

Việt Nam: Ngành Dịch vụ CNTT
Jul 09 2026
ELC
MUA

Mức tăng giá mục tiêu: **+19,6%**
Đóng cửa: **22/06/2026**
Giá hiện tại: **16.050 đồng**
Giá mục tiêu 12T: **19.200 đồng**

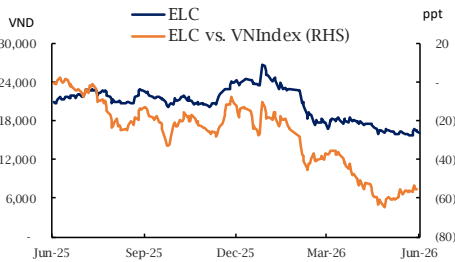
Tiêu điểm

- ▶ **Liên tục trúng loạt gói thầu ITS mới kể từ 2H2025 với tổng giá trị đạt 3,4 nghìn tỷ đồng.**
- ▶ **KQKD Q1/2026 yếu kém.** ELC mới chỉ hoàn thành 7% kế hoạch doanh thu và 1,7% mục tiêu lợi nhuận cho cả năm 2026.
- ▶ **Chúng tôi đánh giá KQKD này chỉ gây thất vọng tạm thời do yếu tố mùa vụ và sự dịch chuyển cơ cấu doanh thu trong ngắn hạn đã ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp hợp nhất, nhưng chúng tôi kỳ vọng chỉ số này sẽ cải thiện trong thời gian tới.**

Quan điểm

- ▶ **Chủ trương từ phía Chính phủ và các chính sách pháp lý là động lực thúc đẩy tăng trưởng hạ tầng số.**
- ▶ **Thị phần áp đảo của ELC trong thị trường ITS là một lợi thế lớn cho việc đấu thầu các gói thầu sắp tới.**
- ▶ **Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ duy trì năng lực cạnh tranh vững chắc tại các thị trường có tốc độ tăng trưởng cao và có ít sản phẩm thay thế.**
- ▶ **Định giá hấp dẫn với P/E năm 2026E là 15,5x.**
- ▶ **Chúng tôi khuyến nghị MUA lần đầu với GMT 12 tháng là 19.200 đồng, tương đương upside +19,6%.**

Hồ sơ doanh nghiệp: Elcom (ELC) là đơn vị cung cấp hàng đầu trong lĩnh vực hệ thống giao thông thông minh - ITS (chiếm 60% doanh thu), phần mềm viễn thông & tích hợp hệ thống (chiếm 30% doanh thu) và các dịch vụ liên quan đến an ninh quốc phòng. ELC sở hữu năng lực R&D công nghệ vượt trội, bao gồm giải pháp hội nghị truyền hình dựa trên chuẩn MPEG và các nền tảng số hóa hạ tầng hiện đại. Bên cạnh mảng kinh doanh cốt lõi, ELC còn sở hữu và quản lý BĐS và khai khoáng.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	67,14
GTGD BQ 6T (triệu USD)	0,68
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	110
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	64
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	2,2
Cổ đông lớn (%)	35
Nợ vay/VCSH 2026E (x)	Tiền mặt ròng
P/E 2026E(x)	15,5
Tỷ suất cổ tức 2026E (%)	-
Room ngoại còn lại (%)	46,9

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

	2024A	2025A	2026E	2027E
Doanh thu	800	1.518	1.715	1.946
LN HKKD	118	151	156	168
LNST	99	128	132	142
EPS (đồng)	1.150	1.332	1.074	1.099
+/- EPS (%)	-11,7%	15,8%	-19,3%	2,3%
P/E (x)	21,29	18,73	15,45	15,10
ROE (%)	7,9%	8,3%	7,8%	7,7%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	3,0%	3,0%
DPS (đồng)	-	-	500	500

Nguồn: FiinproX, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Nhi Lý

nhi.ly@yuanta.com.vn

Trương Quang Bình

binh.truong@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

<http://yuanta.com.vn>

CTCP Công Nghệ - Viễn Thông Elcom (ELC)

Gia nhập đường đua tăng trưởng

ELC áp đảo thị trường hệ thống giao thông thông minh (ITS) tại Việt Nam với 60–70% thị phần. Chúng tôi tin rằng năng lực vững chắc của ELC tại các thị trường ngách có rào cản gia nhập cao (camera AI và trung tâm dữ liệu tích hợp) sẽ mở đường cho việc thâm nhập sâu hơn vào các hệ thống quản lý quốc gia. ELC hiện nắm giữ 40% thị phần mảng thu phí không dừng (ETC), 80% thị phần mảng cân tải trọng tự động (WIM), và sở hữu công nghệ độc quyền về giám sát vi phạm giao thông (iTMON).

Dự phóng backlog giai đoạn 2026–2027E đạt mức cao kỷ lục. Sau khi giành được 3 trong số 12 dự án ITS thuộc Cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 2 trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ tiếp tục trúng thầu 4 trong số 9 gói thầu còn lại, với tổng giá trị ước tính đạt 700 tỷ đồng. Ngoài ra, khoảng 400 tỷ đồng backlog chưa ghi nhận từ dự án Sân bay Long Thành dự kiến sẽ được hạch toán trong giai đoạn 2026–2027E. Được thúc đẩy bởi những động lực này, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của ELC sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng cao hơn về mặt cấu trúc trong giai đoạn này.

Mảng Viễn thông – bộ đỡ ổn định. Mảng viễn thông của ELC từ trước đến nay thường đóng góp khoảng 30% tổng doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu phân khúc này sẽ duy trì ổn định trong thời gian tới nhờ vào các hợp đồng truyền dẫn tái ký định kỳ với khách hàng để nâng cấp thiết bị và bảo dưỡng hệ thống.

Khởi đầu năm 2026 khá chậm chạp... Doanh thu Q1/2026 đạt 114 tỷ đồng (-85% QoQ / +86% YoY) và LNST chỉ đạt 2,5 tỷ đồng (-97% QoQ / -25% YoY). Chúng tôi đánh giá đà tăng trưởng lợi nhuận yếu kém này chủ yếu do sự thay đổi tạm thời trong cơ cấu doanh thu chuyển sang các mảng hạ tầng có biên lợi nhuận thấp hơn, cùng với nền so sánh YoY ở mức cao bất thường và các chi phí phát sinh theo mùa vụ.

...nhưng kỳ vọng sẽ cải thiện trên cơ sở cả năm. Chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất năm 2026E của ELC sẽ tăng +13% YoY. Biên lợi nhuận gộp (GPM) kỳ vọng sẽ mở rộng thêm +1,4 điểm phần trăm lên mức 19,2% trong năm 2026E. Triển vọng tích cực này dựa trên kỳ vọng của chúng tôi rằng ELC sẽ thâm nhập sâu hơn vào các dự án an ninh quốc phòng (ANQP) vốn có biên GPM cao (~27%). Ngược lại, chúng tôi giả định GPM của mảng ITS và viễn thông sẽ đi ngang trong thời gian tới.

Yuanta vs. Các bên. Theo dữ liệu từ Bloomberg, hiện tại không có CTK nào khác khuyến nghị cổ phiếu ELC. Dự báo năm 2026 của chúng tôi đang thấp hơn một chút so với kế hoạch mà ban lãnh đạo đề ra (*trang 18*).

Chúng tôi khuyến nghị MUA lần đầu với GMT là 19.200 đồng, tương đương upside +19,6% và P/E 2026-27E đạt 15x. Giá cổ phiếu ELC đang bị VN-Index bỏ lại rất xa; tuy nhiên, điều này đã che khuất câu chuyện nội tại với cùng tích cực. ELC sẽ rất hấp dẫn đối với nhà đầu tư nào quan tâm đến nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ đang bị thị trường lãng quên.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Tóm tắt: Gia nhập đường đua tăng trưởng

Mục lục

Tóm tắt	2
Tổng quan doanh nghiệp	3
Phân tích các mảng kinh doanh & Triển vọng	5
Lợi thế cạnh tranh: Dẫn đầu thị trường ngách	11
Phân tích tài chính & Cập nhật KQKD Q1/2026	13
Định giá & Rủi ro	19
Phụ lục	20

Chúng tôi khuyến nghị MUA lần đầu cổ phiếu ELC với giá mục tiêu là 19.200 đồng, tương đương upside +19,6%

Chúng tôi kỳ vọng làn sóng đầu tư vào hạ tầng số sẽ là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng của ELC trong mảng giao thông thông minh (ITS) và an ninh quốc phòng (ANQP).

Nguồn vốn đầu tư công dồi dào cùng các chỉ thị quyết liệt từ Chính phủ đang đẩy nhanh tiến độ phát triển hạ tầng đường bộ, đặc biệt là mạng lưới cao tốc quốc gia. Việc mở rộng này đi kèm với mục tiêu trang bị hệ sinh thái ITS cho toàn bộ mạng lưới — bao gồm hệ thống giám sát bằng AI phục vụ việc xử phạt và hệ thống cân tải trọng tự động (WIM) tích hợp dữ liệu trực tiếp với các trung tâm quản lý.

Chúng tôi tin rằng việc triển khai hạ tầng công cộng đang diễn ra sẽ mang lại những cơ hội lớn cho các nhà thầu có đủ năng lực đáp ứng các yêu cầu kỹ thuật khắt khe. Chúng tôi cho rằng vị thế thống lĩnh thị trường của ELC là nền tảng hấp dẫn để công ty tiếp tục mở rộng chuỗi giá trị theo chiều ngang trong hệ sinh thái giao thông thông minh.

Mảng ITS là động lực cốt lõi cho sự tăng trưởng trung và dài hạn của ELC. Chúng tôi dự phóng CAGR của doanh thu đạt 19% và của lợi nhuận đạt 20,5% trong giai đoạn 2025–2030E, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc mở rộng biên lợi nhuận khi ELC tập trung vào các phân khúc có tỷ suất sinh lời cao.

Mảng Viễn thông mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định hàng năm. Chúng tôi tin rằng tính bền vững của mảng viễn thông đến từ nhu cầu cao và mang tính tái diễn trong phân khúc truyền dẫn từ các đối tác chiến lược như Viettel, VNPT và MobiFone.

Theo quan điểm của chúng tôi, tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của mảng này sẽ được hỗ trợ nhờ việc triển khai thí điểm hạ tầng 6G trong giai đoạn 2026–2030E.

Định giá đang ở mức hấp dẫn so với lịch sử. ELC hiện đang giao dịch ở mức P/E TTM là 13,5x, thấp hơn khoảng 1 độ lệch chuẩn so với mức bình quân 3 năm. Chúng tôi tin rằng mức định giá này mở ra một vị thế mới hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn.

Chúng tôi cho rằng ELC xứng đáng được hưởng mức định giá cao hơn để phản ánh chính xác hơn vị thế thị trường và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương P/E dự phóng khá thận trọng là 15,5x cho năm 2026E và 15,1x cho năm 2027E.

Tổng quan doanh nghiệp

Cơ cấu tổ chức: Củng cố năng lực mảng Công nghệ & Viễn thông

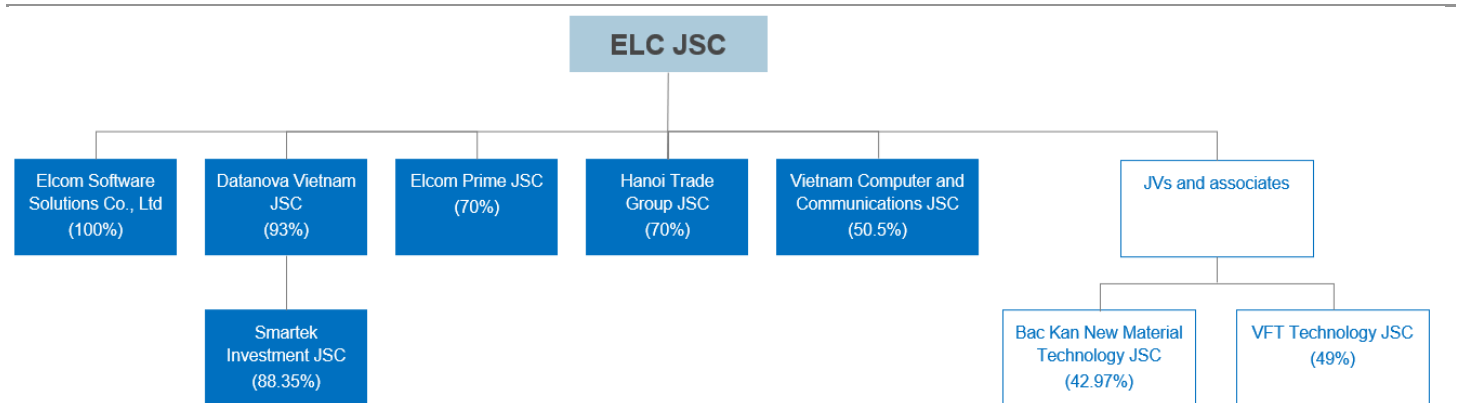
ELC là đơn vị hàng đầu cung cấp các sản phẩm phần mềm và hệ thống cho các nhà mạng, mang đến các giải pháp trọn gói và dịch vụ kỹ thuật cho lĩnh vực viễn thông và ANQP.

HĐKD cốt lõi của ELC bao gồm đại lý thương mại, sản xuất phần mềm và tích hợp hệ thống. Ngoài ra, ELC còn nắm giữ một số dự án BĐS và khai khoáng có giá trị cao.

Hiện tại, ELC duy trì quyền sở hữu trực tiếp và gián tiếp tại các công ty con trong nước. Mỗi đơn vị quản lý một lĩnh vực cụ thể trong chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc của tập đoàn:

- ▶ 100% TNHH Giải pháp Phần mềm Elcom
- ▶ 93% CTCP Datanova Việt Nam
- ▶ 70% CTCP Elcom Prime
- ▶ 70% CTCP Tập đoàn Thương mại Hà Nội
- ▶ 50,5% CTCP Máy tính và Truyền thông Việt Nam
- ▶ 88,35% CTCP Đầu tư Smartek
- ▶ 42,97% CTCP Công nghệ Vật liệu mới Bắc Kạn
- ▶ 49% CTCP Công nghệ VFT

Hình 1: Sơ đồ tổ chức



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1995, ELC là đơn vị tiên phong tại Việt Nam và trên thế giới trong việc phát triển các giải pháp hội nghị truyền hình qua chuẩn nén MPEG và các nền tảng dựa trên công nghệ 3G. Doanh nghiệp được niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2010.

