

CTCP CÔNG NGHỆ - VIỄN THÔNG ELC (HSX: ELC)

Kỳ vọng mảng giao thông thông minh hỗ trợ tăng trưởng

- **Tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn từ quy mô lớn của Thị trường Giao thông thông minh.**
- **Mảng Viễn thông và An ninh Quốc phòng đem lại nguồn doanh thu ổn định.**

CTCP công nghệ - viễn thông ELC là doanh nghiệp có năng lực cạnh tranh về mảng Giao thông thông minh, với kinh nghiệm đã thực hiện nhiều gói thầu có giá trị lớn về cung cấp giải pháp, lắp đặt thiết bị hệ thống ITS trong Đô thị thông minh và trên các tuyến đường cao tốc.

Trong trung dài hạn, cao tốc Bắc – Nam phía Đông là dự án trọng điểm của Chính phủ, các tuyến đường sẽ được triển khai hệ thống Giao thông thông minh ITS, nhờ xu hướng chuyển đổi số để giám sát, điều hành giao thông trong đô thị và trên các tuyến đường cao tốc, bao gồm lắp đặt các camera giám sát và thu phí tự động không dừng. Tổng mức đầu tư cho dự án cao tốc Bắc – Nam là 265.000 tỷ đồng, trong đó chúng tôi ước tính tổng mức đầu tư cho ITS có thể lên tới 9.500 tỷ đồng. Trong khi tiến độ của các dự án cao tốc là yếu tố cần được theo dõi sát sao, chúng tôi kỳ vọng rằng quy mô đầu tư lớn sẽ là cơ hội để ELC gia tăng đáng kể doanh thu và lợi nhuận cho mảng Giao thông thông minh. Qua đó, mảng này sẽ là động lực tăng trưởng chính cho ELC kể từ năm 2022.

Đối với ELC, chúng tôi kỳ vọng mảng Viễn thông và An ninh Quốc phòng sẽ mang lại nguồn doanh thu ổn định khoảng 400 – 500 tỷ trong những năm tới do các tính chất phát sinh định kỳ của những dịch vụ mà ELC cung cấp trong các mảng này. Trong khi đó, tiềm năng tăng trưởng của mảng Viễn thông về dài hạn sẽ đến từ chu kỳ đầu tư tiếp theo của các nhà mạng khi kế hoạch phủ sóng 5G tại Việt Nam trở nên rõ ràng hơn.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu/ LNST cho năm 2022F sẽ đạt 908 tỷ đồng (+38%)/58 tỷ đồng (+20% YoY). Cho năm 2023F, doanh thu/ LNST dự phóng là 970 tỷ đồng (+6% YoY)/63 tỷ đồng (+10% YoY)/1.201 đồng. Chúng tôi cũng dự phóng tăng trưởng kép 3 năm của LNST trong giai đoạn 2022F-25F là 9%.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF (50%) và hệ số P/E mục tiêu 15x (50%), chúng tôi đưa ra **giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu là 16.100 đồng, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng là -4%** (bao gồm cổ tức tiền mặt dự kiến là 600 đồng) dựa trên giá đóng cửa vào ngày 18/08/2022. Chúng tôi khuyến nghị **“TÍCH LŨY”** đối với ELC.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
Doanh thu thuần	802	659	908	970
Tăng trưởng (%)	-8.3	-17.8	37.8	6.8
LNST	32	48	58	64
Tăng trưởng (%)	6.5	51.5	19.7	10.8
Tỷ suất LNST (%)	4.0	7.3	6.3	6.6
ROA (%)	2.1	4.2	4.4	4.7
ROE (%)	3.8	5.6	5.7	6.2
EPS (VND)	624	946	1,092	1,215
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	16,546	16,828	14,537	14,853
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	600	600	0
P/E (x)	14.6	27.3	21.6	19.5
P/BV (x)	0.5	1.5	1.2	1.2

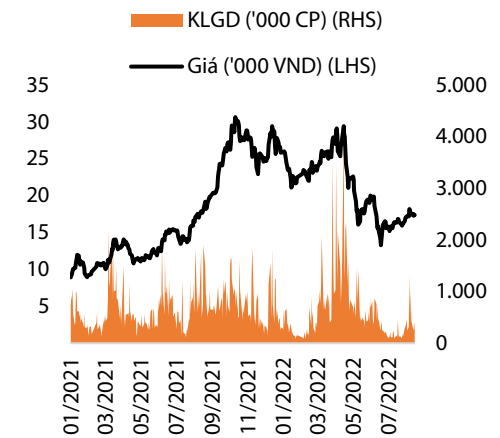
Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 18/08/2022

