

Ngành Thiết bị Viễn thông

Báo cáo lần đầu

23 tháng 10, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **25.040**

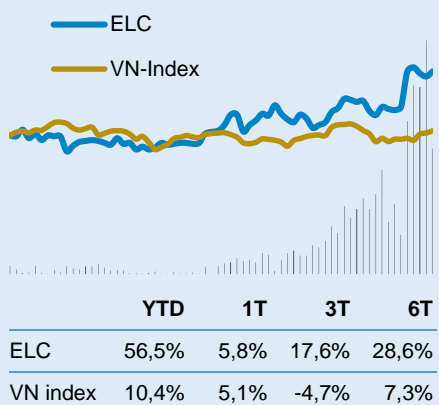
Giá thị trường (23/10/2015) 19.800

Lợi nhuận kỳ vọng 25,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.090 - 21.900
Vốn hóa	809 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	40.855.498 CP
KLGD bình quân 10 ngày	332,629 CP
% sở hữu nước ngoài	13,72%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,1%
Beta	0,68

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 611

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử Viễn thông

Mã giao dịch: ELC

Reuters: ELC.HM

Bloomberg: ELC VN

Triển vọng ngắn hạn tích cực, tiềm năng dài hạn với mảng viễn thông

Tiềm năng dài hạn với dự án cáp đồng trục Bắc – Nam. Elcom đang có kế hoạch hợp tác xây dựng đường cáp đồng trục Bắc – Nam trong năm 2016. Đây là dự án lớn với tổng chiều dài toàn bộ dự án khoảng trên 4.000 km, tổng mức đầu tư giai đoạn 1 vào khoảng 1.500 tỷ đồng, thời gian thực hiện 9 đến 12 tháng. Nếu dự án có thể hoàn thành đúng kế hoạch, chắc chắn sẽ có 1 cú hích lớn tới tên tuổi của Elcom cũng như triển vọng trong hoạt động kinh doanh.

Viễn thông – mảng hoạt động chính với tiềm năng tăng trưởng cao.

- Elcom hội tụ đủ những tiêu chí để thành công trong lĩnh vực kinh doanh theo dự án trong ngành viễn thông Việt Nam. Đó là hệ thống các đối tác nước ngoài lớn và nhiều uy tín, hệ thống khách hàng lớn và thị phần chi phối, chiến lược kinh doanh hợp lý, giảm thiểu cạnh tranh giữ vững thị phần.
- Trong ngắn hạn, Elcom sẽ hưởng lợi từ quá trình tái cấu trúc của VNPT. Các dự án bị trì hoãn trước đây sẽ được khởi thông, ngoài ra còn một số dự án Đường trục và Chăm sóc khách hàng trị giá 4.000-5.000 tỷ đồng trong 3-5 năm tới. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng Viễn thông của Elcom sẽ tăng trưởng 50% trong năm 2015.
- Về dài hạn, dự án cáp đồng trục Bắc – Nam có thể thay đổi vị thế của Elcom trên thị trường công nghệ viễn thông Việt Nam.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn 2015 chúng tôi dự báo ELC đạt mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 26%. Với mục tiêu ngắn hạn, mức giá hiện nay của ELC là 19.900 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2015 dự báo ở mức 9,5 lần, đang ở mức trung bình.

Về dài hạn, bên cạnh hoạt động kinh doanh truyền thống là viễn thông dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng tốt những năm tới, Elcom còn mở rộng sang các lĩnh vực như An ninh Quốc phòng và Giao thông vận tải, là những thị trường đầy tiềm năng. Với chiến lược kinh doanh hợp lý của doanh nghiệp cùng sự phát triển của thị trường viễn thông trong nước, chúng tôi đánh giá tích cực về khả năng tăng trưởng trong tương lai của Elcom. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu ELC cho mục tiêu đầu tư trung hạn và dài hạn. Mức giá chúng tôi kỳ vọng vào khoảng **25.040 đồng/cổ phiếu**.

Một số chỉ tiêu dự báo của ELC

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu (tỷ VND)	482	479	418	330	650
EBITDA (tỷ VND)	143	130	59	84	110
EBIT (tỷ VND)	127	120	45	70	95
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	114	116	35	61	78
EPS (VND)	3.911	3.173	978	1.694	2.066
P/E (x)	4,32	5,32	17,28	9,97	8,18
P/B (x)	1,08	0,95	0,99	0,91	0,85
ROA (%)	10%	11%	4%	6%	7%
ROE (%)	20%	18%	5%	9%	11%

Viễn thông - mảng hoạt động chính của ELC với tiềm năng tăng trưởng cao

Elcom là nhà cung cấp về thiết bị phần cứng và giải pháp phần mềm cho các nhà mạng cố định và di động. Ngoài ra, các giải pháp của Elcom cũng được triển khai cho các cơ quan, tổ chức trong lĩnh vực an ninh quốc phòng và giao thông vận tải.