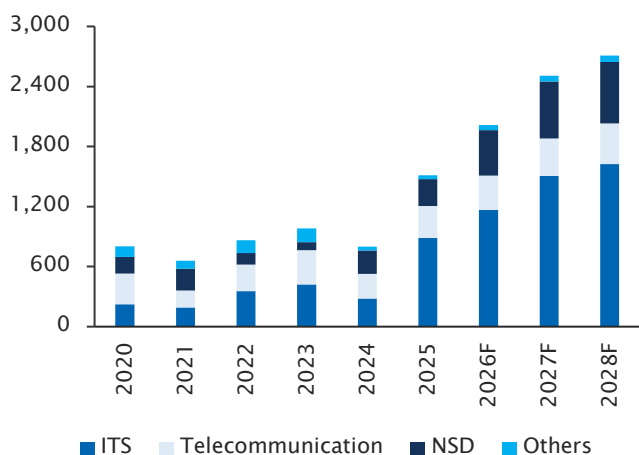
Cơ cấu doanh thu theo phân khúc: Tập trung vào các thị trường ngách

Mô hình kinh doanh của ELC tập trung vào 3 trụ cột cốt lõi, với định hướng chiến lược chuyển dịch sang các phân khúc công nghệ có giá trị gia tăng cao.

- 1) **Giao thông thông minh (ITS): Động lực tăng trưởng chính.** Từ mức đóng góp khiêm tốn trong giai đoạn 2020–2021, ITS đã bứt phá trở thành mảng kinh doanh quan trọng nhất, chiếm khoảng 60% tổng doanh thu vào năm 2025.
- 2) **Viễn thông: Mảng nền tảng mang lại nguồn doanh thu ổn định.** Chúng tôi dự báo doanh thu tuyệt đối của mảng này sẽ duy trì ổn định, do đó tỷ trọng đóng góp tổng thể đang có xu hướng giảm dần khi ELC ưu tiên nguồn lực cho các mảng kinh doanh có tiềm năng tăng trưởng mới.
- 3) **An ninh Quốc phòng (ANQP): Mảng chiến lược với biên lợi nhuận cao.** ANQP mang lại đóng góp doanh thu ổn định và được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ khi các dự án hạ tầng dữ liệu và an ninh quốc gia được đẩy nhanh tiến độ.
- 4) **Các mảng khác: Đóng góp nhỏ vào tổng doanh thu,** chủ yếu dẫn dắt bởi dịch vụ chuyển đổi số và xuất khẩu phần mềm, cùng một phần đóng góp nhỏ hơn từ hoạt động khai khoáng và cho thuê bất động sản.

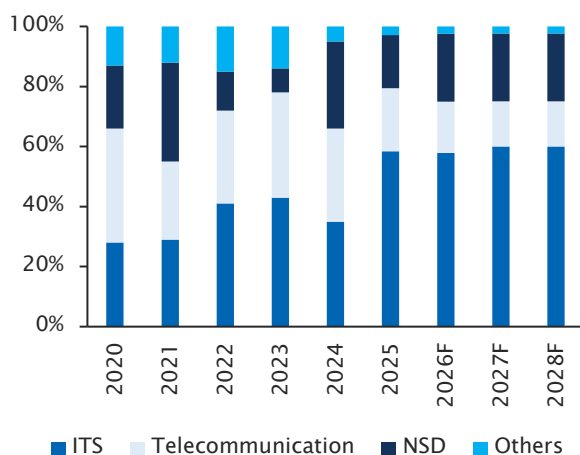
Phân tích chi tiết hơn về từng mảng kinh doanh được trình bày [tại đây](#).

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

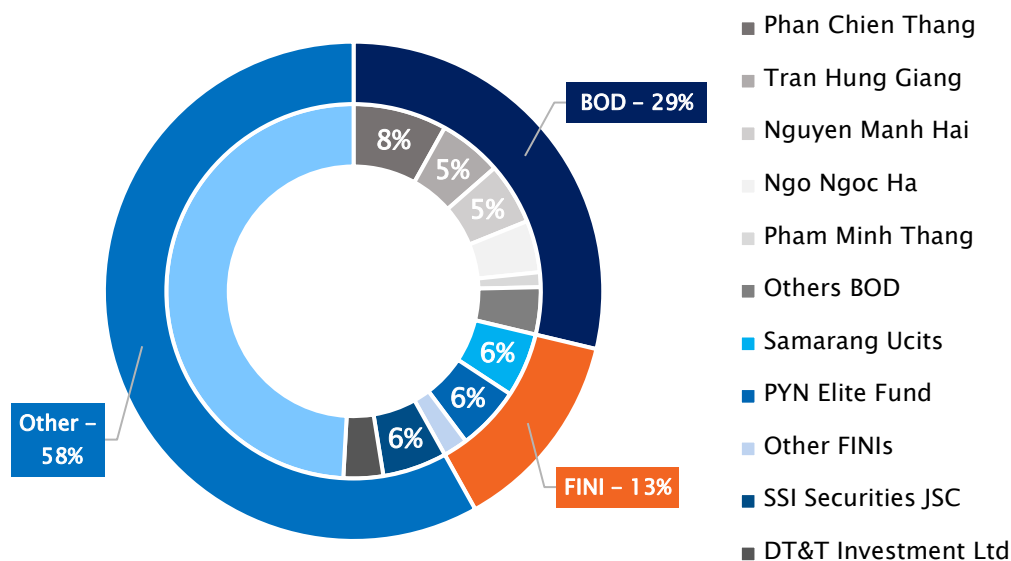
Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Cơ cấu cổ đông. ELC duy trì cấu trúc sở hữu cô đặc. HĐQT và BLĐ cấp cao nắm giữ khoảng 29% SLCP đang lưu hành, trong đó Chủ tịch Phan Chiến Thắng sở hữu 6% cổ phần. Các nhà đầu tư tổ chức chiếm 21%, đáng chú ý là SSI, Samarang và PYN với tỷ lệ sở hữu quanh mức 6% cho mỗi bên.

Hình 4: Cơ cấu sở hữu của ELC (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Phân tích các mảng kinh doanh & Triển vọng

Mảng Giao thông thông minh (ITS): Câu chuyện về hạ tầng số

Thị trường ITS tại Việt Nam đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới, được thúc đẩy bởi sự cộng hưởng chiến lược giữa việc mở rộng mạng lưới đường cao tốc và một khung pháp lý mang tính hỗ trợ cao.

(1) Động lực từ đầu tư công: Đòn bẩy mạnh mẽ cho hạ tầng cao tốc

Nguồn vốn đầu tư công dồi dào. Giai đoạn 2020–2025 đã chứng kiến sự tăng trưởng ổn định trong việc phân bổ vốn NSNN cho đầu tư hạ tầng công cộng. Mặc dù tỷ lệ giải ngân thực tế không phải lúc nào cũng đạt kỳ vọng, nhưng năm 2025 đã ghi nhận lượng vốn giải ngân cao nhất trong giai đoạn này (hơn 850 nghìn tỷ đồng) với tỷ lệ hoàn thành liên tục duy trì ở mức cao (75–90%). Kế hoạch đầu tư năm 2026E của Nhà nước đặt mục tiêu chi tiêu 995 nghìn tỷ đồng nhằm hoàn thiện hàng loạt dự án trọng điểm quốc gia. (Hình 5).

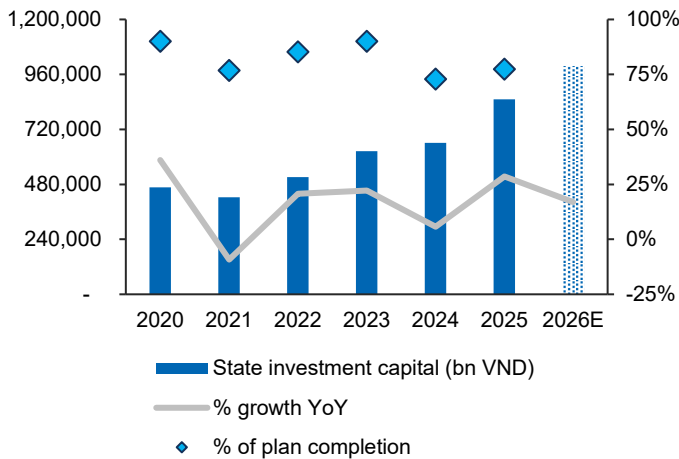
Nhà nước đã triển khai các biện pháp quyết liệt để giải phóng mặt bằng và tháo gỡ các nút thắt pháp lý – vốn là yếu tố gây đình trệ tiến độ giải ngân trong các năm qua. Các cơ chế như chỉ định thầu trực tiếp đã rút ngắn thời gian phê duyệt từ 6–9 tháng. Việc tập trung thi công chuyên sâu tại công trường và phân cấp ra quyết định đã giúp đẩy nhanh các giải pháp xử lý tình trạng chậm trễ dự án.

Theo góc nhìn của chúng tôi, nhờ kỷ luật tài khóa nghiêm ngặt, các rào cản hành chính đang dần được loại bỏ. Điều này sẽ giúp đảm bảo các dự án được triển khai đúng tiến độ và Nhà nước sẽ đạt được tỷ lệ giải ngân cao hơn so với mục tiêu đề ra.

Mở rộng mạng lưới đường bộ tốc độ cao. Từ mức khiêm tốn 977 km vào năm 2019, mạng lưới đường cao tốc đã tăng trưởng mạnh mẽ để đạt 3.345 km vào cuối năm 2025E (+50% YoY). (Hình 6).

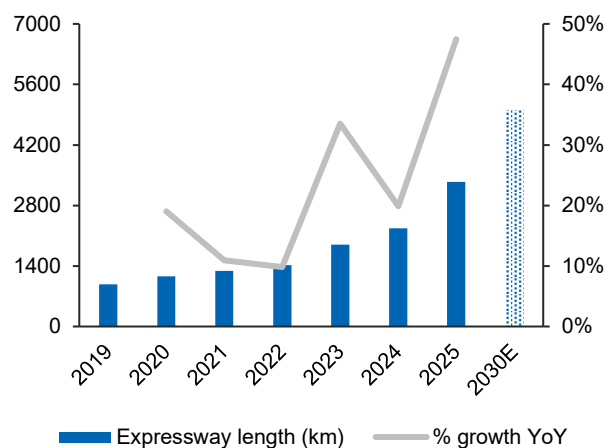
Tiềm năng trong tương lai còn rất lớn với mục tiêu đạt 5.000 km vào năm 2030E. Rõ ràng, khối lượng công việc theo kế hoạch trong 5 năm tới là vô cùng khổng lồ. Chúng tôi tin rằng việc xây dựng hàng ngàn km đường cao tốc sẽ mở ra một thị trường rộng lớn cho các nhà cung cấp ITS hàng đầu tại Việt Nam.

Hình 5: Đầu tư ngân sách nhà nước (tỷ đồng - LHS) & tốc độ tăng trưởng (% - RHS) và tỷ lệ hoàn thành (% - RHS)



Nguồn: TCTK, Yuanta Việt Nam

Hình 6: Chiều dài đường cao tốc hoàn thành (km - LHS) & tốc độ tăng trưởng (% - RHS)



Nguồn: Bộ GTVT, Yuanta Việt Nam

2) Lộ trình phát triển ITS đang ngày càng rõ ràng và đồng bộ -- điều mà chúng tôi cho rằng sẽ tạo ra lượng backlog lớn trong tương lai.

Ở cấp độ quốc gia, những nỗ lực nhằm chuẩn hóa và mở rộng tỷ lệ bao phủ trên toàn bộ mạng lưới đường cao tốc đang được thúc đẩy bởi các khung chính sách chiến lược:

- **Quyết định 877/QĐ-TTg về phát triển hạ tầng giao thông tiếp cận Cách mạng Công nghiệp 4.0** đặt mục tiêu đến năm 2030, 100% các tuyến đường cao tốc và các đô thị loại 1 phải có hệ sinh thái quản lý thông minh.

Tính đến đầu năm 2026, Việt Nam đã đưa vào vận hành gần 3.345 km đường cao tốc trục chính, tuy nhiên tỷ lệ hoàn thiện hệ thống ITS tích hợp (bao gồm giám sát, điều hành và cân tải trọng tự động WIM) mới chỉ đạt 35–40%.

Điều này đồng nghĩa với việc còn tới 60–65% chiều dài cao tốc hiện hữu (~2.000 km) đang trong quá trình lắp đặt hoặc chờ nâng cấp đồng bộ hệ thống ITS.

- **Việt Nam hướng tới mục tiêu sở hữu 5.000 km đường cao tốc vào năm 2030.** Điều này cho thấy rằng khoảng 3.600 km đường bộ (bao gồm cả các đoạn xây mới và các đoạn đang hoàn thiện) sẽ cần phải lắp đặt mới hệ thống ITS trong vòng 4 năm tới.

Dựa trên chi phí đầu tư thực tế (bình quân từ 3–5 tỷ đồng cho mỗi km, tùy thuộc vào độ phức tạp của địa hình và mật độ của các trạm WIM hoặc camera AI), chúng tôi ước tính lượng backlog của mảng ITS trên toàn quốc là vô cùng ấn tượng – báo hiệu một sự bùng nổ mạnh mẽ về quy mô thị trường – dự kiến đạt 9.500 tỷ đồng vào năm 2030E.

- **Thông tư 06/2024/TT-BGTVT về Quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về đường bộ cao tốc** quy định bắt buộc tất cả các thiết kế đường cao tốc phải bao gồm Trung tâm Quản lý Điều hành Giao thông, các trạm cân WIM và hệ thống camera giám sát.
- **Quyết định 2269/QĐ-BGTVT (Tầm nhìn 2030)** nhằm thiết lập cơ sở dữ liệu lớn về hạ tầng và phương tiện giao thông. Các nhà thầu có năng lực tự phát triển phần mềm độc quyền sẽ hưởng lợi lớn khi các tỉnh thành bắt đầu thực hiện số hóa dữ liệu giao thông.
- **Sự hỗ trợ từ Cục Đường bộ Việt Nam.** Các cơ quan chức năng liên quan đã trình đề xuất đầu tư lên Bộ Xây dựng đối với dự án Trung tâm Quản lý Điều hành ITS Quốc gia. Dự án này yêu cầu tổng mức đầu tư 1.400 tỷ đồng, được cấp vốn từ NSNN, và dự kiến sẽ được triển khai trong giai đoạn 2026–2028E.