TÍCH LŨY -4%

Giá thị trường (VND)	17.350
Giá mục tiêu (VND)	16.100
Cổ tức tiền mặt (VND)*	600
(*) – Dự kiến trả trong 12 tháng tới	

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Viễn thông – CNTT
Vốn hóa (tỷ đồng)	883,6
SLCPDLH (triệu cp)	50,9
Beta	0,9
Free Float (%)	60
Giá cao nhất 52 tuần	30.850
Giá thấp nhất 52 tuần	12.700
KLGD bình quân 20 phiên	361.900



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
ELC	-4%	-2%	204%
VN30 Index	1%	-13%	65%
VN-Index	3%	-6%	50%

Cổ đông lớn (%)

Phan Chiến Thắng	9,4
Công ty TNHH Đầu tư DT&T	6,1
Trần Hùng Giang	5,87
Nguyễn Mạnh Hải	5,83
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,3

Cao Ngọc Quân

084) 028 – 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vpsc.com.vn

Luận điểm đầu tư

Dư địa tăng trưởng mảng Giao thông thông minh (GTTM) là rất lớn nhờ chính sách áp dụng công nghệ vào quản lý và điều hành giao thông

Dự án trọng điểm cao tốc Bắc – Nam là “chiếc bánh lớn” nhưng chỉ dành cho một số ít doanh nghiệp

Cao tốc Bắc – Nam là dự án trọng điểm của Chính phủ trong trung dài hạn với tổng mức đầu tư cho dự án cao tốc Bắc – Nam là 265.000 tỷ đồng, bao gồm dự toán cho giai đoạn 2017 – 2021 là 118.716 tỷ đồng và cho giai đoạn 2021 – 2025 là 149.660 tỷ đồng. Thời điểm lập dự toán lần lượt vào năm 2017 và 2022. Hiện nay, dự án cao tốc Bắc – Nam trục phía Đông đang thực hiện song song cả hai giai đoạn với 23 tuyến đường thành phần (Bảng 1 và 2), mỗi tuyến sẽ có từ 4 làn xe. Theo kế hoạch, các tuyến đường sẽ được áp dụng những công nghệ cao, triển khai hệ thống giao thông thông minh (ITS) và thu phí tự động không dừng (ETC).

Bảng 1: Tuyến đường cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2017 – 2021

Tên tuyến đường	Dự kiến hoàn thành	Kết nối tỉnh	Chiều dài (Km)	Số làn xe	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)
Cao Bồ - Mai Sơn	Hoàn thành	Nam Định – Ninh Bình	15	4	1.612
Mai Sơn – Quốc lộ 45	2022	Ninh Bình – Thanh Hóa	63	4	14.703
Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	2023	Địa phận tỉnh Thanh Hóa	43	4	7.769
Nghi Sơn – Diễn Châu	2023	Thanh Hóa – Nghệ An	50	4	8.648
Diễn Châu – Bãi Vọt	2024	Nghệ An – Hà Tĩnh	50	4	13.596
Cam Lộ - La Sơn	2022	Quảng Trị - Thừa Thiên Huế	102	2	7.900
Nha Trang – Cam Lâm	2023	Địa phận tỉnh Khánh Hòa	29	4	5.131
Cam Lâm – Vĩnh Hào	2024	Khánh Hòa – Ninh Thuận – Bình Thuận	91	4	15.013
Vĩnh Hào – Phan Thiết	2022	Địa phận tỉnh Bình Thuận	106	4	19.648
Phan Thiết – Dầu Giây	2022	Bình Thuận – Đồng Nai	98	4	19.571
Cầu Mỹ Thuận 2	2023	Tiền Giang – Vĩnh Long	7	6	5.125
Tổng			654	42	118.716

Nguồn: NQ số 52/2017/QH14, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tuyến đường cao tốc Bắc – Nam phía Đông giai đoạn 2021 – 2025

Tên tuyến đường	Dự kiến hoàn thành	Kết nối tỉnh	Chiều dài (Km)	Số làn xe	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)
Bãi Vọt – Hàm Nghi	2025	Địa phận tỉnh Hà Tĩnh	36	4	7.403
Hàm Nghi – Vũng Áng	2025	Địa phận tỉnh Hà Tĩnh	54	4	10.185
Vũng Áng – Bùng	2025	Hà Tĩnh – Quảng Bình	58	4	11.785
Bùng – Vạn Ninh	2025	Địa phận tỉnh Quảng Bình	51	4	10.526
Vạn Ninh – Cam Lộ	2025	Quảng Bình – Quảng Trị	68	4	10.591
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2025	Quảng Ngãi – Bình Định	88	4	20.898
Hoài Nhơn – Quy Nhơn	2025	Địa phận tỉnh Bình Định	69	4	12.544
Quy Nhơn – Chí Thạnh	2025	Bình Định – Phú Yên	62	4	12.298
Chí Thạnh – Vân Phong	2025	Phú Yên – Khánh Hòa	51	4	10.601
Vân Phong – Nha Trang	2025	Địa phận tỉnh Khánh Hòa	83	4	12.906
Cần Thơ – Hậu Giang	2025	Cần Thơ – Hậu Giang	37	4	9.768
Hậu Giang – Cà Mau	2025	Hậu Giang – Cà Mau	72	4	17.485
Tổng			729	48	146.990