Theo chúng tôi, Elcom hội tụ đủ những tiêu chí chính để thành công trong lĩnh vực kinh doanh theo dự án trong ngành Viễn thông Việt Nam:

Thứ nhất, Elcom có một hệ thống các đối tác nước ngoài lớn và nhiều uy tín. Điều này giúp tăng uy tín của Elcom đối với các khách hàng trong nước. Đối với các nhà cung cấp nước ngoài, khi muốn thâm nhập thị trường Việt Nam thì Elcom sẽ là lựa chọn ưu tiên nhờ mối quan hệ tốt với họ. Một số đối tác lớn mà Elcom là đại diện và là đối tác ủy quyền tại Việt Nam như: HP, Oracle, Oscilloquartz SA, Cisco...

Thứ hai đó là hệ thống khách hàng lớn và thị phần chi phối. Sản phẩm của Elcom hiện diện trên tất cả những nhà mạng ở Việt Nam. Một số nhà mạng lớn mà Elcom chiếm thị phần chi phối: Vinaphone với 80% thị phần cung cấp dịch vụ gia tăng, đối với hệ thống và cơ sở hạ tầng mạng Elcom chiếm 50% thị phần về tin nhắn và 90% thị phần về tính cước cho thuê bao trả trước; Mobifone với 40% thị phần dịch vụ gia tăng và 50% thị phần về hệ thống hạ tầng tin nhắn; Viettel với 40% thị phần về dịch vụ gia tăng và 40% thị phần về hệ thống hạ tầng tin nhắn. Để có được thị phần như hiện nay, Elcom đã làm rất tốt trong việc thiết lập và duy trì mối quan hệ với khách hàng, một yếu tố quan trọng trong kinh doanh dự án ở Việt Nam. Đây chính là cơ sở để Elcom có thể duy trì và phát triển mảng viễn thông của mình trong những năm tới. Đây cũng là những doanh nghiệp đầu ngành, tiềm lực tài chính mạnh giúp Elcom đảm bảo nguồn thu trong mảng viễn thông đồng thời rủi ro về các khoản phải thu của công ty cũng giảm.

Thứ ba, Elcom có một chiến lược kinh doanh hợp lý, giảm thiểu cạnh tranh giữ vững thị phần. Công ty kinh doanh theo dự án, các dự án của Elcom thường có tính chuyên biệt với mức độ kỹ thuật cao trong viễn thông. Các phương thức bán hàng chủ yếu của Elcom:

- ❑ Bán trọn gói hệ thống cả phần cứng và phần mềm của đối tác nước ngoài cho khách hàng trong nước. Trong trường hợp này Elcom đóng vai trò như một nhà phân phối tuy nhiên rủi ro đầu ra được giảm thiểu do Elcom chỉ nhập về khi có dự án.
- ❑ Bán một phần hệ thống của đối tác nước ngoài, sau đó thêm các phần mềm và tính năng do Elcom sản xuất trên nền tảng phần cứng trước đó để phù hợp với yêu cầu khách hàng. Điều này giúp Elcom gia tăng sự hiện diện của mình trong hệ thống của khách hàng.
- ❑ Phát triển các phần mềm, ứng dụng chuyên biệt hoặc các ứng dụng VAS (giá trị gia tăng) cho các nhà mạng.

□ Tư vấn giải pháp và hỗ trợ khách hàng.

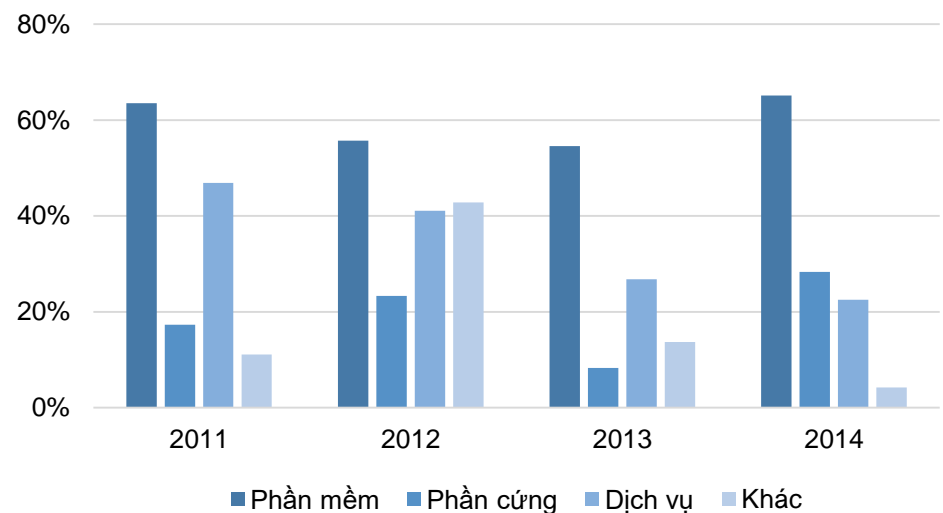
Đây là một chiến lược kinh doanh hợp lý bởi Elcom luôn cố gắng phát triển thêm phần mềm, tiện ích, dịch vụ để tránh việc phân phối riêng phần cứng. Điều này ngoài việc gia tăng biên lợi nhuận gộp còn có một lợi ích khác, việc viết thêm 1 lớp sản phẩm của Elcom lên hệ thống làm cho chi phí thay thế Elcom bằng nhà cung cấp khác cho dự án nâng cấp tiếp theo của khách hàng cao hơn, giúp Elcom giữ vững được thị phần của mình.

