600	12,200	11,900
	2.0%	13,800	13,400	13,000	12,600	12,200
	2.5%	14,300	13,800	13,400	12,900	12,500
	3.0%	14,900	14,300	13,800	13,300	12,900

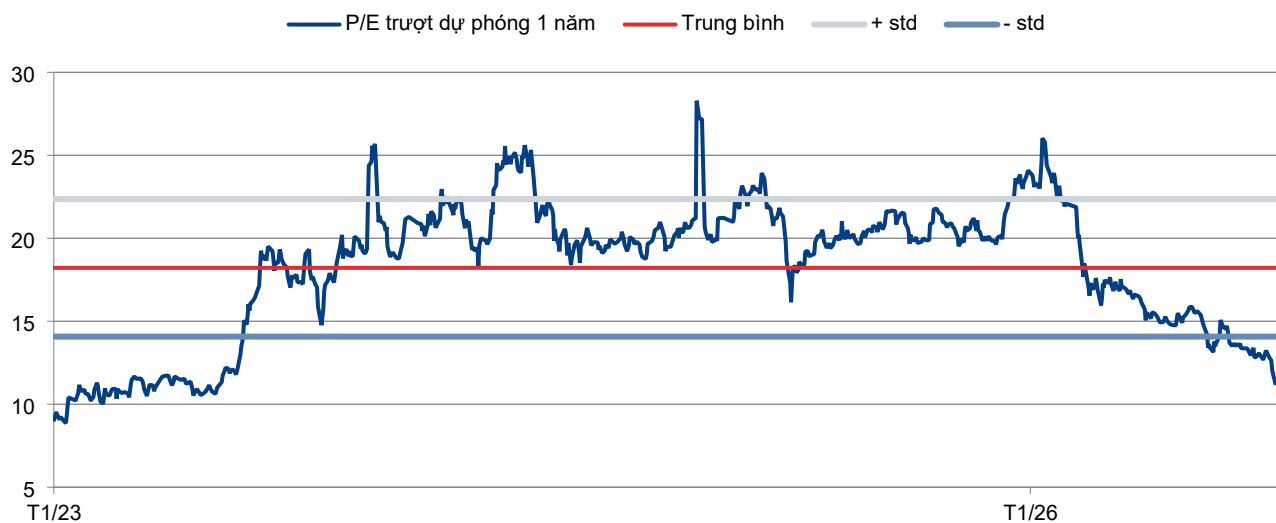
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, 26% trong 3 tháng qua và 41% trong 1 năm qua – diễn biến này phần lớn phản ánh tâm lý thận trọng chung đối với nhóm cổ phiếu công nghệ, kết hợp cùng các yếu tố nội tại của doanh nghiệp bao gồm việc chậm tiến độ hoàn thành các dự án trọng điểm để ghi nhận lợi nhuận trong nửa đầu năm 2026 và tình trạng thiếu vắng các hợp đồng ký mới trong mảng ITS vốn từng được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhất – ELC đang giao dịch với P/E trượt dạt phóng 1 năm là 11,1 lần, thấp hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 18,2 lần.

Bảng 7: P/E trượt dự phóng 1 năm, ELC

ELC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, thấp hơn rất nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 18,2 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	800	1,518	1,692	1,880	2,068
Lợi nhuận gộp	244	270	284	316	347
Chi phí BH&QL	(138)	(133)	(135)	(150)	(165)
Thu nhập khác	2.37	2.41	0	0	0
Chi phí khác	(5.25)	(1.10)	0	0	0
EBIT	104	139	149	165	182
Lãi vay thuần	11.4	19.3	2.58	4.01	7.22
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.00	(5.84)	(5.84)	(5.84)	(5.84)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	115	152	146	164	183
Chi phí thuế TNDN	(15.8)	(24.0)	(26.3)	(29.5)	(33.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3.81)	(0.73)	(0.68)	(0.76)	(0.85)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	95.4	128	119	133	149
Lợi nhuận thuần ĐC	95.4	128	119	133	149
EBITDA ĐC	116	139	165	183	201
EPS (đồng)	1,146	1,159	1,010	1,133	1,268
EPS ĐC (đồng)	768	1,029	960	1,077	1,205
DPS (đồng)	0	0	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	83.3	110	118	118	118
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	83.3	110	118	118	118
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	110	110	118	118	118