Nguồn: NQ số 44/2022/QH15, CTCK Rồng Việt

Thông thường, một hệ thống ITS áp dụng trên đường cao tốc sẽ được chia thành ba mảng riêng biệt gồm:

- Mảng giám sát giao thông: hệ thống Camera CCTV dọc tuyến, camera dò xe, hệ thống giám sát trọng tải xe, hệ thống biển báo điện tử và trung tâm điều hành tuyến.
- Mảng thu phí: Hệ thống thu phí tự động không dừng (ETC).

- Mạng phụ trợ bao gồm: hệ thống truyền dẫn, hệ thống cung cấp nguồn, và hệ thống loa phát thanh.

Dựa trên “Nghiên cứu tích hợp ITS tại khu vực phía Bắc” của JICA vào năm 2015, chi phí để xây dựng một hệ thống ITS dành cho các hạng mục chi phí thiết bị/vật liệu, chi phí lắp đặt, chi phí đấu thầu, chi phí thử nghiệm ước tính có giá trị 3,8 tỷ đồng/km (không bao gồm chi phí xây dựng tòa nhà, hệ thống ETC và hệ thống cân tải trọng). Kết hợp với yếu tố về lạm phát và tổng chiều dài các dự án cao tốc Bắc – Nam trục phía Đông (gần 1.400 km), chúng tôi ước tính chi phí đầu tư cho hệ thống ITS có giá trị là khoảng 4,8 tỷ đồng/km, tổng vốn đầu tư cho **hệ thống ITS khoảng 7.150 tỷ đồng**.

Bảng 3: Dự toán chi phí hạng mục ITS cho các tuyến đường phía Bắc của JICA vào năm 2015

Tuyến đường	Tổng giá trị* (Tỷ đồng)	Chiều dài (Km)	Đơn giá ước tính (Tỷ đồng/Km)
Mai dịch – Thanh trì	146,3	27	5,4
Láng – Hòa Lạc	134,7	28	4,8
Pháp Vân – Cầu Giẽ	63,6	30	2,1
Cầu Giẽ - Ninh Bình	65,3	50	1,3
Hà Nội – Bắc Giang	93,7	46	2,0
Hà Nội – Cầu Cà Lồ	89,3	16	5,6
Cầu Cà Lồ - Bắc Ninh	91,6	17	5,4
Tổng	813,2	214	3,8

Nguồn: JICA, CTCK Rồng Việt, (*) Không bao gồm chi phí xây dựng tòa nhà, hệ thống ETC và hệ thống cân tải trọng

Dựa vào giá trị các gói thầu cung cấp lắp đặt thiết bị hệ thống ETC đã thực hiện trên các tuyến đường cao tốc, chúng tôi ước tính cứ 18km đường sẽ xây dựng một trạm thu phí, trung bình sẽ có 9 làn thu phí/trạm và đơn giá để xây dựng sẽ là 3 tỷ đồng/làn thu phí. Do đó, chúng tôi giả định chi phí đầu tư cho **hệ thống ETC cao tốc Bắc – Nam khoảng 2.265 tỷ đồng**.

Bảng 4: Hệ thống ETC trên các tuyến đường cao tốc tại Việt Nam

Tuyến đường	Chiều dài (Km)	Số trạm thu phí	Số làn thu phí ETC	Giá trị trúng thầu (Tỷ đồng)	Đơn giá (Tỷ đồng/làn)
Hà Nội – Hải Phòng	105,5	6	32	126	3,9
Cầu Giẽ - Ninh Bình	56	3	15	27	1,8
Tổng	161,5	9	47	153	3

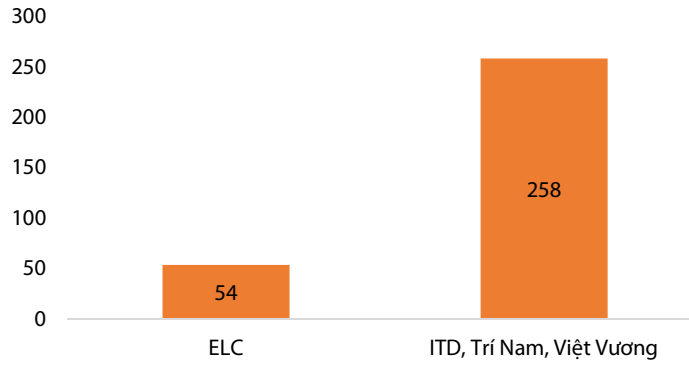
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Do đó, chúng tôi ước tính quy mô dành cho gói thầu xây lắp **hệ thống ITS (bao gồm hệ thống ETC)** đạt giá trị khoảng **9.415 tỷ đồng**.