Đối thủ cạnh tranh trong nước của công ty cũng không nhiều, 2 đối thủ chính của Elcom là FPT-IS và CMG tuy nhiên mảng viễn thông không phải mảng chính của 2 công ty này.

Với ưu thế về thị phần cùng đặc thù ngành, hoạt động kinh doanh của Elcom ngày càng hiệu quả.

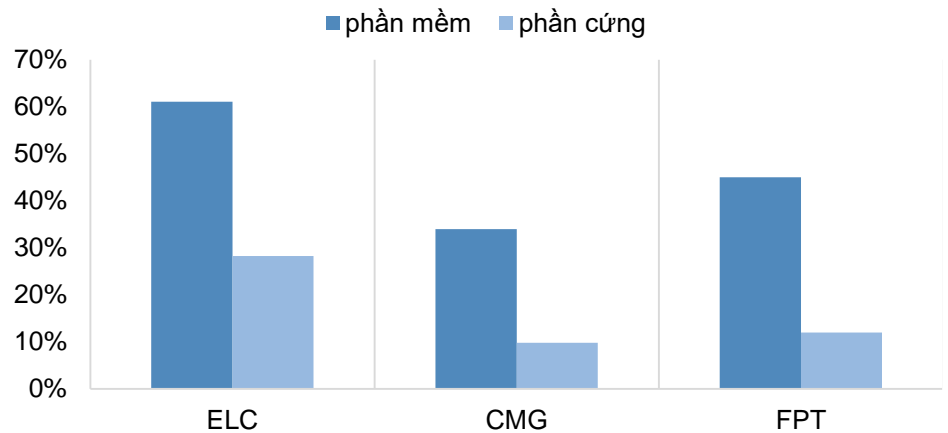
Biên lợi nhuận gộp của 2 sản phẩm chính là phần mềm và phần cứng có mức tăng tốt trong năm 2014. Hoạt động phần mềm có biên lợi nhuận cao nhất luôn được công ty ưu tiên đưa vào các sản phẩm kinh doanh của mình, nhờ vậy mặc dù năm 2014 doanh thu của Elcom giảm 22,2% tuy nhiên LNTT tăng tới 52,7% so với năm 2013 do việc tăng tỷ trọng phần mềm trong doanh thu (từ 11,6% năm 2013 lên 37,2% trong năm 2014).

Biên lợi nhuận gộp theo sản phẩm



Nếu so sánh với 2 doanh nghiệp cùng ngành là CMG và FPT, có thể nhận thấy hoạt động của Elcom có biên lợi nhuận vượt trội. Sở dĩ biên lợi nhuận của Elcom cao hơn hẳn so với FPT và CMG là do 2 doanh nghiệp này tập trung vào khối khách hàng là ngân hàng, chính phủ, doanh nghiệp nhà nước... với những sản phẩm mang tính thay thế được trong khi Elcom tập trung vào các dự án có tính chuyên biệt về kỹ thuật, viễn thông và cũng là thế mạnh của mình. Điều này giúp nâng vị thế của Elcom khi đàm phán với khách hàng, giúp doanh nghiệp mang lại mức lợi nhuận cao hơn.

Biên lợi nhuận gộp của ELC so với CMG và FPT



Đối với các doanh nghiệp nước ngoài, Elcom có nhiều lợi thế để cạnh tranh. Đối thủ chính từ nước ngoài của Elcom là 2 công ty lớn ở Trung Quốc Huawei và ZTE. Đây là 2 doanh nghiệp có sức mạnh bởi họ vừa là nhà sản xuất vừa là nhà kinh doanh dự án. Sự cạnh tranh của 2 công ty này với Elcom là khá lớn tuy nhiên Elcom có những lợi thế mà chúng tôi đánh giá sẽ giúp nâng tầm vị thế của công ty khi cạnh tranh với những doanh nghiệp nước ngoài:

- Elcom đã có 20 năm kinh nghiệm hoạt động, từ thời điểm internet và điện thoại di động mới bắt đầu phát triển ở Việt Nam, chính vì vậy công ty am hiểu rõ nhu cầu của các nhà mạng và xu hướng phát triển của từng công ty. Elcom đã xây dựng được thương hiệu có uy tín cao với các công ty viễn thông, đặc biệt các nhà mạng di động.
- Với nhiều nhà mạng, công ty đã tham gia xây dựng ngay từ đầu nền tảng công nghệ và hạ tầng kỹ thuật, điều này tạo ra lợi thế quan trọng trong việc Elcom tiếp tục được lựa chọn là nhà cung cấp giải pháp cho các dự án phát triển trong tương lai của nhà mạng.
- Elcom định hướng hoạt động cung cấp giải pháp trọn gói cho nhà mạng thay vì phân phối đơn thuần các sản phẩm viễn thông từ các nhà cung cấp nước ngoài, qua đó có thể nâng cao năng lực và chất lượng dịch vụ cho khách hàng. Ngoài ra Elcom còn có khả năng cung cấp hầu hết các dòng sản phẩm viễn thông do được nhiều nhà cung cấp sản phẩm viễn thông nước ngoài lựa chọn làm đại lý và đối tác độc quyền tại Việt Nam.
- Ở một số lĩnh vực chuyên biệt như dịch vụ giá trị gia tăng, Elcom chiếm thị phần lớn ở Vinaphone và MobiFone.