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	327	416	407	300	284
Đầu tư ngắn hạn	115	64.3	84.6	94.0	103
Phải thu khách hàng	662	996	1,083	1,185	1,282
Hàng tồn kho	77.5	219	203	207	207
Các tài sản ngắn hạn khác	3.09	5.57	6.77	7.52	8.27
Tổng tài sản ngắn hạn	1,185	1,701	1,785	1,793	1,884
TSCĐ hữu hình	100	104	105	106	108
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	7.96	7.51	7.51	7.51	7.51
Đầu tư dài hạn	216	141	141	141	141
Đầu tư vào Cty LD,LK	109	103	103	103	103
Tài sản dài hạn khác	373	437	474	526	579
Tổng tài sản dài hạn	806	794	831	885	939
Tổng cộng tài sản	1,990	2,495	2,616	2,678	2,823
Nợ ngắn hạn	36.1	226	169	113	124
Phải trả người bán	443	301	338	376	414
Nợ ngắn hạn khác	25.8	33.5	33.5	33.5	33.5
Tổng nợ ngắn hạn	651	693	684	678	740
Nợ dài hạn	0	170	170	170	170
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	64.5	62.2	62.2	62.2	62.2
Nợ dài hạn khác	26.0	23.1	23.1	23.1	23.1
Tổng nợ dài hạn	90.4	256	256	256	256
Tổng nợ phải trả	741	949	939	934	996
Vốn chủ sở hữu	1,057	1,351	1,482	1,550	1,633
Lợi ích cổ đông thiểu số	192	195	195	195	195
Tổng vốn chủ sở hữu	1,249	1,546	1,677	1,744	1,828
Tổng nợ phải trả và VCSH	1,990	2,495	2,616	2,678	2,823
BVPS (đ)	12,692	12,273	12,585	13,162	13,867
Nợ thuần/(tiền mặt)	(291)	(20.1)	(68.2)	(17.5)	10.3

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	104	139	149	165	182
Khấu hao	(12.5)	0	(16.2)	(17.7)	(19.4)
Lãi vay thuần	11.4	19.3	2.58	4.01	7.22
Thuế TNDN đã nộp	(26.4)	0	(16.9)	(18.8)	(20.7)
Thay đổi vốn lưu động	25.8	0	(23.9)	(54.6)	(46.9)
Khác	176	(444)	(128)	(132)	(127)
LCT thuần từ HKKD	140	(305)	83.8	79.7	104
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(210)	0	(16.9)	(18.8)	(20.7)
Thanh lý	67.9	0	0	0	0
Khác	140	0	(36.5)	(52.7)	(52.6)
LCT thuần từ HĐĐT	(2.29)	(139)	(53.5)	(71.5)	(73.3)
Cổ tức trả cho CSH	(1.01)	0	(58.9)	(58.9)	(58.9)
Thu từ phát hành CP	10.0	0	76.6	0	0
Tăng/giảm nợ	(6.38)	0	(56.9)	(56.4)	11.3
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2.61	533	(39.2)	(115)	(47.6)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	186	327	416	407	300
LCT thuần trong kỳ	140	89.9	(8.87)	(107)	(16.6)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.04	(0.16)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	327	416	407	300	284
Dòng tiền tự do	140	(305)	83.8	79.7	104

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	30.5	17.8	16.8	16.8	16.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.5	9.15	9.77	9.74	9.73
Tỷ suất LNT (%)	11.9	8.41	7.03	7.10	7.22
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.7	15.7	18.0	18.0	18.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.4)	89.7	11.5	11.1	9.99
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	88.1	19.5	19.1	10.8	9.82
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	22.9	33.7	(6.78)	12.2	11.9
Tăng trưởng EPS (%)	21.4	1.12	(12.8)	12.2	11.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	22.0	34.0	(6.78)	12.2	11.9
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	49.5	44.1	39.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.45	10.6	8.40	8.80	9.39
ROACE (%)	8.05	8.84	7.99	8.42	8.91
Vòng quay tài sản (lần)	0.42	0.68	0.66	0.71	0.75
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.35	(2.20)	0.56	0.48	0.57
Số ngày tồn kho	50.9	64.1	52.7	48.3	43.9
Số ngày phải thu	435	291	281	276	272
Số ngày phải trả	291	88.2	87.8	87.7	87.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(16.4)	6.52	3.39	7.36	9.50
Nợ/tài sản (%)	7.72	20.2	17.5	15.5	15.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.32	3.63	2.77	2.26	2.18
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.82	2.45	2.61	2.64	2.55
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.84	0.82	0.76	0.71	0.66
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.78	9.01	7.81	7.33	6.81
P/E (lần)	10.1	9.97	11.4	10.2	9.11
P/E ĐC (lần)	15.0	11.2	12.0	10.7	9.58
P/B (lần)	0.91	0.94	0.92	0.88	0.83
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	4.33	4.33	4.33

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) 2026.

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 gợi 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