ELC là một trong số ít những doanh nghiệp cung cấp, lắp đặt hệ thống ITS trên đường cao tốc.

Xuyên suốt quá trình phát triển trong mảng GTTM, ELC đã thể hiện được năng lực, kinh nghiệm của mình khi thực hiện được nhiều dự án cung cấp, lắp đặt hệ thống ITS (Bảng 5). Hiện nay, có khoảng 4 nhà cung cấp, lắp đặt hệ thống ITS trên các tuyến đường tại Việt Nam như ELC, ITD, Việt Vương và Trí Nam. Dựa trên thông tin được công bố bởi Bộ Kế hoạch và đầu tư, lũy kế giá trị trúng thầu các gói thầu về hệ thống ITS của ELC đạt 53,5 tỷ đồng, thấp hơn 3 doanh nghiệp còn lại do trong năm 2019, liên danh ba thành viên ITD – Trí Nam – Việt Vương trúng gói thầu thiết kế, cung cấp và lắp đặt hệ thống thu phí điện tử tự động không dừng thuộc Dự án Đường ô tô cao tốc Hà Nội - Hải Phòng trị giá 126 tỷ đồng.

Những doanh nghiệp này trước đây cũng đã cùng nhau hợp tác trong nhiều dự án cung cấp, lắp đặt thiết bị hệ thống ITS. Chúng tôi cho rằng, đối với một dự án đường cao tốc Bắc – Nam, các doanh nghiệp cùng ngành sẽ bắt tay theo hình thức liên danh để cùng thực hiện một gói thầu vì so với quy mô của các doanh nghiệp thì khối lượng công việc là tương đối lớn. Do đó, chúng tôi đánh giá, khi kết hợp cùng các doanh nghiệp khác ELC hoàn toàn có đủ khả năng để đạt được ít nhất một dự án mỗi năm trong giai đoạn hoàn thành tuyến đường cao tốc Bắc – Nam.

Hình 1: Tổng giá trị trúng thầu* trong 3 năm gần nhất (Tỷ đồng)


Nguồn: Bộ Kế hoạch và đầu tư, CTCK Rông Việt, (*) Giá trị trúng thầu ghi nhận gồm cả hình thức liên danh

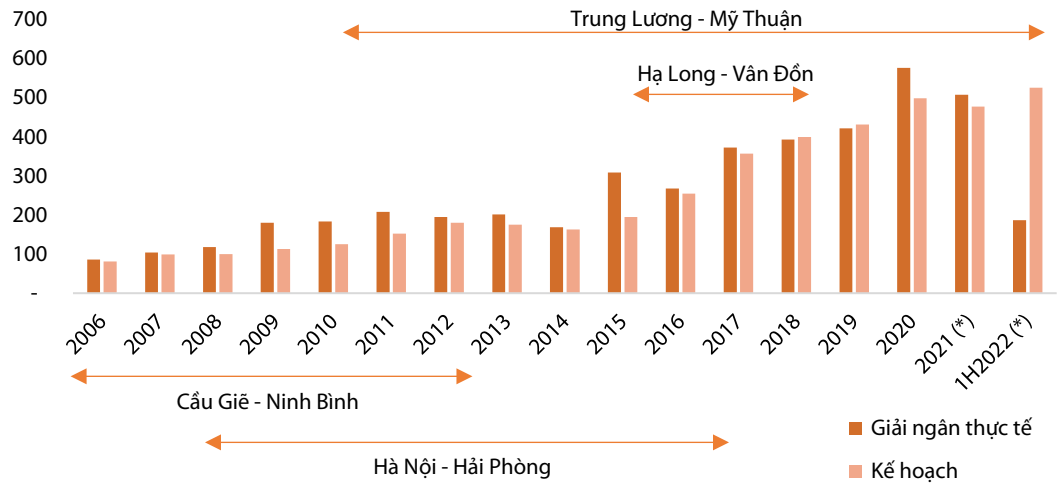
Bảng 5: Các dự án ITS đường cao tốc ELC đã trúng thầu