Triển vọng ngắn hạn tích cực với việc VNPT hoàn thành tái cấu trúc.

Trong thời gian tới, Elcom sẽ hưởng lợi từ quá trình sau tái cấu trúc của VNPT. Trong giai đoạn 2013-2014, mảng viễn thông của Elcom tương đối trầm lắng do VNPT vướng tái cơ cấu khiến nhiều dự án bị trì hoãn và chậm triển khai. Sau khi Mobifone tách khỏi VNPT, trong năm 2015, VNPT cũng sẽ hoàn thành thoái vốn tại 63 công ty với tổng số vốn đầu tư theo giá trị sổ sách vào khoảng 2.303 tỷ đồng. Vốn đầu tư thu về sẽ được bổ sung vào nguồn vốn VNPT đầu tư cho

các dự án viễn thông đang bị chậm triển khai trong quá khứ, một số dự án Đường trục và Chăm sóc khách hàng trị giá 4000-5000 tỷ đồng trong 3-5 năm tới. Ngoài ra, xu thế đầu tư của các nhà mạng trong thời gian tới sẽ tập trung vào các dịch vụ tiện ích, quản lý, gia tăng (VAS) và đây cũng là thế mạnh của Elcom. Chỉ trong nửa đầu năm 2015, tổng giá trị hợp đồng viễn thông mà Elcom đã ký kết vào khoảng 600 tỷ đồng, dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu vào năm 2016.

Về dài hạn, dự án cáp đồng trục Bắc – Nam có thể thay đổi vị thế của Elcom trên thị trường công nghệ viễn thông Việt Nam.

Elcom đang có kế hoạch hợp tác xây dựng đường cáp đồng trục Bắc – Nam trong năm 2016. Đây là dự án lớn với tổng chiều dài toàn bộ dự án trên 4.000km, tổng mức đầu tư giai đoạn 1 vào khoảng 1.500 tỷ đồng, thời gian thực hiện 9 đến 12 tháng. Việc có được giấy phép khai thác hành lang an toàn đường bộ của bộ GTVT đã hỗ trợ nhiều cho Elcom trong việc giành được dự án này (hiện Elcom là doanh nghiệp ngoài ngành GTVT duy nhất nhận được giấy phép). Nếu dự án có thể hoàn thành trong năm 2016, chắc chắn sẽ có 1 cú hích lớn tới tên tuổi của Elcom cũng như triển vọng trong hoạt động kinh doanh.

Hiện nay, cả nước mới chỉ có 3 tuyến trục Bắc – Nam của VNPT, Viettel và FPT. Nếu dự án hoàn thành, Elcom sẽ được chứng minh là một doanh nghiệp hoàn toàn đủ khả năng để thực hiện những dự án viễn thông với quy mô lớn và phức tạp, giúp nâng tầm vị thế của doanh nghiệp.

Các tuyến trục Bắc- Nam ở Việt Nam		
Đơn vị sở hữu	Thông tin về tuyến trục	Tổng dung lượng
VNPT	Trục cáp quang Bắc Nam với thiết kế vòng ring, kết hợp với các mạng Metrolink tại 4 trung tâm (Hà Nội, TP HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ)	Được mở rộng cuối năm 2014 lên 700 Gbps
Viettel	3 đường trục cáp quang Bắc Nam với công nghệ tiên tiến, là mạng truyền dẫn lớn nhất Việt Nam về dung lượng	800Gbps
FPT	2 tuyến mạch Bắc – Nam với tổng chiều dài 4200 km, đã hoàn thành nâng cấp lên cáp quang	200 Gbps

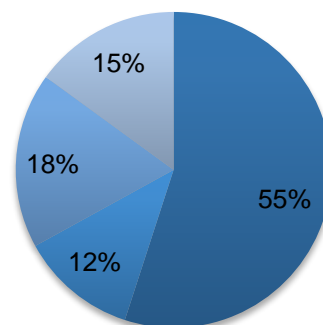
Chúng tôi đánh giá nhiều khả năng dự án sẽ đi vào thực hiện và hoàn thành đúng kế hoạch, theo đó khi dự án hoàn thành, Elcom sẽ có một vị thế mới, có khả năng giành được nhiều hợp đồng lớn hơn trong tương lai, mang lại nhiều triển vọng tương lai cho doanh nghiệp.

Ngoài Viễn thông, Elcom đang phát triển thêm các mảng khác, đặc biệt là Giao thông Vận tải

Hơn một nửa doanh thu của Elcom đến từ các nhà mạng lớn của Việt Nam. Mặc dù đây đều là những khách hàng có tiềm lực về tài chính và tăng trưởng mạnh tuy nhiên rủi ro về tín dụng ở khách hàng là vấn đề lớn có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty. Mặc dù khả năng duy trì hợp đồng lâu dài với các đối tác này là cao do quá trình hợp tác, quan hệ tốt của Elcom và đặc thù

ngành về các hệ thống do Elcom phát triển sẽ tiếp tục được hỗ trợ và nâng cấp, tuy nhiên công ty vẫn đang mở rộng hệ thống khách hàng của mình bao gồm cả các lĩnh vực khác như an ninh quốc phòng và đặc biệt là giao thông vận tải.