Sau khi triển khai thành công hệ thống giám sát AI tại các tuyến Cầu Giẽ – Ninh Bình, Diễn Châu – Bãi Vọt và Nha Trang – Cam Lâm, ELC đã liên tiếp giành được nhiều hợp đồng ITS mới trong năm 2025 tại các tuyến Mai Sơn – Quốc lộ 45 (210 tỷ đồng), Phan Thiết – Dầu Giây (218 tỷ đồng), Vĩnh Hảo – Phan Thiết (171 tỷ đồng), Quốc lộ 45 – Nghi Sơn (100 tỷ đồng), Vạn Ninh – Cam Lộ (145 tỷ đồng), và Gói thầu 5.11 tại Sân bay Long Thành (2.712 tỷ đồng).

Với tiến độ hoàn thành các tuyến cao tốc đang đi đúng lộ trình, chúng tôi kỳ vọng lượng backlog dồi dào này sẽ thúc đẩy sự bứt phá về doanh thu cho ELC trong giai đoạn 2026E–2027E.

Trong ngắn hạn, dự án Cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 2 (CTBN 2) có khả năng sẽ là động lực chính đóng góp vào lượng backlog của các nhà thầu.

Tính đến cuối tháng 6/2026, tuyến cao tốc Cao Bồ – Mai Sơn (thuộc CTBN 1) vẫn đang trong giai đoạn đánh giá kỹ thuật để lựa chọn nhà thầu. Đối với dự án CTBN 2, có 6 trong số 12 dự án thành phần vẫn chưa chốt nhà cung cấp thiết bị, bao gồm các tuyến: Bãi Vọt – Hàm Nghi, Quy Nhơn – Chí Thạnh, Chí Thạnh – Vân Phong, Vân Phong – Nha Trang, và Cần Thơ – Hậu Giang. (Bảng 1).

Bảng 1. Thông tin về các gói thầu ITS thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 1 và 2.

	Dự án thành phần	Độ dài (km)	Tiến độ hoàn thành	Nhà thầu ITS (giá trị gói thầu)
A	Cao tốc Bắc – Nam GD1			
1	Cao Bồ – Mai Sơn	15	Dự kiến thông xe trước 26/7	Chưa chọn thầu
2	Mai Sơn – Quốc lộ 45	63	Đã thông xe	ELC (210 tỷ đồng)
3	Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	43	Đã thông xe	ELC (100 tỷ đồng)
4	Nghi Sơn – Diễn Châu	50	Đã thông xe	Viettel (n/a)
5	Diễn Châu – Bãi Vọt	49	Đã thông xe	ELC (220 tỷ đồng)
6	Cam Lộ – La Sơn	98	Đã thông xe	Không tìm thấy thông tin nhà thầu
7	Nha Trang - Cam Lâm	29	Đã thông xe	ELC (300 tỷ đồng)
8	Câm Lam - Vĩnh Hảo	79	Đã thông xe	HHV (n/a)
9	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	106	Đã thông xe	ELC (170 tỷ đồng)
10	Phan Thiết – Dầu Giây	98	Đã thông xe	ELC (220 tỷ đồng)
11	Cầu Mỹ Thuận 2	7	Đã thông xe	Chưa chọn thầu
B	Cao tốc Bắc – Nam GD2			
1	Bãi Vọt - Hàm Nghi	35	Đã thông xe	Chưa chọn thầu
2	Hàm Nghi - Vũng Áng	54	Đã thông xe	Không tìm thấy thông tin nhà thầu
3	Vũng Áng - Bùng	55	Đã thông xe	Không tìm thấy thông tin nhà thầu
4	Bùng – Vạn Ninh	49	Đã thông xe	Không tìm thấy thông tin nhà thầu
5	Vạn Ninh - Cam Lộ	66	Đã thông xe	ELC (145 tỷ đồng)
6	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	Đã thông xe kỹ thuật	ELC (270 tỷ đồng)

7	Hoài Nhơn - Quy Nhơn	70	Đã thông xe kỹ thuật	Không tìm thấy thông tin nhà thầu
8	Quy Nhơn - Chí Thạnh	62	Dự kiến thông xe trước 26/9	Chưa chọn thầu
9	Chí Thạnh - Vân Phong	48	Đã thông xe kỹ thuật	Chưa chọn thầu
10	Vân Phong - Nha Trang	83	Đã thông xe kỹ thuật	Chưa chọn thầu
11	Cần Thơ - Hậu Giang	38	Đã thông xe kỹ thuật	Chưa chọn thầu
12	Hậu Giang - Cà Mau	73	Đã thông xe	ELC (108 tỷ đồng)

Nguồn: Yuanta Việt Nam

ELC đã giành được hợp đồng tại 6 trong số 11 dự án thành phần thuộc CTBN 1 và 3 trong số 12 dự án thành phần thuộc CTBN 2. Bên cạnh 4 tuyến đã lựa chọn được nhà thầu ITS (*Bảng 1*), chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ tiếp tục trúng thầu các gói thầu ITS cho 4 tuyến khác.

Chúng tôi ước tính giá trị các hợp đồng tương ứng của các tuyến này thuộc dự án CTBN 2 như sau: đoạn Bãi Vọt – Hàm Nghi (100 tỷ đồng), Quy Nhơn – Chí Thạnh (120 tỷ đồng), Chí Thạnh – Vân Phong (125 tỷ đồng), và Vân Phong – Nha Trang (210 tỷ đồng).

Giả định đầu tiên được dựa trên 2 cơ sở:

- 1) Các tuyến cao tốc trên sẽ thông xe kỹ thuật hoặc đi vào vận hành chính thức đúng tiến độ, phù hợp với chỉ thị khẩn cấp của Chính phủ nhằm hoàn tất đấu thầu và tránh lãng phí nguồn lực; và
- 2) ELC sở hữu vị thế lớn để tận dụng lợi thế cạnh tranh áp đảo về các tiêu chuẩn kỹ thuật.

Giả định thứ hai được củng cố bởi lịch sử triển khai dự án của ELC. Theo ban lãnh đạo, các dự án của công ty bao gồm: (1) Mai Sơn – Quốc lộ 45, (2) Quốc lộ 45 – Nghi Sơn, (3) Nha Trang – Cam Lâm, và (4) Phan Thiết – Dầu Giây hiện đều đã gần như hoàn thành. Các dự án này bao gồm hệ thống camera, phần mềm quản lý và các trung tâm điều hành tích hợp. Tỷ lệ hoàn thành này đặc biệt gây ấn tượng với chúng tôi trong bối cảnh ELC mới chỉ giành được các hợp đồng vào Q2/2025.

Trong khi đó, hệ thống ITS do nhà thầu Viettel thi công trên tuyến Nghi Sơn – Diễn Châu (CTBN 1) đã gặp phải sự cố cáp quang gần các trạm dừng nghỉ; trong khi các dự án Hàm Nghi – Vũng Áng và Vũng Áng – Bùng (CTBN 2) đang đối mặt với tình trạng tắc nghẽn thiết bị và chậm tiến độ nghiêm trọng.

Ngoài ra, ELC còn đóng vai trò là nhà thầu trong liên danh triển khai hệ thống quản lý sân bay thuộc Gói thầu 5.11 tại Sân bay Long Thành, với tổng giá trị hơn 2.712 tỷ đồng trong vòng 15 tháng bắt đầu từ Q2/2025. ELC ước tính giá trị backlog còn lại cho dự án này là 400 tỷ đồng trong năm 2026.

Vui lòng tham khảo nội dung phân tích lợi thế cạnh tranh về năng lực kỹ thuật của ELC [tại đây](#).

Làn sóng chuyển đổi số đang lan tỏa mạnh mẽ khắp các đô thị và mạng lưới giao thông tỉnh lộ.

Dưới sự chỉ đạo của Đề án 06 và Quyết định 2269/QĐ-BGTVT, các thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng và Huế đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng các Trung tâm Điều hành Giao thông và tích hợp dữ liệu lớn. Cụ thể, việc số hóa các nút giao thông và triển khai hệ thống camera AI phục vụ công tác xử phạt vi phạm đã trở thành những ưu tiên hàng đầu trong quản lý đô thị.

Ngoài ra, kế hoạch đầu tư của các địa phương và lộ trình phát triển đô thị thông minh/chuyển đổi số cho thấy các đô thị loại đặc biệt như Hà Nội và TP.HCM sẽ triển khai tổng cộng từ 30k–40k camera, trong khi các đô thị loại 1 như Đà Nẵng, Hải Phòng và Cần Thơ sẽ lắp đặt khoảng 15k–20k camera cho mỗi thành phố trong vòng 5 năm tới.

Do đó, quy mô thị trường toàn quốc có thể đạt tổng cộng từ 85k–100k camera vào năm 2030E, với tổng vốn đầu tư lên tới 20–30 nghìn tỷ đồng. Đây rõ ràng là một con số vô cùng ấn tượng, nhưng chúng tôi cho rằng quá trình triển khai có thể sẽ theo một lộ trình kéo dài nhiều năm thay vì tập trung dồn dập vào một khoảng thời gian ngắn.

ELC đã củng cố vững chắc vị thế của mình thông qua việc lắp đặt hàng ngàn camera giám sát AI tại nhiều tỉnh thành bao gồm Thanh Hóa, Bắc Ninh, Lào Cai và Nghệ An. Các gói thầu đáng chú ý mà công ty giành được bao gồm gói thầu trị giá 200 tỷ đồng tại Phú Thọ, cùng với các dự án cung cấp hệ thống máy chủ và phần mềm xử lý dữ liệu tại Huế và Cần Giờ (TP.HCM) với giá trị 50 tỷ đồng cho mỗi dự án.

Theo các quan sát của chúng tôi, phân khúc camera AI địa phương (hướng tới mô hình đô thị thông minh) có tính cạnh tranh rất cao. Ngành này quy tụ các ông lớn như Viettel, VNPT, FPT,

cũng như các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn như ITD, Trí Nam và Capro. Điểm khác biệt cốt lõi tạo nên lợi thế cạnh tranh nằm ở năng lực tích hợp hệ thống và đồng bộ hóa các nền tảng dữ liệu.

Việc nội địa hóa sản phẩm nhằm phục vụ tích hợp đô thị thông minh giúp tối ưu hóa hạ tầng, đồng thời mở ra triển vọng thâm nhập sâu vào các thị trường khu vực. Lợi thế cốt lõi của ELC về phần mềm quản lý và các giải pháp nhận diện phương tiện bằng AI đã mang lại biên lợi nhuận gộp vượt trội, lên tới 45%.

Triển vọng phân khúc vận hành & bảo dưỡng (O&M) và các phân khúc giá trị gia tăng

Bên cạnh đầu tư công, việc gia tăng áp dụng mô hình đối tác công tư (PPP) trong phát triển hạ tầng đang tạo ra không gian thị trường mới để ELC tham gia sâu hơn vào chu kỳ vận hành, bảo dưỡng và quản lý dữ liệu. Sự tích hợp này đóng vai trò là nền tảng để cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng có biên lợi nhuận cao, bao gồm phân tích lưu lượng giao thông, tích hợp đô thị thông minh và các giải pháp an ninh đa lớp.

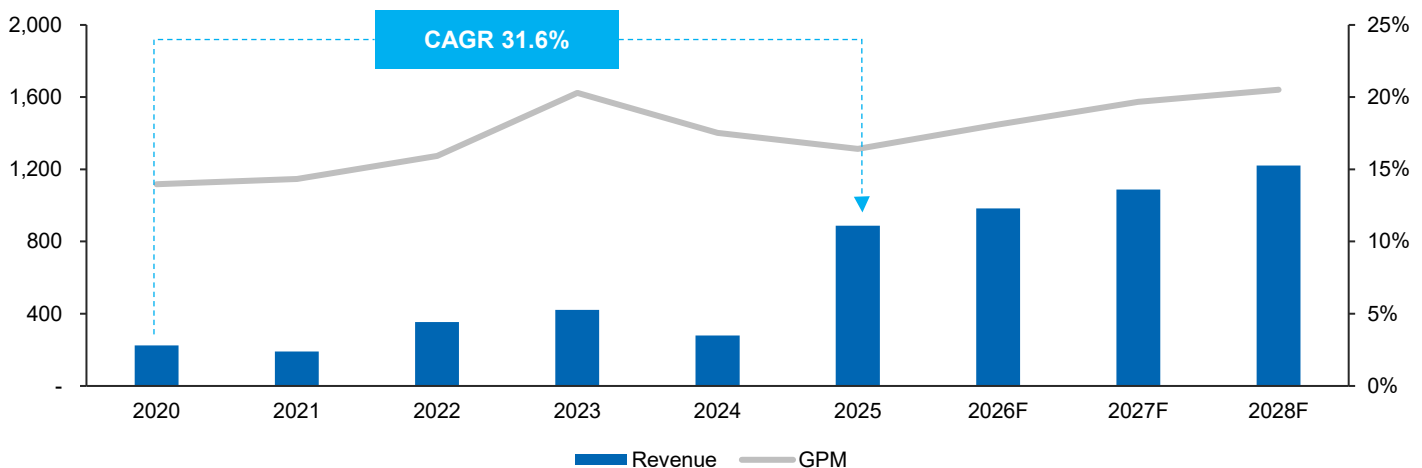
Đáng chú ý, ELC kỳ vọng mảng vận hành và bảo dưỡng (O&M) sẽ trở thành động lực tăng trưởng bền vững bắt đầu từ năm 2027E, khi các dự án hiện tại hết thời gian bảo hành. Theo ước tính của Hội đồng quản trị, các dịch vụ nâng cấp và bảo dưỡng định kỳ có thể đóng góp từ 5–10% tổng giá trị dự án, với biên lợi nhuận gộp ước tính đạt từ 40–50%.

QKQD mảng ITS năm 2025 của ELC phục hồi từ nền thấp năm 2024. Sau mức nền thấp của năm 2024 và một chuỗi các hợp đồng ký mới vào đầu Q2/2025, ELC đã ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 1.517 tỷ đồng (+90% YoY), được thúc đẩy bởi sự bứt phá mạnh mẽ +216% YoY của mảng ITS. Trong giai đoạn 2020–2025, phân khúc này đã đạt CAGR 31,6%. Chúng tôi đánh giá đây là một [thị trường ngách có tốc độ tăng trưởng cao và mang đặc tính phòng thủ vững chắc](#).