Gói thầu	Dự án	Tổng thầu/Chủ đầu tư	Năm thực hiện	Giá trị (Tỷ đồng)
Sửa chữa, nâng cấp thiết bị ITS tuyến đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình	Sửa chữa, nâng cấp thiết bị ITS tuyến đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình	Tổng công ty đầu tư và phát triển đường cao tốc Việt Nam	2022	13,25
Hạng mục xây dựng, lắp đặt thiết bị thu phí tự động không dừng (ETC) giai đoạn 2 thuộc dự án	Nâng cấp, mở rộng Quốc lộ 13 đoạn từ Km 62+700 (ranh tỉnh Bình Dương) đến Km 95+000 (thị xã Bình Long)	Công ty Trách nhiệm hữu hạn Tư vấn Công nghệ Xây dựng Quang Minh	2022	13,29
Cung cấp và thi công lắp đặt thiết bị thu phí tự động không dừng	Đầu tư, xây dựng đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình	Tổng công ty đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam	2019	27
Cung cấp, lắp đặt thiết bị hệ thống cân tải trọng xe tự động tại nút giao IC17, IC4, trạm thu phí Km6 trên tuyến Nội Bài - Lào Cai	Đầu tư, xây dựng đường cao tốc Nội Bài - Lào Cai	Tổng công ty đầu tư và phát triển đường cao tốc Việt Nam	n/a	n/a
Mua sắm thiết bị nhập khẩu Front - end để triển khai một số trạm thu phí	Dự án thu phí tự động không dừng và kiểm soát tải trọng xe trên toàn quốc - Giai đoạn 1 áp dụng cho Quốc lộ 1 và đường Hồ Chí Minh qua đoạn Tây Nguyên	Công ty TNHH thu phí tự động VETC	n/a	n/a
Hoàn thiện thiết kế, cung cấp và lắp đặt hệ thống Giao thông thông minh - Trạm cân Đình Vũ	Đầu tư xây dựng đường ô tô cao tốc Hà Nội - Hải Phòng	Tổng công ty đầu tư và phát triển đường cao tốc Việt Nam	n/a	n/a
Thiết kế BVTC, cung cấp giải pháp, thiết bị và triển khai lắp đặt hệ thống thu phí tự động không dừng ETC các làn còn lại của 3 trạm thu phí	Thu phí tự động không dừng và kiểm soát tải trọng xe trên toàn quốc - Giai đoạn 1 áp dụng cho Quốc lộ 1 và đường Hồ Chí Minh đoạn qua Tây Nguyên theo hình thức hợp đồng BOO	Công ty TNHH thu phí tự động VETC	n/a	n/a

Nguồn: ELC, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CTCK Rông Việt

Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công cho các dự án đường cao tốc thường hoàn thành chậm hơn so với kế hoạch...

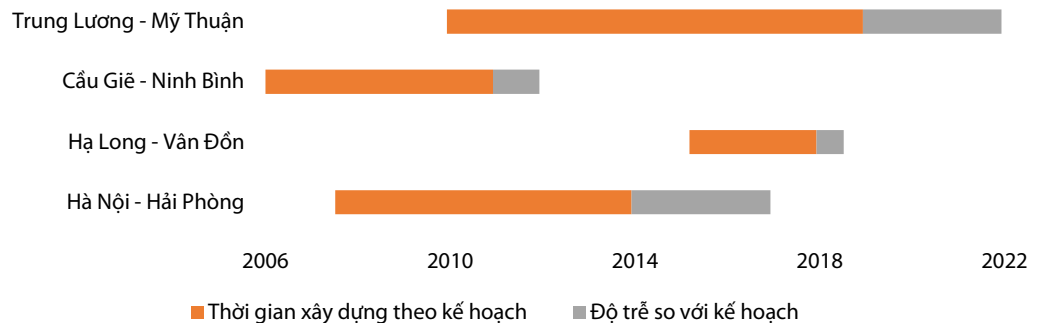
Hình 2: Chi đầu tư phát triển trong giai đoạn xây dựng các đường cao tốc (Nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt, (*) Chi đầu tư phát triển chưa quyết toán