Cơ cấu doanh thu 2014 của ELC



■ Viễn thông ■ An ninh quốc phòng ■ Giao thông vận tải ■ Khác

Hệ thống giao thông thông minh(ITS) đã phát triển thành công ở một số nước trên thế giới

Sau khi đưa vào sử dụng hệ thống giao thông thông minh từ năm 1998, hệ thống giao thông ở Singapore đã phát triển rõ rệt: tốc độ tham gia giao thông tăng khoảng 20%, đồng nghĩa với việc đường phố thông thoáng hơn, các phương tiện đi lại dễ dàng hơn. Sự thành công của mô hình giao thông tự động ở Singapore đã được nhiều quốc gia có mật độ giao thông cao khác áp dụng như Anh, Canada, Thụy Điển, Italia, Indonesia... trong nỗ lực giảm tắc nghẽn giao thông và đều đạt được những hiệu quả nhất định.

Bắt đầu phát triển tại Việt Nam

Hiện nay, hệ thống giao thông thông minh đã được ứng dụng triển khai ở nhiều nước tiên tiến trên thế giới và khu vực với nhiều ứng dụng và tiện ích. Ở nước ta, lộ trình ứng dụng ITS đã được đề ra từ năm 2010 và chia làm 3 giai đoạn:

Lộ trình ứng dụng ITS ở Việt Nam		
Từ 2010 đến 2015	Từ 2015 đến 2020	Từ 2020 đến 2030
<ul style="list-style-type: none"> + Thống nhất tiêu chuẩn hóa hệ thống ITS toàn quốc + Thông tin tắc nghẽn giao thông do sự cố + Kiểm soát thông tin trên đường + Hỗ trợ và điều hành giao thông khi gặp sự cố + Trao đổi thông tin giữa các trung tâm điều hành + Thu phí không dừng và một dừng 	<ul style="list-style-type: none"> + Thông tin tắc nghẽn giao thông (do và không do sự cố) + Thông tin về thời gian đi lại + Thông tin về thời tiết và tình trạng mặt đường + Hỗ trợ kiểm soát và điều hành giao thông + Giám sát xe nặng, xe vận chuyển hàng nguy hiểm + Trao đổi dữ liệu giám sát xe tải giữa các trung tâm 	<ul style="list-style-type: none"> + Thông tin về sự cố và tắc nghẽn thông qua giám sát liên tục trên toàn tuyến + Thu phí không dừng và cho phép xe chạy suốt + Thu phí đỗ xe và đỗ xe để đi xe Bus + Trao đổi thông tin về thu phí đỗ xe và đi xe Bus giữa các trung tâm điều hành đường bộ + Phối hợp xác định tình trạng đường tại các khu đô thị lớn

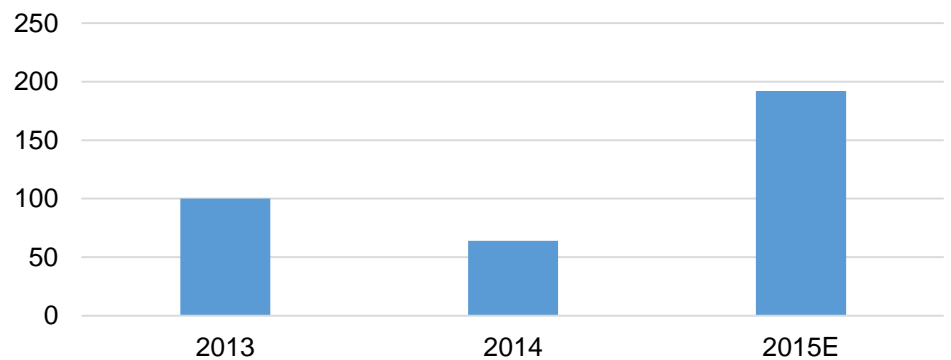
+ Xây dựng hệ thống cân động lực để kiểm soát tải trọng	+ Cung cấp các thông tin về xe Bus + Trao đổi thông tin về xe Bus từ trung tâm đến trung tâm	
---	---	--

Như vậy có thể nhận thấy trong năm 2015 và những năm tới, Việt Nam sẽ tập trung triển khai 2 hệ thống chính là hệ thống thu phí không dừng và hệ thống cân động lực kiểm soát tải trọng.

Elcom đang có hướng phát triển mảng Giao thông vận tải

Với chủ trương xã hội hóa đầu tư, các dự án giao thông sử dụng ngân sách nhà nước sẽ ít dần đi thay vào đó là hình thức kêu gọi xã hội hóa đầu tư phát triển rất mạnh trong những năm gần đây. Nhu cầu về ứng dụng công nghệ cao trong quản lý điều hành giao thông, kiểm soát tải trọng, giao thông thông minh trở nên cấp thiết. Sau khi tham gia mảng Giao thông vận tải với sản phẩm đầu tiên là hệ thống Quản lý hệ thống điều hành tàu biển VTS và ghi nhận doanh thu đáng kể trong năm 2013, Elcom đã từng bước khẳng định mình trong lĩnh vực này. Với kinh nghiệm và thế mạnh đã được khẳng định qua các dự án, hợp đồng lớn cùng khả năng tích hợp và làm chủ công nghệ nước ngoài áp dụng vào các bài toán thực tiễn tại Việt Nam, Elcom đang dần mở rộng quy mô của mình trong lĩnh vực còn nhiều tiềm năng này.