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng ITS của ELC sẽ đạt 983 tỷ đồng (+10,9% YoY) vào năm 2026E. Khi hạ tầng số của mạng lưới quốc lộ tiếp tục được mở rộng trong giai đoạn 2026E–2030E, chúng tôi áp dụng mức dự báo CAGR doanh thu đạt 12,1% cho phân khúc này.

Ngoài ra, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ mở rộng nhẹ lên mức trung bình 20,1% trong cùng giai đoạn, từ mức nền thấp 16,4% của năm 2025 — một sự thay đổi tích cực so với mức trung bình ngành. Chúng tôi kỳ vọng khả năng sinh lời của phân khúc này được cải thiện sẽ nhờ vào việc mở rộng sang các gói thầu có giá trị gia tăng cao như tích hợp phần mềm, cơ sở dữ liệu, bảo dưỡng và nâng cấp hệ thống. Tuy nhiên, việc duy trì một mức độ thận trọng nhất định khi xem xét xu hướng mở rộng biên lợi nhuận là hợp lý, trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gia tăng từ các nhà thầu tư nhân có quy mô nhỏ hơn.

Hình 7: Động lực tăng trưởng mạnh mẽ khi thị trường ITS bước vào bước ngoặt lịch sử



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Mảng Viễn thông: Bộ đỡ vững chắc

Viễn thông là mảng kinh doanh lâu đời nhất của ELC và là nền tảng hoạt động vững chắc nhờ vào mối quan hệ hợp tác chiến lược với các nhà mạng lớn như Viettel, VNPT và MobiFone.

Đồng bộ hóa mạng 5G. ELC đóng vai trò là đối tác cấp 1 của các tập đoàn công nghệ hàng đầu thế giới như Ciena và Radwin. ELC chuyên cung cấp các giải pháp đồng bộ hóa thời gian và tần số -- một yêu cầu kỹ thuật bắt buộc để mạng 5G có thể vận hành thông suốt.

Đón đầu làn sóng 6G. Chúng tôi kỳ vọng ELC sẽ duy trì vị thế ưu tiên trong các dự án khảo sát và triển khai thí điểm hạ tầng 6G tại Việt Nam trong giai đoạn 2026–2028E, nhờ tận dụng năng lực chuyên môn sâu trong các lớp mạng lõi.

Sự gắn kết cao trong phân khúc truyền dẫn. Một khi các hệ thống truyền dẫn quang và vô tuyến của ELC đã được tích hợp sâu vào mạng lưới của nhà mạng, chúng sẽ rất khó bị thay thế do chi phí chuyển đổi cao. Điều này tạo ra nguồn doanh thu bền vững từ các dịch vụ nâng cấp thiết bị định kỳ và bảo dưỡng hệ thống.

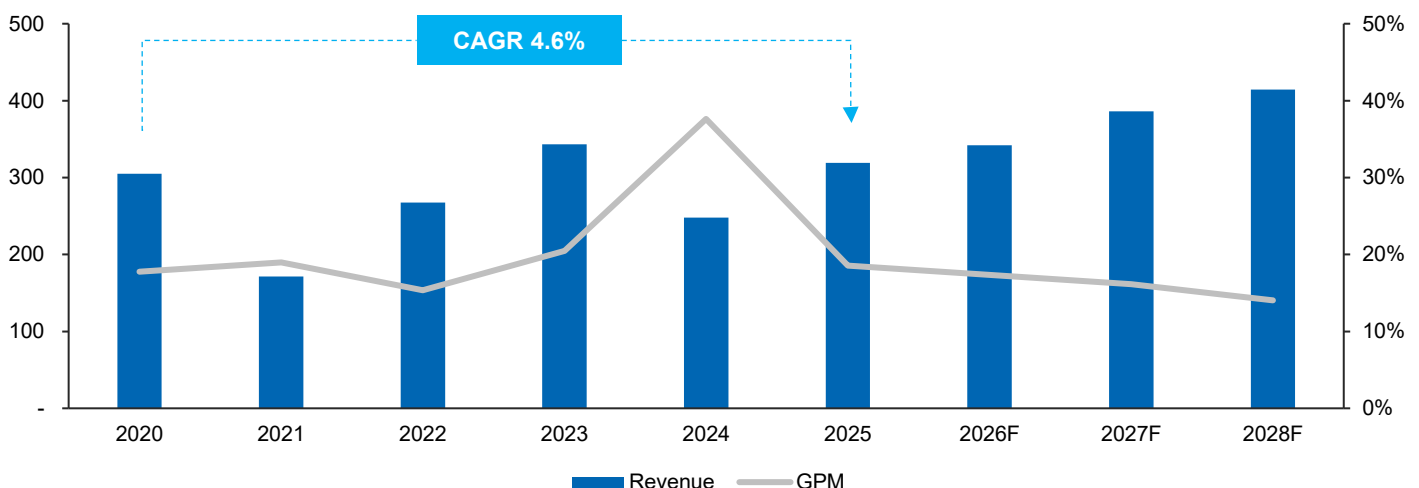
Doanh thu mảng viễn thông đạt CAGR 4,6% trong giai đoạn 2020–2025, đạt mức trung bình 300 tỷ đồng mỗi năm. Phân khúc viễn thông chiếm khoảng 20% trong cơ cấu doanh thu của ELC vào năm 2025 (so với mức 30% của năm 2024) và đóng góp khoảng 22% vào tổng lợi nhuận gộp, với GPM đạt khoảng 18,5%.

Chúng tôi kỳ vọng mô hình kinh doanh viễn thông của ELC sẽ trải qua một đợt dịch chuyển cấu trúc nhằm tối ưu hóa hiệu quả hoạt động. Chúng tôi dự báo doanh thu hàng năm sẽ duy trì ổn định ở mức khoảng 400 tỷ đồng, phản ánh vị thế thị trường và độ tin cậy của ELC. Hệ quả là, chúng tôi ước tính tỷ trọng đóng góp của phân khúc này vào tổng doanh thu sẽ giảm dần xuống còn khoảng 15% vào năm 2028E.

Chúng tôi kỳ vọng GPM của mảng này sẽ thu hẹp trong thời gian tới với mức trung bình 14,2% trong giai đoạn 2026–2030E so với mức 21,0% trong giai đoạn 2020–2025 do tiềm năng tăng trưởng không còn nhiều, với đóng góp chính của phân khúc này đến từ các hợp đồng vận hành & bảo dưỡng (O&M) tái diễn.

Theo góc nhìn của chúng tôi, việc tỷ trọng của mảng kinh doanh này sụt giảm không phải là một bước lùi. Thay vào đó, ELC đang chủ động tái phân bổ nguồn lực của mình sang các phân khúc có biên lợi nhuận cao hơn. Dẫu vậy, mảng viễn thông vẫn sẽ tiếp tục đóng vai trò là xương sống, cung cấp dòng tiền ổn định cần thiết cho sự bứt phá tổng thể của công ty.

Hình 8: Nguồn doanh thu hỗ trợ ổn định từ mảng kinh doanh viễn thông



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Mảng An ninh Quốc phòng (ANQP) & Chuyển đổi số, các mảng khác

Đây là mảng có biên lợi nhuận cao nhất trong hệ sinh thái của ELC, và chúng tôi kỳ vọng nó sẽ đóng vai trò then chốt trong chiến lược tối ưu hóa hiệu quả tài chính giai đoạn 2026–2031E.

Các trung tâm điều hành (TMC/IOC) – Bộ não của hạ tầng số. Mảng kinh doanh này đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ, đồng bộ với tiến độ phát triển của đường cao tốc, hướng tới mục tiêu tích hợp vào Trung tâm ITS Quốc gia trong giai đoạn 2026–2027.

Khác với các nền tảng quản lý chung của Viettel hay VNPT, theo góc nhìn của chúng tôi, lợi thế của ELC nằm ở phần mềm vận hành giao thông chuyên dụng, sự am hiểu sâu sắc về quy trình thực địa và khả năng tùy biến cao cho từng đoạn đường cụ thể. Hàm lượng sở hữu trí tuệ cao chính là lý do giúp phân khúc này mang lại biên lợi nhuận gộp ấn tượng từ 25–35%.

Các cơ quan Chính phủ (Bộ Công an, Bộ Quốc phòng, Bộ Giao thông Vận tải) – Lợi thế từ sự linh hoạt. Gắn liền với Đề án 06, nhu cầu kết nối dữ liệu liên ngành đang mở ra các gói thầu quy mô lớn về hạ tầng dữ liệu và an ninh bảo mật.

Mặc dù Viettel nắm giữ lợi thế rõ ràng nhất trong hạ tầng an ninh quốc gia nhờ vào năng lực và cơ cấu cổ đông, ELC vẫn tạo được vị thế riêng trong lĩnh vực này thông qua các phần mềm quản lý vận hành chuyên biệt. Lợi thế cạnh tranh của ELC nằm ở tính linh hoạt khi triển khai và khả năng tương thích cao với các hệ thống hiện hữu — yếu tố cốt lõi cho các dự án đòi hỏi tính thực tiễn và phản ứng nhanh.

Đối với các dịch vụ chuyển đổi số (DX), năng lực công nghệ của ELC được chứng minh bằng khả năng làm chủ hoàn toàn chuỗi giá trị, từ nghiên cứu và phát triển đến đóng gói phần mềm, tạo ra 2 lợi thế chiến lược:

- **Tại thị trường trong nước**, thương hiệu "Made in Vietnam" giúp ELC trở thành lựa chọn ưu tiên của các khách hàng khối Nhà nước (như Bộ Công an và Bộ Quốc phòng). Việc sở hữu mã nguồn giúp đảm bảo tính bảo mật tuyệt đối và cho phép tùy chỉnh linh hoạt theo các yêu cầu vận hành đặc thù.
- **Tại thị trường quốc tế**, việc xuất khẩu các gói phần mềm trị giá 100 tỷ đồng thuộc backlog sang thị trường EU là minh chứng cho các tiêu chuẩn chất lượng toàn cầu. Thành tựu này củng cố vị thế cạnh tranh áp đảo của công ty khi đấu thầu các dự án hạ tầng dữ liệu quốc gia hoặc các dự án chuyển đổi số có yêu cầu kỹ thuật khắt khe.

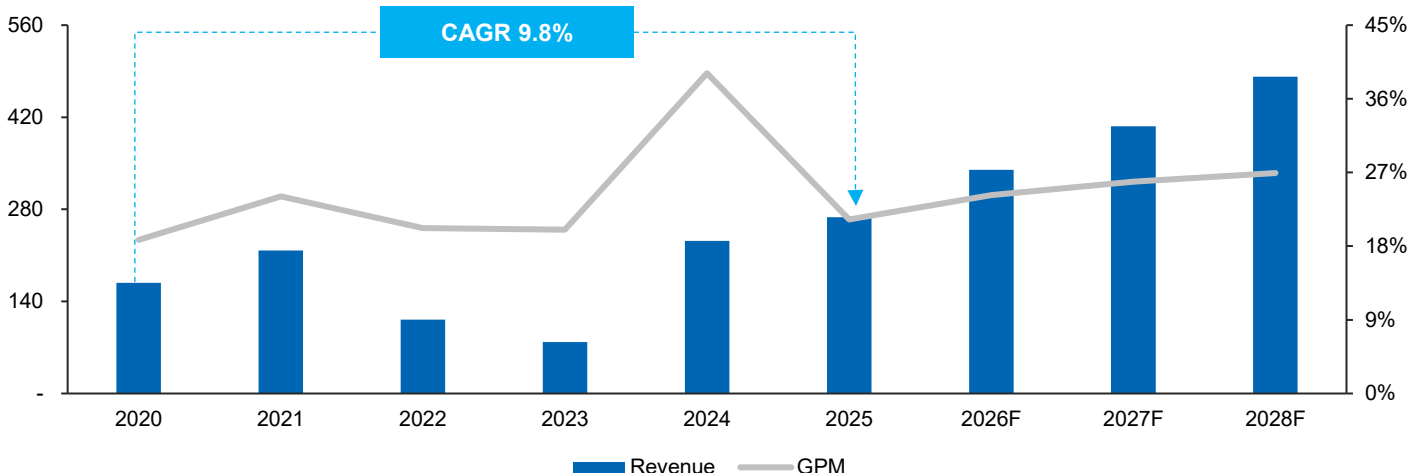
Năm 2025, doanh thu mảng ANQP đạt 268 tỷ đồng (+15,5% YoY) sau khi ghi nhận CAGR giai đoạn 2020–2025 là 9,8%. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp của phân khúc này vào tổng doanh thu còn thấp và biến động mạnh trong những năm gần đây. Mảng này từng chiếm 33% doanh thu vào năm 2021 nhưng chỉ còn 18% vào năm 2025.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng ANQP sẽ ổn định ở mức trung bình 23% trong giai đoạn 2026–2030E, được thúc đẩy bởi việc hoàn thành sáp nhập các đơn vị hành chính cấp tỉnh và triển khai các quy hoạch tổng thể phát triển tỉnh mới. Chúng tôi dự báo đợt tái cấu trúc này sẽ kích hoạt một làn sóng các dự án tích hợp hạ tầng và hành chính, tạo ra lượng backlog mới cho các hoạt động liên quan này.

Hơn nữa, khi các chính quyền địa phương hoàn toàn chuyển giao sang bộ máy hành chính mới, các nút thắt về ngân sách do sự chậm trễ trong quá trình chuyển giao sẽ được tháo gỡ, mở đường cho việc triển khai các hợp đồng khối công một cách nhất quán và dài hạn hơn.

Theo đánh giá của chúng tôi, GPM của mảng này cao hơn bất kỳ phân khúc hoạt động nào khác của ELC. Việc sử dụng phần mềm tự đóng gói cho phép ELC tối ưu hóa chi phí bản quyền, từ đó thúc đẩy biên lợi nhuận lên mức vượt trội. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng gấp đôi vào năm 2029E, tương đương với mức CAGR đạt 20,7% trong giai đoạn 2025–2030E. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 26,7% cho giai đoạn này.