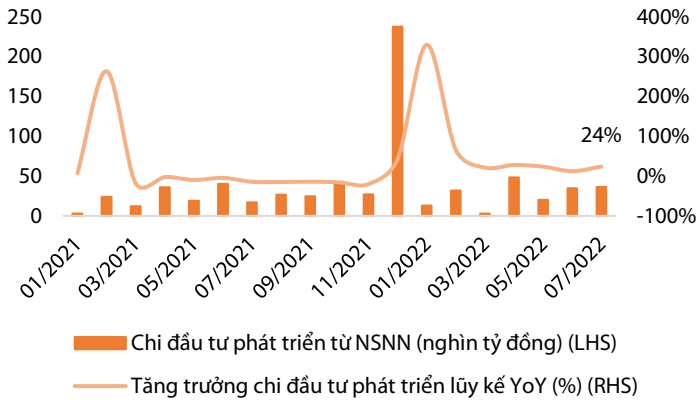
Dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2017 – 2021, các tuyến đường đều bị chậm tiến độ so với phê duyệt ban đầu từ 1 – 3 năm do nhiều yếu tố không đúng kế hoạch như: tốc độ giải ngân vốn đầu tư chậm trễ, quá trình giải phóng mặt bằng (GPMB) kéo dài, giá nguyên vật liệu tại thời điểm thi công tăng vượt mức dự toán ban đầu,...

Hình 3: Thời gian hoàn thành các dự án cao tốc tại Việt Nam



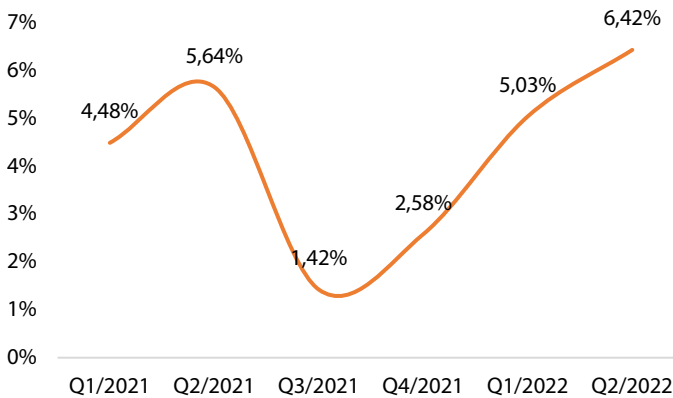
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chi thường đầu tư phát triển từ nguồn NSNN (Nghìn tỷ đồng)



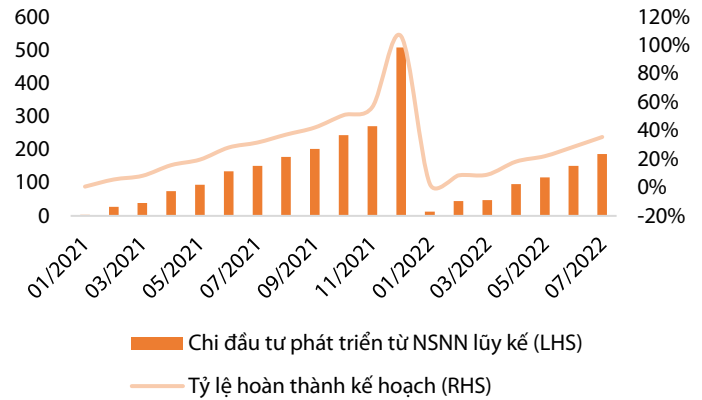
Nguồn: GSO, CTCK Rông Việt

Hình 6: Tổng tăng trưởng GDP (YoY %)



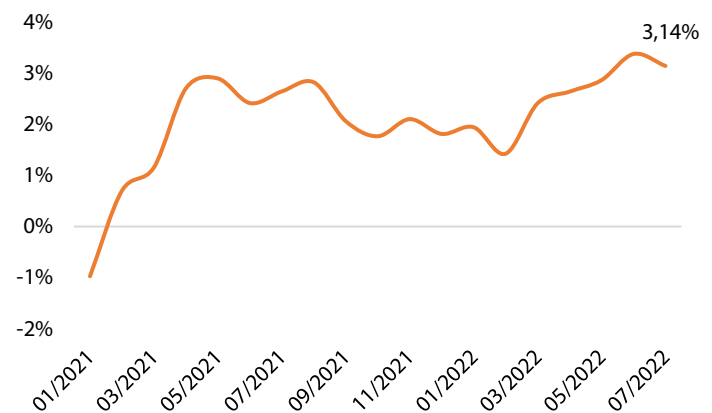
Nguồn: FiinPro, CTCK Rông Việt

Hình 5: Chi đầu tư phát triển từ nguồn NSNN lũy kế (Nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, CTCK Rông Việt

Hình 7: Tỷ lệ lạm phát (YoY %)