Doanh thu mảng Giao thông vận tải của Elcom



Doanh thu từ Giao thông vận tải sẽ tăng mạnh kể từ năm 2015

Với việc hợp tác với TASCOT xây dựng hệ thống giao thông tự động trên quốc lộ I, Elcom có trách nhiệm xây dựng hệ thống kiểm soát tải trọng cho 60 điểm trên toàn bộ hệ thống quốc lộ I. Doanh thu từ xây dựng hệ thống kiểm soát tải trọng trên quốc lộ I này sẽ đóng góp chủ yếu vào doanh thu mảng Giao thông vận tải trong năm 2015 của Elcom, dự kiến vào khoảng 192 tỷ đồng, tăng trưởng 200% so với năm 2014. Việc triển khai hệ thống cân tải trọng trên Quốc lộ I cũng sẽ mở ra cơ hội triển khai diện rộng trên toàn quốc cho hệ thống này trong các năm tiếp theo. Theo ban lãnh đạo công ty, việc Elcom sẽ triển khai tiếp các dự án kiểm soát tải trọng trên toàn quốc là hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát do giải pháp cân tải trọng xe được Elcom phát triển là sản phẩm đầu tiên được Tổng cục đo lường Bộ Khoa học công nghệ cấp chứng nhận kiểm định. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng cho Elcom trong việc xây dựng hệ thống cân tải trọng trên toàn quốc. Theo kế hoạch được bộ GTVT đề xuất, từ 2015 đến 2017 sẽ xây dựng 22

trạm kiểm soát tải trọng cố định với chi phí trung bình 15,2 tỷ đồng/trạm, giai đoạn từ 2018-2020 sẽ xây thêm 23 trạm kiểm soát tải trọng nữa với chi phí khoảng 17,7 tỷ đồng/trạm. Như vậy tổng giá trị từ toàn bộ hệ thống kiểm soát tải trọng cố định mà Elcom có thể xây dựng từ nay đến năm 2020 vào khoảng 750 tỷ đồng, giá trị này còn chưa tính đến việc Elcom có thể bán những bộ cân xe tải trọng lưu động với giá trị khoảng 300 triệu đồng/bộ. Hiện nay cả nước đã có 63 bộ cân xe tải trọng lưu động nằm rải rác ở các địa phương. Đối với dự án xây dựng hệ thống thu phí không dừng, Elcom sẽ phải cạnh tranh với Viettel và sẽ phải chia sẻ thị phần với đối thủ này trong thời gian tới.

Elcom còn nguồn thu từ việc khai thác hệ thống VTS đối với khách hàng là các cảng biển lớn của Việt Nam. Trong năm nay, Elcom sẽ ghi nhận khoảng 130 tỷ doanh thu từ dự án VTS Cái Mép – Thị Vải. Đáng chú ý đây chỉ là doanh thu phần thiết bị và tích hợp, ngoài ra Elcom còn được hưởng một khoản dựa trên phần trăm doanh thu của hệ thống hàng năm. Mảng khai thác hệ thống VTS ở Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng do hiện tại không có doanh nghiệp nào trong nước có thể cạnh tranh với sản phẩm của Elcom, trong khi sản phẩm nước ngoài lại không được ưa chuộng.

Mảng An ninh quốc phòng tăng trưởng ổn định và vững chắc

Một hệ thống khách hàng đủ lớn giúp Elcom giảm thiểu rủi ro trong hoạt động kinh doanh dự án của mình. Doanh thu từ các đơn vị hoạt động trong lĩnh vực an ninh quốc phòng là một nguồn thu khá vững cho doanh nghiệp trong những điều kiện kinh tế khác nhau. Các dự án này không được công khai toàn bộ do tính chất bảo mật nhưng cũng chính vì đặc tính an ninh nên rủi ro thay thế nhà cung cấp rất thấp. Tốc độ tăng trưởng ở mảng này ổn định ở mức 20-30%/năm, đóng vai trò là một đệm giảm sốc tốt, làm phân tán rủi ro khi bộ phận kinh doanh dự án ở mảng viễn thông hay giao thông vận tải gặp khó khăn.

Một số sản phẩm khác Elcom phát triển cho cơ quan tổ chức trong lĩnh vực giao thông vận tải và an ninh quốc phòng:

Ngành	Sản phẩm tiêu biểu	Đặc điểm
An ninh quốc phòng	Hệ thống truyền hình dã chiến	
	Hệ thống quan trắc phương tiện trên biển	
	Hệ thống giám sát điện thoại	
Giao thông vận tải	Hệ thống quản lý giao thông vận tải	Giám sát liên tục, cung cấp thông tin thời gian thực chính xác về người điều khiển, vị trí hiện thời, tốc độ di chuyển cùng các trạng thái của phương tiện cho người quản lý
	Hệ thống hướng dẫn đỗ xe tự động	Hệ thống cảm biến với độ chính xác cao, thiết kế đáp ứng các tiêu chuẩn về môi trường, cấu hình linh hoạt, có khả năng mở rộng lớn
	Hệ thống sát hạch lái xe tự động	Tích hợp thi lý thuyết và thực hành trên máy tính điều hành trung tâm, công nghệ bắt lỗi khí-từ, tránh được tối đa sự ảnh hưởng thời tiết