Hình 9: Mảng ANQP: Biên lợi nhuận cao nhưng doanh thu biến động



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuenta Việt Nam

Lợi thế cạnh tranh: Dẫn đầu thị trường ngách

Năng lực kỹ thuật cốt lõi là con hào kinh tế. Các gói thầu xây dựng dân dụng truyền thống thường có đặc trưng là cạnh tranh gay gắt về giá. Ngược lại, các hồ sơ thầu mảng ITS đường cao tốc và hạ tầng trọng yếu luôn áp đặt các rào cản kỹ thuật nghiêm ngặt ngay từ giai đoạn đánh giá kỹ thuật ban đầu.

Lợi thế cạnh tranh lớn nhất của ELC nằm ở năng lực vượt trội so với các đối thủ trong việc đáp ứng các tiêu chuẩn đánh giá kỹ thuật trước khi bước vào vòng đấu thầu tài chính. Theo góc nhìn của chúng tôi, điều này giúp bảo vệ biên lợi nhuận gộp của công ty và giảm thiểu rủi ro từ các cuộc chiến phá giá mang tính triệt hạ.

Chúng tôi nhận thấy chuỗi thành tích ấn tượng của ELC được chứng minh qua 3 nhóm đối thủ cạnh tranh chính:

1. Vượt trội hơn các tập đoàn viễn thông lớn (Viettel, VNPT) về mức độ chuyên sâu và năng lực triển khai. Mặc dù sở hữu dòng tiền và quy mô hạ tầng vượt trội, các nhà mạng viễn thông lớn này lại gặp hạn chế trong khả năng tùy biến các giải pháp ngoại vi chuyên dụng và đáp ứng tiến độ thi công thực địa nghiêm ngặt.

- Gói thầu TB01 (Tuyến Mai Sơn – Quốc lộ 45): Liên danh ELC – ETC là đơn vị duy nhất vượt qua vòng đánh giá kỹ thuật. Cả Viettel và VNPT đều bị loại do không đáp ứng được các tiêu chuẩn kỹ thuật chi tiết (cụ thể là kích thước hiển thị của biển báo phân làn vượt quá quy định).
- Gói thầu 5.11 (Sân bay Long Thành Giai đoạn 1): Liên danh Long Thanh ICT (bao gồm ELC) đã cạnh tranh thành công trước liên danh VNPT – Viettel nhờ tối ưu hóa hiệu quả chi phí và mang đến giải pháp phần mềm bãi đỗ xe thông minh và thu phí không dừng ETC minh bạch, tuân thủ đầy đủ yêu cầu.
- Gói thầu 02 (Đoạn Hậu Giang – Cà Mau và Cần Thơ – Hậu Giang): ELC là liên danh nhà thầu duy nhất đáp ứng được các yêu cầu kỹ thuật. Ngược lại, liên danh do VNPT đứng đầu đã bị loại do không đạt nhiều tiêu chí cốt lõi, bao gồm thông số kỹ thuật sản phẩm, tiêu chuẩn sản xuất, công nghệ cân tải trọng tự động WIM và các thiết bị như camera PTZ.

Dù đợt đấu thầu rộng rãi cho 2 gói thầu này sau đó đã bị hủy với lý do hiệu quả kinh tế, nhưng ELC sau đó cũng đã được giao thầu đoạn Hậu Giang – Cà Mau (108 tỷ đồng) thông qua hình thức chỉ định thầu trực tiếp. Chúng tôi chưa có thông tin cập nhật về gói thầu còn lại.

- Rủi ro triển khai từ đối thủ: Việc thiếu kinh nghiệm thi công ITS chuyên dụng đã dẫn đến các sự cố kỹ thuật liên tiếp cho Viettel tại gói thầu ITS Nghi Sơn – Diễn Châu vào cuối năm 2025, bao gồm ba sự cố đứt cáp quang riêng biệt gần khu vực trạm dừng nghỉ. Điều này gây gián đoạn hệ sinh thái giám sát và khiến ban quản lý dự án phải đưa ra những cảnh báo nghiêm khắc về tiến độ.

2. Chiến thắng các nhà thầu xây dựng/hạ tầng lớn (Đèo Cả - HHV, Không đánh giá) nhờ dẫn dắt về công nghệ. Các doanh nghiệp này rất mạnh về phần cứng và thi công vật lý, nhưng cảm nhận của chúng tôi là họ thiếu sự chủ động trong phát triển phần mềm và tích hợp hệ thống số. Do đó, nhóm này liên tục bị loại trong các đợt đấu thầu ITS phức tạp.

- Năm 2025, các liên danh do HHV đứng đầu đã liên tiếp bị loại từ vòng kỹ thuật tại nhiều dự án lớn, bao gồm Gói thầu 20 (Cao tốc Phan Thiết – Dầu Giây), Gói thầu 32 (Mai Sơn – Quốc lộ 45), và Gói thầu GT02 (Vĩnh Hảo – Phan Thiết). **Tất cả các hợp đồng này sau đó đều về tay ELC.**

3. Đánh bại các đối thủ công nghệ tầm trung (Trí Nam, Tiên Phong – ITD, Không đánh giá) nhờ độ tin cậy và năng lực thực thi. So với các nhà thầu công nghệ quy mô nhỏ hơn này, ELC thể hiện độ chính xác vượt trội về giải pháp và năng lực quản trị dự án.

- Tại gói thầu camera giám sát Cần Giờ, Tập đoàn Trí Nam đã nộp hồ sơ thầu tài chính thấp hơn ELC 6,3 tỷ đồng, nhưng đơn vị này vẫn bị loại ở vòng kỹ thuật do thiếu tính minh bạch, thông số thiết bị chưa được kiểm chứng và hồ sơ không đầy đủ. Hệ quả là liên danh ELC – GTSC đã giành được hợp đồng với mức giá cao hơn, trong khi vẫn đảm bảo tỷ lệ tiết kiệm chi phí 7,8% cho chủ đầu tư.

- Về năng lực triển khai thực tế, trong khi ELC duy trì một hồ sơ năng lực sạch lối, ITD đã đối mặt với một số nút thắt trong vận hành, bao gồm cả kiến nghị xử phạt từ Thanh tra Sở Giao thông Vận tải TP.HCM do chậm tiến độ thi công tại dự án Đường hầm Sông Sài Gòn vào cuối năm 2024.

Việc ELC triển khai liên tục không gián đoạn tại các dự án trọng điểm quốc gia đã củng cố vững chắc vị thế thị trường của công ty trong ngành hạ tầng số Việt Nam. Việc các Ban Quản lý Dự án liên tục từ chối hồ sơ thầu của các đối thủ cạnh tranh đã minh chứng cho tính tuân thủ và lợi thế công nghệ vững chắc của ELC. Đây là nền tảng mạnh mẽ cho sự tăng trưởng backlog bứt phá khi giai đoạn cao điểm giải ngân vốn đầu tư công cho hạ tầng số tăng tốc.

Tích hợp hệ thống hiện hữu – Giải pháp tối ưu chi phí trong bối cảnh thắt chặt ngân sách.

Chúng tôi nhận thấy năng lực tùy biến sâu và cải tạo hạ tầng sẵn có của ELC là một lợi thế cạnh tranh rất thực tế nhưng đang bị định giá thấp.

Hạ tầng công nghệ và giao thông của Việt Nam có tính phân mảnh cao, với nhiều thể hệ phần cứng được cung cấp bởi nhiều nhà thầu khác nhau qua các thời kỳ. Trong bối cảnh đó, ELC đã định vị mình là một trong số ít đơn vị có khả năng chuẩn hóa và tích hợp các hệ thống cũ này vào một nền tảng trung tâm điều hành hiện đại, thống nhất.

Xét từ góc độ hiệu quả đầu tư, năng lực này mang lại giá trị kinh tế trực tiếp cho các chủ đầu tư dự án số thông qua việc tối ưu hóa dòng vốn vì 2 nguyên nhân cốt lõi:

- **Giảm bớt áp lực chi phí đầu tư ban đầu.** Việc dỡ bỏ hoàn toàn và thay thế một hệ thống ITS hoặc trung tâm điều hành đô thị quy mô lớn thường đòi hỏi chi phí khổng lồ. Cách tiếp cận của ELC – giữ lại phần cứng hiện có và nâng cấp thông qua phần mềm cốt lõi thông minh – giúp các chủ đầu tư và NSNN tiết kiệm từ 30–50% chi phí capex so với việc thay mới toàn bộ, trong khi vẫn đạt hiệu suất vận hành tương đương.
- **Lợi thế cốt lõi trong bối cảnh thắt chặt tài khóa.** Giai đoạn hiện tại được đánh dấu bằng việc gia tăng giải ngân đầu tư công nhưng cũng đi kèm áp lực cao về hiệu quả dòng vốn, các tiêu chuẩn nghiêm ngặt về giảm thiểu lãng phí và tối ưu hóa tài sản công. Các giải pháp tiết kiệm chi phí và kế thừa hệ thống cũ của ELC đi đúng vào các ưu tiên này, tạo nên một lợi thế cạnh tranh khác theo quan điểm của chúng tôi.

Vận hành & Bảo dưỡng (O&M) – Động lực mang lại doanh thu tái diễn chất lượng cao.

Biến động doanh thu là một đặc điểm cấu trúc của các nhà thầu hạ tầng xây dựng theo dự án: dòng tiền bùng nổ trong giai đoạn thi công nhưng giảm mạnh sau khi bàn giao.

Theo chúng tôi, ELC đã tách mình ra khỏi tính chu kỳ này bằng cách thiết lập các dịch vụ O&M dài hạn, từ đó tận dụng các dự án ITS và ETC để tạo ra nguồn doanh thu tái diễn trong dài hạn.

Mô hình O&M mang lại cho ELC ba lợi thế tài chính chiến lược mà các nhà thầu tư nhân nhỏ lẻ hầu như không thể tiếp cận:

- **Lợi thế của nhà thầu gốc và rào cản nguồn lực dài hạn.** Các hệ thống công nghệ cao như cân tải trọng WIM tốc độ cao, camera AI và phần mềm OCC cốt lõi đòi hỏi phải hiệu chuẩn hàng năm, cập nhật thuật toán và bảo trì kỹ thuật.

Tận dụng vị thế là nhà thầu gốc với sự am hiểu sâu sắc về kiến trúc hệ thống, ELC thường xuyên giành được các hợp đồng O&M dài hạn (3–5 năm) với các chủ đầu tư.

Trong khi đó, các nhà thầu nhỏ lẻ bị gạt ra khỏi chuỗi giá trị này do thiếu nguồn lực tài chính và đội ngũ kỹ sư chuyên trách cần thiết để duy trì các cam kết hậu mãi dài hạn.

- **Biên lợi nhuận gộp vượt trội.** Không giống như giai đoạn triển khai ban đầu vốn gánh chi phí phần cứng rất lớn, mảng O&M chủ yếu bao gồm các dịch vụ kỹ thuật và cập nhật bản quyền phần mềm.

Cấu trúc này giúp mảng kinh doanh O&M duy trì biên lợi nhuận gộp cao (thường lớn hơn 40%), đóng vai trò là tấm đệm phòng thủ vững chắc cho biên lợi nhuận gộp hợp nhất của công ty.

- **Dịch chuyển chiến lược hướng tới mô hình kinh doanh bền vững.** Theo chúng tôi, khi số km đường cao tốc và các trung tâm giám sát do ELC triển khai tiếp tục mở rộng cùng tiến độ giải ngân đầu tư công trong tương lai, quy mô của dòng doanh thu tái diễn này có khả năng sẽ gia tăng.

Dòng tiền ổn định và dễ dự đoán hơn này sẽ cho phép ELC chuyển đổi từ một nhà thầu phụ thuộc vào dự án có tính chu kỳ thành một công ty công nghệ dạng dịch vụ -- một mô hình kinh doanh vốn được thị trường định giá ở mức cao hơn.

Phân tích tài chính & Cập nhật KQKD Q1/2026

KQKD 2025 vững chắc... ELC đã giành được nhiều gói thầu ITS trọng điểm trong Q2/2025. Do đó, doanh thu năm 2025 bứt phá mạnh mẽ +90% YoY từ mức nền thấp của năm 2024, đạt 1.517 tỷ đồng và vượt 31% so với kế hoạch năm ban đầu của ELC.

Kết quả ấn tượng này diễn ra đồng bộ trên cả 3 phân khúc kinh doanh cốt lõi: doanh thu mảng ITS tăng hơn gấp đôi YoY, doanh thu mảng Viễn thông tăng +28,6% YoY, và doanh thu mảng NSD tăng +15,5% YoY. Đi kèm với đó là mức tăng trưởng LNST đạt +29,3% YoY (vượt 2% so với kế hoạch của ELC).

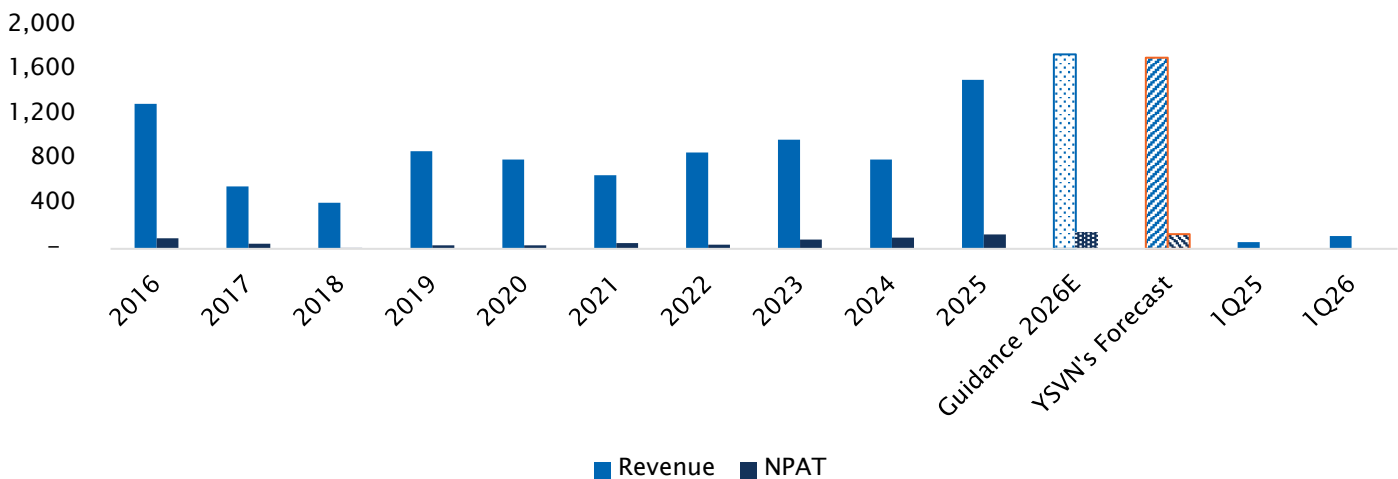
... nhưng KQKD Q1/2026 khá khiêm tốn. Doanh thu Q1/2026 đạt 114,3 tỷ đồng (-85% QoQ / +86% YoY) và LNST đạt 2,5 tỷ đồng (-96,5% QoQ / -25% YoY). Với kết quả này, ELC mới chỉ hoàn thành 7% kế hoạch doanh thu và 2% chỉ tiêu lợi nhuận cả năm 2026.