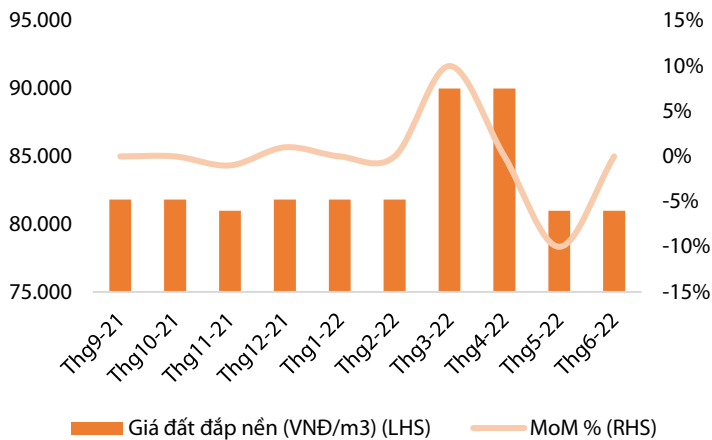


Nguồn: FiinPro, CTCK Rông Việt

Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công thường không đạt kế hoạch. Và chúng tôi cho rằng kế hoạch thực hiện chi đầu tư phát triển cũng sẽ khó được hoàn thành trong năm nay vì:

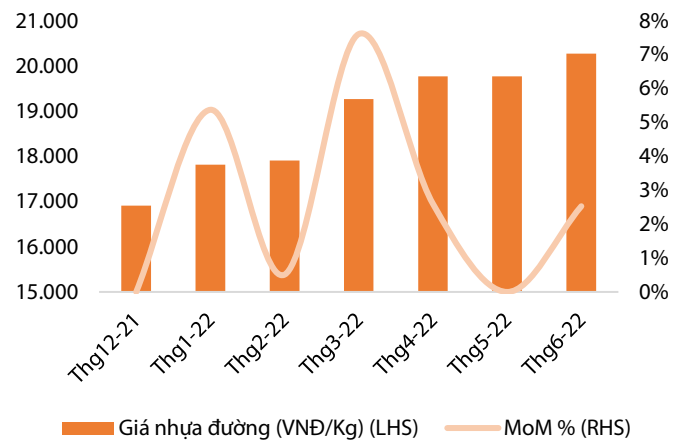
- Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư tới hết Q2/2022 đang tương đối thấp so với kế hoạch: Giải ngân vốn đầu tư từ nguồn NSNN 1H/2022 tăng trưởng 24% YoY, đạt 187 nghìn tỷ đồng nhưng mới chỉ hoàn thành 36% kế hoạch.
- Chính sách hỗ trợ nền kinh tế cần song hành cùng ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát dưới ngưỡng 4%. Nếu như tiếp tục đẩy mạnh giải ngân đầu tư công thì sẽ dẫn đến lạm phát tăng vượt quá mức kiểm soát của Chính phủ trong khi tăng trưởng GDP cả năm dự kiến vẫn sẽ đạt kế hoạch. Q2/2022 tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 7,72% YoY cao nhất Q2 svck kể từ năm 2011, lũy kế 6T/2022, tăng trưởng 6,42% YoY do ngành du lịch, sản xuất công nghiệp, bán lẻ và tiêu dùng hồi phục khởi sắc sau đại dịch COVID – 19. Chúng tôi dự báo kết quả tăng trưởng GDP cả năm sẽ đạt 7,3%, vượt mục tiêu tăng trưởng đề ra là 6 – 6,5%.
- Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng nhanh khiến các nhà thầu chủ động kéo dài thời gian thực hiện, chờ đợi thời điểm hạ nhiệt. Trong trường hợp chi phí xây lắp vượt quá xa mức dự toán ban đầu, nhà thầu có quyền đề xuất điều chỉnh chi phí sao cho phù hợp với tình hình thực tế. Điều này cũng sẽ tốn nhiều thời gian để thẩm định lại dự toán, điều đó cũng kéo dài thời gian hoàn thành dự án.

Hình 8: Diễn biến giá đất đập nền tỉnh Bình Thuận



Nguồn: Sở xây dựng tỉnh Bình Thuận, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Diễn biến giá nhựa đường phụy Shell 60/70 Singapore tỉnh Bình Thuận