Triển vọng kinh doanh 2015

Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của ELC

Chỉ tiêu	2014	2015	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	330	650	96%	<p>Mảng viễn thông Elcom sẽ được hưởng lợi từ triển vọng hoàn thiện sau tái cấu trúc của VNPT. Các dự án bị trì hoãn trước đây sẽ được khôi phục. Ngoài ra, sau tái cấu trúc, một số đơn vị tách độc lập nên sẽ có các dự án Đường trục và Chăm sóc khách hàng trị giá 4.000-5.000 tỷ trong 3 năm tới. Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng Viễn thông của Elcom sẽ tăng trưởng 50% so với năm 2014, đạt 295 tỷ đồng.</p> <p>Ở mảng An ninh Quốc phòng, xu hướng hiện đại hóa công nghệ cùng uy tín mà Elcom đã tạo dựng được với Bộ Quốc phòng sẽ giúp công ty đẩy mạnh doanh thu ở mảng này trong năm. Dự kiến trong khoảng 5 năm tới, 5.000 tỷ sẽ được đầu tư cho các dự án hệ thống an ninh, an toàn mạng, bảo vệ biên giới, trung tâm chỉ huy. Đối với Elcom, các giải pháp đã được khẳng định trong năm 2014 sẽ tiếp tục được triển khai và mở rộng, ngoài ra còn một số dự án về giám sát CNTT, bảo vệ an ninh năng lượng cho các nhà máy, khu công nghiệp sẽ được triển khai trong năm 2015. Dự kiến mảng An ninh Quốc phòng sẽ tăng trưởng 150% trong năm 2015, mạng lại cho ELC 107 tỷ đồng doanh thu.</p> <p>Đối với mảng giao thông vận tải, triển vọng của Elcom đến từ việc Chính phủ sẽ ưu tiên đầu tư vào hệ thống quản lý và kiểm soát kể từ 2015. Một số dự án Elcom đang nhắm đến là các dự án ITS, thu phí tự động, VIM (kiểm soát tải trọng) đối với đường bộ của Chính phủ với giá trị khoảng 40.000 – 50.000 tỷ trong 5 năm tới, dự án VTS cho đường biển trị giá 4.000 tỷ đồng. Trong năm 2015, Elcom sẽ đẩy mạnh các dự án VIM và tiếp tục phát triển mảng giao thông biển. Tăng trưởng của mảng giao thông vận tải trong năm 2015 có thể đạt 200% với doanh thu đạt 192 tỷ đồng.</p> <p>Một số sản phẩm khác của Elcom như thành phẩm đồng, composite và các thành phẩm khác chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng vào khoảng 5%, đạt 56,3 tỷ đồng.</p>
Giá vốn	204	486	138%	Tỷ lệ phần cứng trong doanh thu 2015 của Elcom sẽ tăng mạnh do đặc thù một số dự án, chúng tôi ước tính tỷ lệ này vào khoảng 70-80%, dẫn đến việc giá vốn hàng bán của công ty tăng mạnh trong năm.
Lợi nhuận gộp	126	164	30,1%	
Doanh thu tài chính	17	15	-11,8%	
Chi phí tài chính	14,6	14	-4,1%	
Chi phí BH	14	25,2	80%	Chi phí bán hàng tăng mạnh do Elcom đẩy mạnh hoạt động của mình sang các mảng như An ninh Quốc phòng và Giao thông Vận tải
Chi phí QLDN	48,2	58,8	20%	
LN trước thuế	64,3	90	40%	

Báo cáo lần đầu

LN sau thuế cty mẹ	61,8	78	26%	Thuế trong năm 2014 của công ty thấp do lợi nhuận phần lớn từ hoạt động sản xuất phần mềm chịu mức thuế suất thấp (5%). Trong năm 2015, lợi nhuận từ phân phối phần cứng sẽ chiếm tỷ trọng lớn, do đó thuế TNDN của Elcom tăng mạnh.
EPS (đồng/CP)	1.694	2.066	22%	Lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong kỳ tăng 4%.

Định giá cổ phiếu

Dựa trên phương pháp FCFE, FCFF, P/E và P/B, chúng tôi định giá cổ phiếu ELC ở mức 25.040 đồng/cp. Một số giả thiết chúng tôi sử dụng trong định giá:

- Mảng Viễn thông sẽ đạt mức tăng trưởng ổn định 25% trong giai đoạn 2016-2020 (bằng với mức dự báo tăng trưởng của thị trường viễn thông Việt Nam). Mảng Giao thông vận tải đạt mức tăng trưởng trung bình 30% và mảng An ninh quốc phòng đạt mức tăng trưởng 20% trong giai đoạn 2016-2020.
- Biên lợi nhuận gộp sẽ tăng dần về mức ổn định (35%) trong vòng 5 năm do Elcom đang mở rộng sang 1 số lĩnh vực mới.
- Thuế suất mảng phần mềm của ELC đến năm 2016 là 5%, từ 2017-2018 là 10% và sau năm 2018 là 22%.
- P/E và P/B của các doanh nghiệp cùng ngành lần lượt là 11 và 1,3

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFE (g = 5%, COE = 15.5%)	27.648	25%	6.912
FCFF (g = 5%, WACC = 13.3%)	25.361	25%	6.340
P/E (EPS 2015 = 2.066 đ/cp)	22.726	25%	5.681
P/B (Book value = 18.790 đ/cp)	24.427	25%	6.107
Giá bình quân			25.040

Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn 2015 chúng tôi dự báo ELC đạt mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 26%. Với mục tiêu ngắn hạn, mức giá hiện nay của ELC là 19.800 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2015 dự báo ở mức 9,5 lần, đang ở mức trung bình.