Lợi nhuận sụt giảm chủ yếu do sự thay đổi ngắn hạn trong cơ cấu doanh thu, khi ELC đẩy mạnh tiến độ thi công và nghiệm thu kỹ thuật cho các cấu phần hạ tầng cũng như cung cấp thiết bị -- những mảng vốn có GPM thấp hơn so với hoạt động cốt lõi.

Hơn nữa, phản ánh tính chu kỳ theo mùa của các nhà thầu hạ tầng, quý đầu năm thường là thấp điểm do kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán kéo dài thời gian thi công, trong khi các chi phí nhân sự cố định tạm thời bào mòn biên lợi nhuận. Yếu tố cốt lõi là sự chậm trễ từ 3 đến 6 tháng trong quy trình nghiệm thu kỹ thuật phức tạp sau các đợt cao điểm thông xe kỹ thuật vào cuối năm.

Do đó, việc đánh giá năng lực thực hiện kế hoạch cả năm cho năm tài chính 2026 sẽ chính xác hơn khi tính từ Q2/2026, khi các yếu tố chu kỳ này bình thường hóa và các dòng doanh thu từ các cấu phần cao tốc trọng điểm chính thức được ghi nhận.

Hình 10: Doanh thu đạt mức cao kỷ lục trong năm 2025, nhưng khởi đầu 2026 khá chậm chạp



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. Các bên. Dữ liệu từ Bloomberg cho thấy hiện chưa có CTCK nào khác thực hiện phân tích đối với ELC, do đó chúng tôi không có dữ liệu tham chiếu để so sánh. Chúng tôi tin rằng các dự phóng của mình được đưa ra dựa trên một góc nhìn tương đối thận trọng, tuy nhiên các bên khác có thể sẽ có những quan điểm khác biệt. Chúng tôi sẽ cập nhật số liệu các bên khác ngay khi có dữ liệu trong các báo cáo tương lai.

Bảng 2. Dự báo năm 2026E của YSVN và các bên so với kế hoạch của ELC

2026E	YSVN		ELC's guidance		Bloomberg Consensus	
	Value (VND bn)	YoY (%)	Value (VND bn)	YoY (%)	Value (VND bn)	YoY (%)
Revenue	1,715.2	13.0%	1,745.0	15.0%	N/A	N/A
NPAT	131.9	2.8%	142.8	11.0%	N/A	N/A

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
	2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue	980	800	1,518	1,715	1,946
<i>ITS</i>	421	280	887	983	1,088
<i>Telecommunications</i>	343	248	319	342	386
<i>National security</i>	78	232	268	340	406
<i>Others</i>	137	40	40	50	65
Cost of goods sold	(786)	(556)	(1,248)	(1,386)	(1,557)
Gross profits	194	244	270	330	389
Operating expenses	97	126	119	174	222
Operating profits	97	118	151	156	168
Net interest expenses	(4)	(3)	(16)	(31)	(33)
Net investments income/(loss)	-	-	-	-	-
Net other incomes	(0)	(3)	1	-	-
Pretax profits	97	115	152	156	168
Income taxes	(13)	(16)	(24)	(24)	(26)
Minority interests	7	4	1	4	4
Net profits	84	99	128	132	142
EBITDA	117	143	192	192	209
EPS (VND)	1,303	1,150	1,332	1,074	1,099

KEY RATIOS					
	2023	2024	2025	2026E	2027E

Growth					
Sales	13.5%	-18.4%	89.7%	13.0%	13.5%
Operating profit	104.8%	21.4%	28.0%	3.1%	7.7%
EBITDA	18.7%	20.9%	41.0%	8.3%	8.2%
Net profit	125.6%	17.7%	29.3%	2.8%	7.4%
EPS changes	115.4%	-11.7%	15.8%	-19.3%	2.3%

Profitability ratio (%)					
Gross margin	19.8%	30.5%	17.8%	19.2%	20.0%
Operating margin	9.9%	14.7%	9.9%	9.1%	8.6%
EBITDA margin	11.0%	16.3%	12.1%	11.6%	11.1%
Net margin	8.6%	12.4%	8.5%	7.7%	7.3%
ROA	4.6%	5.0%	5.1%	4.9%	4.9%
ROE	7.3%	7.9%	8.3%	7.8%	7.7%

Stability					
Debt/equity (x)	0.04	0.03	0.26	0.25	0.23
Int. coverage (x)	27.08	38.85	10.60	5.96	6.13
Int. & ST debt coverage (x)	2.18	3.02	0.69	0.61	0.60
Cash conversion days	116.5	45.4	158.8	160.3	145.9
Current ratio (X)	2.08	1.82	2.45	2.45	2.46
Quick ratio (X)	1.88	1.70	2.13	2.15	2.17

Efficiency					
Days receivable outstanding	284	282	183	173	166
Days inventory outstanding	50	50	63	60	56
Days payable outstanding	217	287	87	73	76

BALANCE SHEET (VND bn)					
	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total assets	1,821	1,990	2,495	2,698	2,876
Cash & cash equivalents	186	327	416	568	634
ST Investment	105	115	64	97	128
Accounts receivable	809	662	996	1,030	1,122
Inventories	109	78	219	232	242
Other current assets	5	3	6	7	9
Net fixed assets	90	100	104	115	133
Others	517	705	689	650	608
Total liabilities	669	741	949	998	1,045
Current liabilities	585	651	693	788	867
Accounts payable	475	443	301	280	329
ST debts	42	36	226	276	303
Others	5	4	6	95	97
Long-term liabilities	-	-	-	-	-
Long-term debts	-	-	170	147	125
Others	9.88	7.58	8.04	10.51	8.92
Shareholder's equity	1,152	1,249	1,546	1,700	1,831
Share capital	823	833	1,101	1,192	1,252
Treasury stocks	0.00	0.00	-0.14	0.00	0.00
Others	5.20	5.20	5.20	5.20	5.20
Retained earnings	123	209	245	305	373
Minority interest	-	-	-	-	-

CASH FLOW (VND bn)					
	2023	2024	2025	2026E	2027E
Operating cash flow	96	140	(305)	(4)	(0)
Net income	84	99	128	132	142
Dep. & amortisation	7	12	16	12	16
Change in working capital	6	(146)	426	88	35
Others	0.00	-8.25	0.00	0.00	0.00
Investment cash flow	6	(2)	(139)	(22)	(34)
Net capex	(12)	(26)	(215)	(22)	(34)
Change in LT investment	-	-	-	-	-
Change in recovery of loar	224	128	162	-	-
Financing cash flow	12	3	533	245	168
Change in share capital	2	10	174	91	60
Net change in debt	164	192	819	212	233
Change in other LT liab.	0	0	0	0	0
Net change in cash flow	113	140	90	219	133
Beginning cash flow	73	186	327	416	568
Ending Cash Balance	186	327	416	568	634

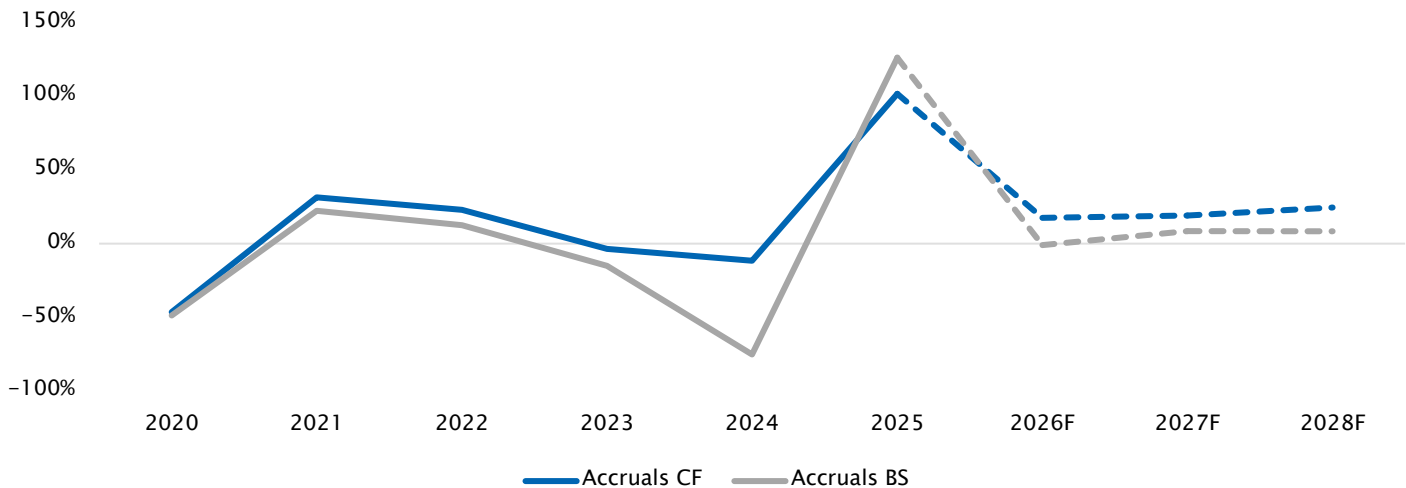
KEY METRICS					
	2023	2024	2025	2026E	2027E
PE (x)	30.9	21.3	18.7	15.5	15.1
Diluted PE (x)	30.9	21.3	18.7	15.5	15.1
PB (x)	2.5	1.9	1.8	1.2	1.1
EBITDA/share	1,312.8	1,567.5	1,671.8	1,672.7	1,724.2
DPS	-	-	-	500.0	500.0
Dividend yield (%)	-	-	-	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	19.3	12.2	12.3	9.6	9.0
EV/EBIT (x)	20.6	13.3	13.4	10.2	9.7

Chất lượng lợi nhuận của ELC chưa thực sự tối ưu, theo quan điểm của chúng tôi. Kể từ năm 2024, tỷ lệ dồn tích trên cơ sở bảng CĐKT và LCTT đều đã tăng mạnh, đạt đỉnh ở mức xấp xỉ 100% tại cuối năm 2025.

Về bản chất, tỷ lệ dồn tích đo lường khoảng cách giữa lợi nhuận kế toán thuần và dòng tiền từ HĐKD. Tỷ lệ này ở mức dương cao và tăng vọt có thể là tín hiệu cho thấy chất lượng lợi nhuận đang suy giảm, đồng nghĩa với việc sự tăng trưởng trên giấy tờ của doanh thu và lợi nhuận thuần chưa được bảo chứng bởi lượng tiền mặt thu hồi tương ứng.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chất lượng lợi nhuận sẽ cải thiện trong thời gian tới, với tỷ lệ dồn tích kỳ vọng bình thường hóa về mức khoảng 25% trong giai đoạn 2026–2028E, được thúc đẩy bởi: 1) Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt nhanh hơn khi thời gian triển khai mảng ITS được rút ngắn xuống còn 4–6 tháng nhờ năng lực thực thi mạnh mẽ; 2) Dòng tiền vào ổn định hơn từ doanh thu viễn thông bền vững với các đối tác lớn; và 3) Đóng góp lũy tiến từ các hoạt động O&M khi công tác kiểm tra và tích hợp hạ tầng đường bộ được đẩy nhanh kể từ năm 2027E.

Hình 11: Chất lượng lợi nhuận sụt giảm kể từ năm 2024 khi tỷ lệ dồn tích tăng vọt



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Sự sụt giảm về chất lượng lợi nhuận chủ yếu do CFO âm sâu. Năm 2025, CFO đã chạm mức thấp kỷ lục ở mức -305 tỷ đồng (so với mức 140 tỷ đồng vào năm 2024). Chỉ mục này tiếp tục âm 139 tỷ đồng trong Q1/2026, mặc dù mức thâm hụt đã thu hẹp đáng kể so với mức -215 tỷ đồng ghi nhận vào Q1/2025. Sự cải thiện mang tính kỹ thuật này chủ yếu đến từ các khoản điều chỉnh trong dự phòng và thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại

Trên bảng cân đối kế toán, các khoản phải thu tăng mạnh lên 770 tỷ đồng (+22,7% YoY) vào năm 2025 trước khi giảm nhiệt xuống còn 541,8 tỷ đồng trong Q1/2026 (+4,9% YoY), phản ánh tính chu kỳ theo mùa đặc trưng của ngành. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng chỉ mục này sẽ vượt mốc 1.000 tỷ đồng vào năm 2027E khi lượng backlog khổng lồ từ các gói thầu ITS bước vào giai đoạn thi công và nghiệm thu thực địa.

Hình 12: CFO âm nặng tại năm 2025...

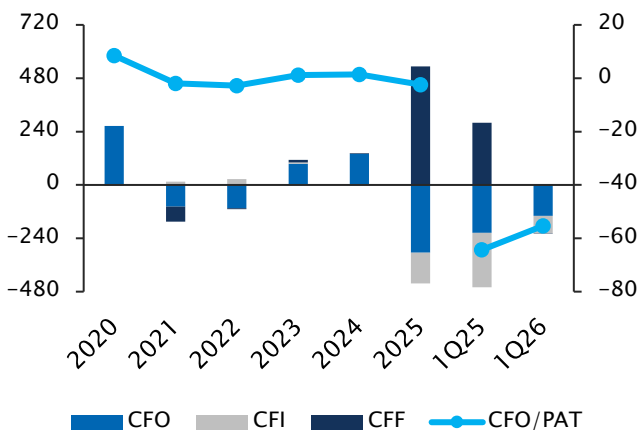
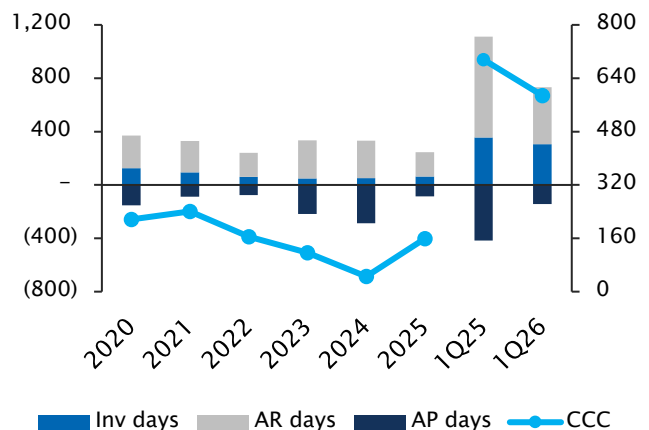


Fig. 13: ... làm kéo dài chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, gây áp lực lên vốn lưu động

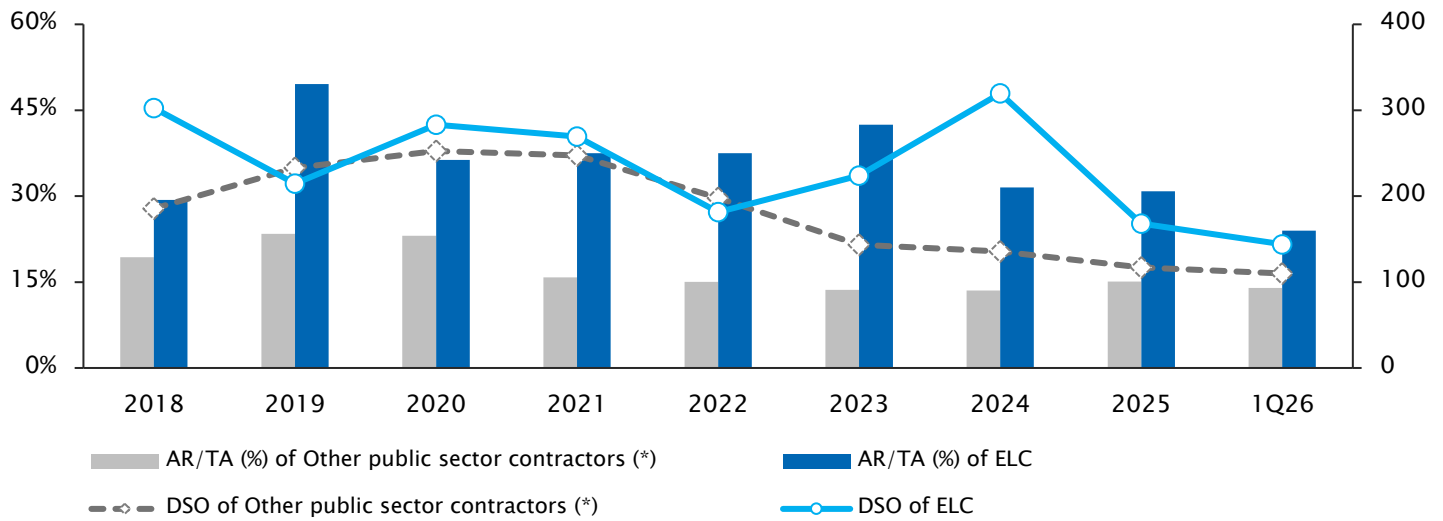


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam
Lưu ý: Số liệu Q1/2025 và Q1/2026 đã được quy theo quý.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam
Lưu ý: Số liệu Q1/2025 và Q1/2026 đã được quy theo quý.

Nhìn rộng hơn, các nhà thầu chuyên dụng thường có lượng các khoản phải thu duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, các chỉ số của ELC đang vượt mức trung bình ngành xét trên cả tỷ lệ phải thu trên tổng tài sản và số ngày phải thu bình quân (DSO). Điều này hàm ý rằng ELC cần cải thiện công tác quản lý vốn lưu động để nâng cao chất lượng lợi nhuận của mình.

Hình 14: Tỷ trọng khoản phải thu trên tổng tài sản (% - LHS) và Số ngày phải thu bình quân (ngày – RHS) của ELC và các nhà thầu dự án công tại Việt Nam



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

(*) Nhóm nhà thầu dự án công gồm HHV, LCG, HUT, FCN, CII, HTI, và IDV.

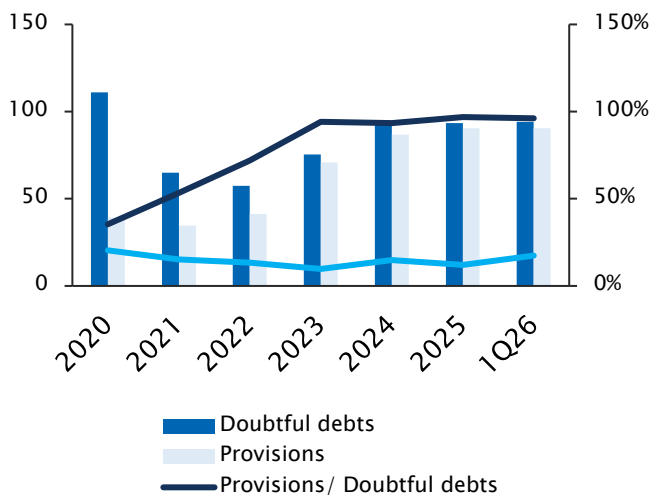
Sự gia tăng của các khoản phải thu dẫn đến các rủi ro về nợ xấu. Theo thuyết minh báo cáo tài chính của ELC, các khoản nợ xấu của công ty chủ yếu liên quan đến hai khách hàng tổ chức lớn là Viettel và VNPT.

Để giảm thiểu các rủi ro này, ELC đã liên tục đẩy mạnh trích lập dự phòng qua các năm. Kể từ cuối năm 2023, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (dự phòng / nợ xấu) đã được nâng lên mức rất cao là 96% và tiếp tục được duy trì cho đến hết Q1/2026. Theo chúng tôi, việc chủ động trích lập dự phòng sớm cho gần như toàn bộ danh mục nợ xấu là một cách tiếp cận đáng ghi nhận, giúp giảm thiểu áp lực trích lập dự phòng lên lợi nhuận trong tương lai.

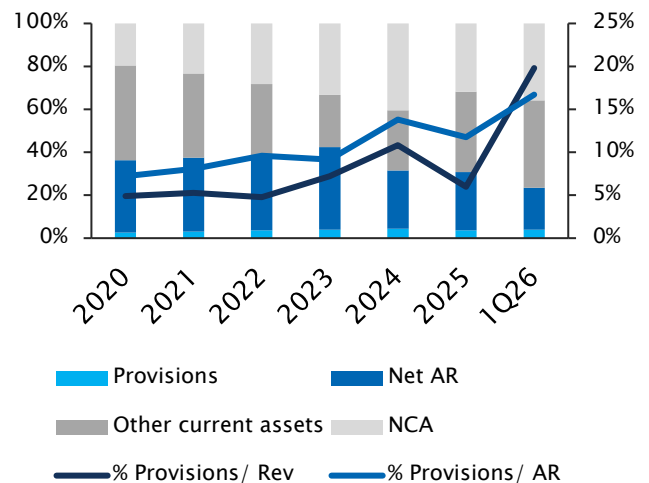
Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng các khoản nợ xấu từ các đối tác này có khả năng thu hồi cao do đang được xử lý thông qua các cuộc đàm phán thanh toán đang diễn ra. Khối lượng nợ xấu 3% còn lại đến từ các đối tác phải thu chưa xác định danh tính, tuy nhiên quy mô biên nhỏ của khoản này giúp giảm thiểu rủi ro, theo quan điểm của chúng tôi. Trong khi đó, xét về giá trị tuyệt đối, danh mục nợ xấu của ELC hầu như không tăng trưởng kể từ năm 2023.

Do đó, chúng tôi cho rằng rủi ro đối tác đối với các khoản phải thu khó đòi hiện tại đang được kiểm soát tốt và ít có khả năng gây ra những cú sốc tài chính bất lợi trong thời gian tới.

Hình 15: Nợ xấu (tỷ đồng – LHS) trong tầm kiểm soát với tỷ lệ bao phủ cao (% - RHS)



Hình 16: Cơ cấu tài sản làm nổi bật tỷ trọng của các khoản phải thu



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

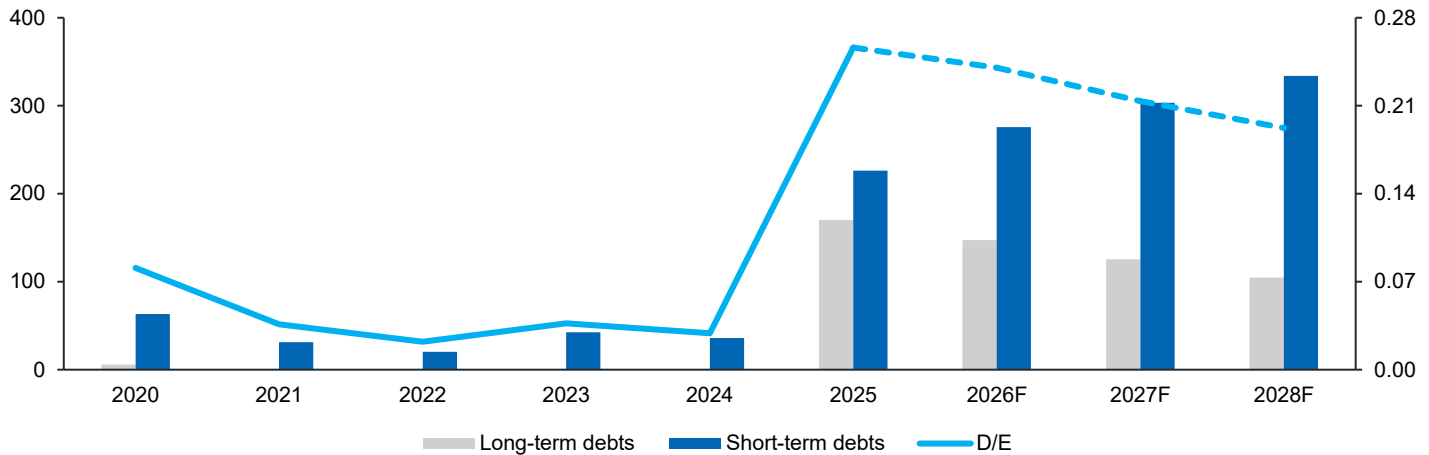
Cơ cấu vốn vững chắc tạo dư địa khai thác nguồn vốn vay

ELC duy trì dư nợ vay dài hạn bằng không và tập trung vào các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động trong giai đoạn 2021–2024. Tuy nhiên, ELC kể từ đó đã phát sinh các nghĩa vụ tài chính dài hạn. Tại Q1/2026, ELC đã có tổng cộng 170 tỷ đồng nợ vay dài hạn để tài trợ cho một dự án bất động sản. Hạn mức của khoản vay này được giới hạn ở mức 210 tỷ đồng và có kỳ hạn 8 năm.

Khoản nợ dài hạn mới này đã đẩy tỷ lệ tổng nợ vay trên VCSH (D/E) của ELC từ mức 3% năm 2024 lên 25% trong Q1/2026. Con số này thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ D/E trung vị của các nhà thầu dự án công khác (122%). Ngoài ra, bảng CĐKT Q1/2026 cho thấy ELC đang ở vị thế tiền mặt thuần đạt 41,5 tỷ đồng.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ D/E này của ELC sẽ giảm dần xuống còn 19% vào năm 2028E. Kỳ vọng về việc giảm đòn bẩy này dựa trên giả định của chúng tôi rằng ELC sẽ không phát sinh thêm nợ vay dài hạn và sẽ thanh toán các nghĩa vụ hiện tại, trong khi tiếp tục tăng cường vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động.

Hình 17: Cơ cấu vốn lành mạnh với dư nợ tín dụng thấp tại mảng kinh doanh không cốt lõi



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Định giá & Rủi ro

Chúng tôi khuyến nghị MUA lần đầu cổ phiếu ELC với GMT 19.200 đồng được xác định dựa trên kết quả định giá có trọng số với tỷ trọng 80% cho mô hình FCFF và 20% cho phương pháp so sánh bội số P/E.

GMT của chúng tôi tương đương P/E năm 2026E đạt 15,5x và mức upside 12 tháng là +19,6%.

Bảng 3: Tóm tắt định giá

Đơn vị: VND	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
FCFF	19.800	80%
SoTP	16.900	20%
Giá trị hợp lý cuối cùng		19.200
P/E tương ứng (x)		15,5
Upside		19,6%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Mô hình FCFF. Chúng tôi áp dụng WACC là 11,6% dựa trên lãi suất phi rủi ro 6,8% (lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng hiện tại tại các NHTM NN), phần bù rủi ro 8,1% và hệ số beta là 0,85. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn thận trọng là 1,5%. Tỷ lệ chiết khấu này mang lại mức định giá mỗi cổ phiếu là 19.773 đồng, chúng tôi làm tròn kết quả này lên mức 19.800 đồng làm giá trị hợp lý ước tính theo phương pháp FCFF.

Bảng 4. Định giá theo phương pháp FCFF

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
FCFF	57.7	113.8	162.1	180.0	195.2	271.9
Discount period	0.79	1.79	2.79	3.79	4.79	5.79
PV of FCF	52.9	93.6	119.5	118.9	115.6	144.3
Growth rate	2.0%					
WACC	11.6%					
Terminal value	2,898.4					
PV of terminal value	1,537.9					
Enterprise value	2,182.6					
(+) Cash	416.4					
(-) Debt	(422.9)					
(-) Minority interest	0.7					
Equity value	2,176.8					
Number of shares (mn)	110.1					
Price per share	19,773					

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Định giá theo phương pháp SoTP với bội số giá P/E. Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp định giá SoTP sử dụng các bội số P/E để định giá các mảng kinh doanh của ELC. Chúng tôi so sánh các mảng này với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực có mô hình kinh doanh, cấu trúc biên lợi nhuận và cơ cấu vốn tương đương.

Để đảm bảo tính hợp lý về giá của nhóm doanh nghiệp so sánh, chúng tôi đã áp dụng một bộ lọc thanh khoản đối với các đối thủ trong khu vực, chỉ lựa chọn các doanh nghiệp có KLGD BQ trong 30 ngày vượt quá 500.000 cổ phiếu nhằm phản ánh tốt nhất tính thị trường. Mặc dù có tính tương đồng cao về yếu tố quốc gia, một số doanh nghiệp cùng ngành với ELC ở thị trường trong nước đã không đáp ứng được tiêu chí thanh khoản này, và do đó, theo quan điểm của chúng tôi, không thể xem các doanh nghiệp này là phản ánh đúng giá trị định giá của thị trường.