Về dài hạn, bên cạnh hoạt động kinh doanh truyền thống là viễn thông dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng tốt những năm tới, Elcom còn mở rộng sang các lĩnh vực như An ninh Quốc phòng và Giao thông vận tải, là những thị trường đầy tiềm năng. Với chiến lược kinh doanh hợp lý của doanh nghiệp cùng sự phát triển của thị trường viễn thông trong nước, chúng tôi đánh giá tích cực về khả năng tăng trưởng trong tương lai của Elcom. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ELC cho mục tiêu đầu tư trung hạn và dài hạn. Mức giá chúng tôi kỳ vọng vào khoảng **25.040 đồng/cổ phiếu**.

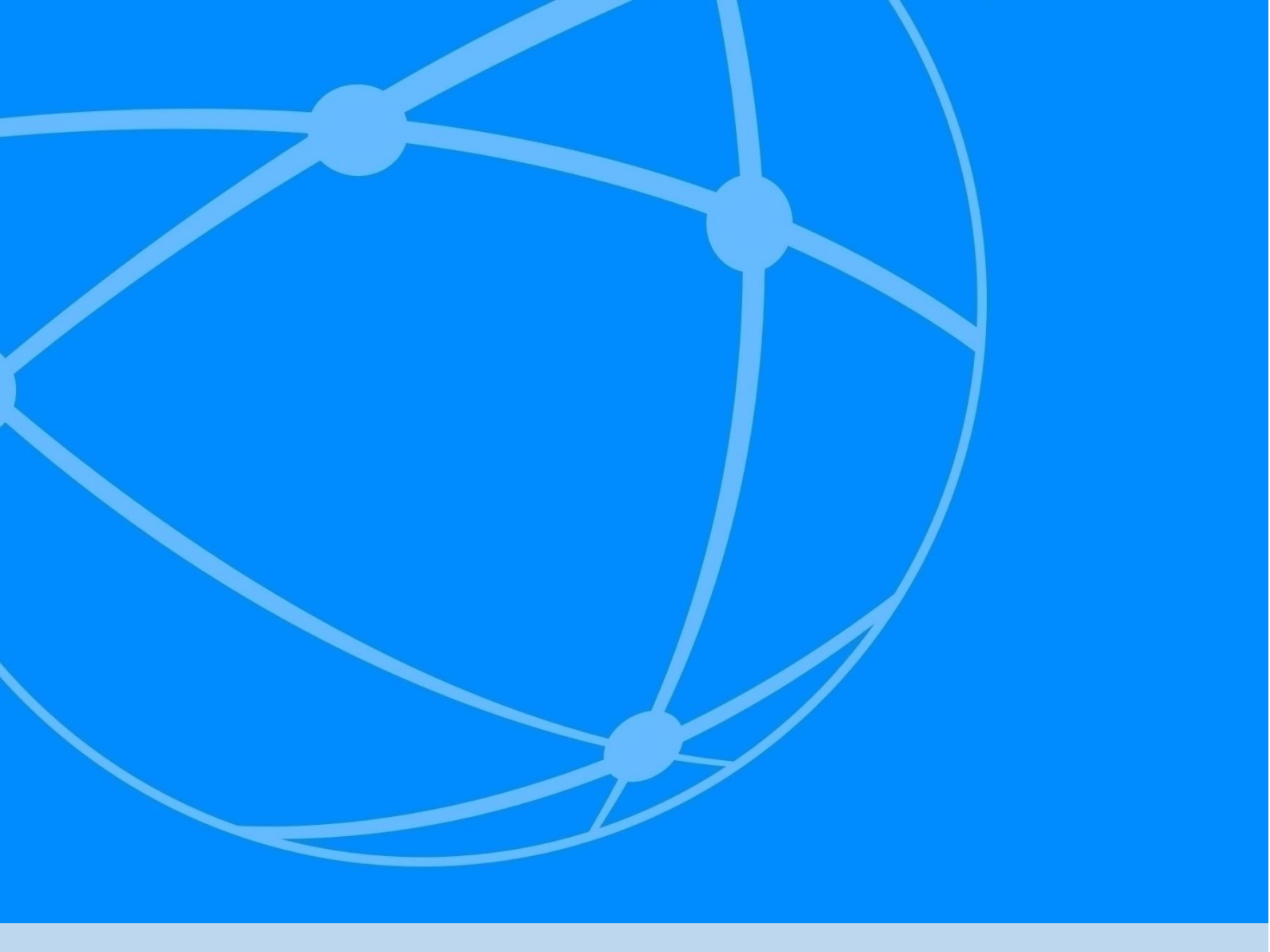
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999