Bảng 5. Hiệu quả hoạt động của ELC và các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực

	Mã cổ phiếu	Vốn hóa (triệu USD)	ROE %	ROA %	P/B (x)	P/E (x)	PE dự phóng (x)	% tăng trưởng doanh thu YoY (%)	% tăng trưởng LNST YoY (%)
Mảng ITS & ANQP									
1	002415 CH	43.737,68	17,79	11,44	3,44	19,83	18,28	11,76	14,20
2	002373 CH	1.811,75	0,45	0,29	1,06	258,37	25,87	5,86	76,73
3	ITMAX MK	1.202,17	21,34	17,12	9,88	50,34	40,00	15,67	28,64
4	STE SP	26.277,88	17,65	2,87	13,18	73,41	32,60	10,46	128,42
5	018260 KS	10.410,92	6,65	4,74	1,61	25,00	21,75	2,53	(3,18)
6	003550 KS	10.269,46	1,70	1,47	0,31	32,44	10,66	14,47	74,72
7	6702 JP	34.178,84	23,87	13,03	2,72	18,25	18,09	1,40	(32,00)
8	6701 JP	31.350,00	13,03	6,15	2,24	18,25	17,26	2,39	7,38
9	6501 JP	132.980,53	12,93	5,67	3,24	26,78	23,32	6,70	13,07
10	6703 JP	1.708,03	13,20	5,02	1,52	12,74	15,70	3,78	(18,81)
	Median	18.344,40	13,11	5,34	2,48	25,89	20,01	6,28	13,63

ELC VN	68,56	10,52	5,82	1,36	14,18	16,06	22,55	16,68
Mảng Viễn thông								
1 CMG VN	242,36	13,20	4,49	2,00	16,01	n/a	n/a	(99,71)
2 FOX VN	2.185,47	32,39	13,28	4,88	16,26	14,76	n/a	n/a
3 ICT VN	21,51	4,86	2,02	0,87	17,81	n/a	n/a	n/a
4 ITD VN	15,70	22,34	11,40	1,20	5,72	n/a	n/a	n/a
5 KST VN	3,16	13,99	3,86	1,02	7,84	n/a	n/a	n/a
6 ONE VN	3,27	2,08	0,68	0,83	40,53	n/a	n/a	n/a
7 600941 CH	224.643,65	9,42	6,30	n/a	n/a	14,78	(0,56)	(5,44)
8 601728 CH	73.225,48	6,81	3,65	1,11	16,43	16,09	(0,78)	(13,99)
9 600050 CH	19.770,65	5,12	1,29	0,78	15,01	15,85	0,11	(13,25)
10 002465 CH	5.016,32	(6,86)	(3,90)	2,95	n/a	99,85	26,80	138,91
11 300770 CH	1.136,47	17,23	12,84	2,07	11,98	11,20	1,34	3,98
12 301262 CH	1.208,82	10,35	9,24	2,15	21,00	18,87	7,19	4,09
13 728 HK	73.195,20	6,81	3,65	0,77	11,39	11,55	(0,14)	(10,53)
14 762 HK	27.015,11	5,71	2,96	0,50	9,25	9,12	0,16	(7,49)
15 6823 HK	11.589,62	14,08	4,44	2,47	17,17	16,08	0,68	6,78
16 1883 HK	1.222,96	8,46	5,34	0,87	10,40	9,96	4,20	4,35
17 Z74 SP	54.892,69	21,39	11,50	2,60	12,78	22,72	4,75	13,88
18 CJLU SP	2.953,85	3,58	2,16	1,69	45,79	42,61	1,79	7,13
19 ST SP	54.892,69	21,39	11,50	2,60	12,78	22,72	4,75	13,88
20 TRUE TB	14.486,37	18,01	2,18	5,78	34,05	18,70	(2,50)	33,16
21 THCOM TB	376,30	4,89	3,18	1,17	24,22	69,33	17,00	(154,87)
22 TLKM IJ	14.455,14	11,57	5,55	1,91	15,75	11,93	2,90	22,57
23 ISAT IJ	3.077,02	15,67	4,83	1,45	9,64	8,99	6,48	10,32
24 MTEL IJ	2.288,54	6,33	3,58	1,17	18,39	18,09	3,92	5,53
25 CDB MK	7.795,87	9,71	4,24	2,04	20,85	18,71	2,10	13,37
26 MAXIS MK	6.456,19	26,72	7,04	4,35	16,63	16,63	2,70	2,88
27 AXIATA MK	4.462,79	2,36	0,79	0,93	64,84	23,37	4,43	16,54
Median	4.462,79	9,71	4,24	1,57	16,26	16,36	2,70	4,94
ELC VN	68,56	10,52	5,82	1,36	14,18	16,06	22,55	16,68

Nguồn: Bloomberg, Yunta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 22/06)

Việc thiếu các doanh nghiệp so sánh trực tiếp trong nước (do số liệu tài chính của Viettel và VNPT không được công bố) dẫn đến việc chúng tôi áp dụng mức bội số P/E mục tiêu lần lượt là 17x và 15x cho năm dự phóng 2026E đối với phân khúc ITS và ANQP của ELC.

Các bội số này đã bao gồm mức chiết khấu lần lượt là 15% và 25% so với mức trung vị của khu vực. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này là một cách tiếp cận hợp lý để khi xem xét đến rủi ro thị trường và loại bỏ yếu tố đầu cơ quá mức tiềm ẩn ở các thị trường khác. (Bảng 5)

Đối với phân khúc viễn thông, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 14,6x, đã bao gồm mức chiết khấu 10% so với trung vị ngành viễn thông trong khu vực, phản ánh quy mô và hồ sơ tài chính nhỏ hơn rất nhiều của ELC so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Việc áp dụng các bội số P/E so sánh này vào định giá từng mảng kinh doanh mang lại giá trị hợp lý ước tính là 16.920 đồng, con số này được chúng tôi làm tròn xuống mức 16.900 đồng, như được minh họa trong Bảng 3 ở trên.

Bảng 5. Định giá bằng phương pháp SoTP

Segment	LTM NOPAT (VND bn)	Median P/E (x)	Discount (%)	Target P/E (x)	Ownership (%)	Target EV (VND bn)
ITS	50.16	20.01	15%	17.01	100%	853.36
Telecom	20.38	16.26	10%	14.63	100%	298.19
NSD	19.64	20.01	25%	15.01	100%	294.81
Cash and cash equivalents (VND bn)						416.36
Total equity value (VND bn)						1,862.71
Number of outstanding shares (mn)						110.09
Target price per share (VND)						16,920

Nguồn: Yunta Việt Nam

Rủi ro:

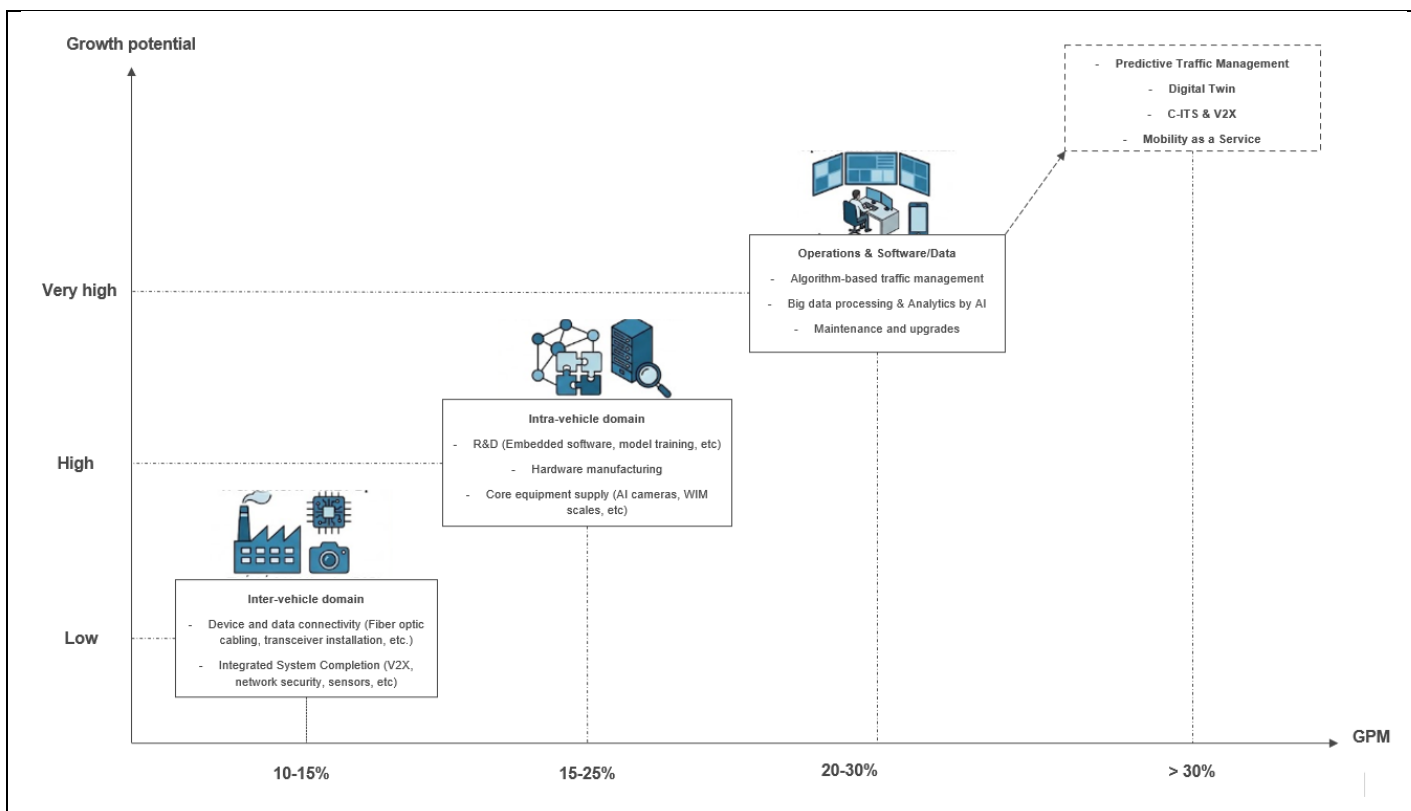
- **Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công bị chững lại.** Tiến độ phê duyệt và phân bổ vốn cho các dự án hạ tầng trọng điểm (đường cao tốc, trung tâm hành chính quốc gia) chậm hơn dự kiến có thể đẩy các mốc ghi nhận doanh thu của ELC sang các năm tiếp theo..
- **Thời tiết thất thường ảnh hưởng tiến độ thi công.** Việc triển khai thực địa các gói thầu hạ tầng ITS ngoài trời phụ thuộc vào các yếu tố thời tiết khó lường (bão kéo dài hoặc mưa lớn), điều này có thể tác động tiêu cực đến tiến độ nghiệm thu và kiểm tra định kỳ.
- **Áp lực cạnh tranh từ Viettel and VNPT --** những đối thủ cạnh tranh có quy mô hạ tầng vượt trội và mối quan hệ hợp tác chiến lược lâu năm trong các dự án quốc gia -- mang lại những thách thức lớn cho ELC trong việc giành các hợp đồng hạ tầng dữ liệu. Ngoài ra, sự tham gia ngày càng nhiều của các nhà thầu tư nhân vào phân khúc ITS đang làm gia tăng cạnh tranh về giá thầu. Mặc dù ELC duy trì lợi thế về năng lực kỹ thuật và kinh nghiệm triển khai, sự cạnh tranh về mặt chi phí có thể làm thu hẹp GPM ở các gói thầu mang tính phổ thông.

Phụ lục

1. Thị trường giao thông thông minh tại Việt Nam khá phân mảnh

Phân khúc	Giai đoạn	Tiềm năng tăng trưởng	GPM ước tính	Đơn vị dẫn đầu
Camera AI giám sát	Tăng trưởng nhanh	Rất cao – Xu hướng tự động hóa "phạt nguội" giao thông đang mở rộng từ các tuyến cao tốc sang đường tỉnh và các đô thị loại 1–2. Nhu cầu nâng cấp từ camera truyền thống sang camera AI nhận diện hành vi là rất lớn.	35% - 45%	ELC dẫn đầu phân khúc cao tốc (60% - 70%), trong khi Viettel/FPT mạnh về mảng giám sát đô thị/thành phố.
Thu phí không dừng (ETC)	Bão hòa	Thấp – Tỷ lệ sử dụng thẻ e-tag đã gần đạt 100%. Tăng trưởng từ lượng xe mới là khá khiêm tốn; các bên cạnh tranh giành thị phần thông qua phí dịch vụ và các dịch vụ giá trị gia tăng (ví điện tử, bãi đỗ xe).	15% - 22%	VETC (~60%), VETC (ePass) (~35%). Đây là phân khúc có mức độ tập trung cao nhất với biên lợi nhuận mỏng dần do thị trường đã bão hòa.
Cân tải trọng tự động (eWIM)	Tăng trưởng mạnh	Cao – Kiểm soát quá tải trọng là yêu cầu bắt buộc đối với các tuyến cao tốc. Tiềm năng nằm ở việc lắp đặt mới cho mạng lưới đường cao tốc quy mô lớn sắp tới và thay thế các hệ thống cân cũ thiếu chính xác.	40% - 50%	ELC chiếm ưu thế tuyệt đối với ~80% thị phần. Đã triển khai thành công hơn 130 lần cân trên toàn quốc.
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	Sơ khai	Tiềm năng dài hạn – Sau thời gian bảo hành 2–3 năm, nhu cầu bảo trì phần mềm và thay thế linh kiện sẽ tạo ra dòng tiền tái diễn ổn định.	30% - 60%	Thị phần phân mảnh giữa mảng O&M hạ tầng và mảng bảo trì thiết bị, hệ thống phần mềm.

2. Chuỗi giá trị ITS cho hạ tầng cao tốc



Appendix: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157, Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Nhi Ly

Assistant Analyst

nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Manager

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu

Sales Manager

Tel: +84 28 3622 6868

jason.lu@yuanta.com.vn

Phuc Pham

Sales trader

Tel: +84 28 3622 6868

phuc.pham@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868
hien.le@yuanta.com.vn

Linh Nguyen
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868
linh.nguyen2@yuanta.com.vn