Nguồn: Sở xây dựng tỉnh Bình Thuận, CTCK Rồng Việt

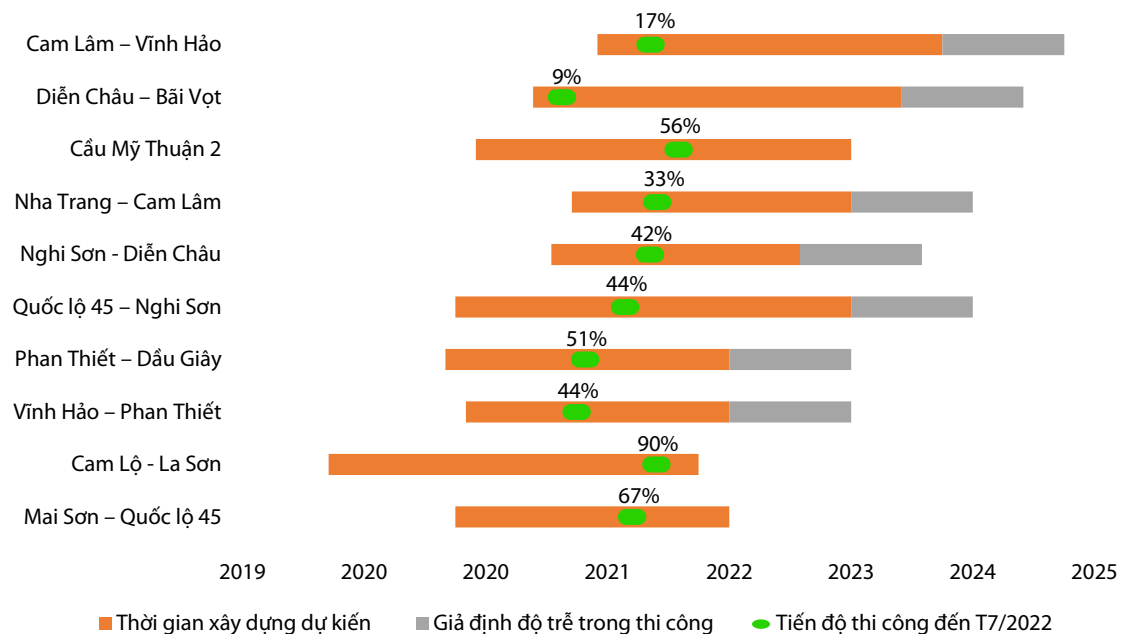
Tuy nhiên, nếu so sánh với giai đoạn trước đó, Chính phủ cũng đã có những thay đổi về cơ chế để rút ngắn thời gian hoàn thành dự án cao tốc như: (1) Chỉ đạo Bộ Giao thông vận tải chủ động hướng dẫn, xử lý các vướng mắc của địa phương trong quá trình GPMB; (2) Thủ tướng quyết định chỉ định thầu đối với gói thầu xây lắp các tuyến đường thành phần.

Nhìn chung, chúng tôi lo ngại yếu tố tiến độ giải ngân đầu tư công sẽ ảnh hưởng tới tính chắc chắn của thời điểm thực hiện gói thầu và ghi nhận doanh thu các dịch vụ GTTM liên quan tới ELC.

... nhưng tiềm năng ghi nhận doanh thu mảng GTTM vẫn còn rất lớn với khoảng 10 tuyến đường cao tốc được hoàn thành trong ba năm tới

Chúng tôi kỳ vọng các tuyến đường thuộc dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 đều sẽ được hoàn thành trong ba năm tới (hình 10).

Hình 10: Các tuyến đường dự kiến hoàn thành trong ba năm tới



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chúng tôi giả định, mỗi năm, ELC có thể trúng 1 – 2 gói thầu cung cấp, lắp đặt thiết bị trên các tuyến đường cao tốc nói trên, qua đó, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của mảng GTTM.

Chiến lược kinh doanh phù hợp giúp ELC có được nhiều gói thầu mảng Giao thông thông minh trong đô thị

Kế hoạch của Việt Nam trong giai đoạn 2021 – 2030 sẽ đưa vào lắp đặt các hệ thống Camera giám sát trên tất cả 63 tỉnh thành đồng thời cải tiến nâng cấp các hệ thống đã có sẵn, và phát triển các ứng dụng trong quản lý giao thông đô thị. Quy mô của các dự án về Giao thông thông minh đô thị từ năm 2022 - 2026 là rất lớn. Theo ELC, quy mô thị trường **ước tính lên tới 6.000 tỷ đồng**, bao gồm các hạng mục: trung tâm chỉ huy, hệ thống giám sát an ninh trật tự và an toàn giao thông, hệ thống quản lý đỗ xe thông minh, trung tâm dữ liệu thành phố thông minh, hệ thống giám sát xử phạt, hệ thống Camera AI.

Hình 11: Trung tâm điều hành Giao thông thông minh của ELC



Nguồn: ELC

Hình 12: Thiết bị AI Camera của ELC



Nguồn: ELC

Viettel, VNPT đang chiếm ưu thế về thị phần trong lĩnh vực Giao thông thông minh đô thị nhờ vào sự vượt trội về quy mô, nguồn lực, năng lực và kinh nghiệm. VNPT đã triển khai hơn 40 Trung tâm điều hành thông minh cho các tỉnh/thành phố trên cả nước, Viettel ký kết thỏa thuận hợp tác với 30 tỉnh/thành phố trong việc ứng dụng công nghệ xây dựng đô thị thông minh.

Hình 13: Trung tâm điều hành Giao thông thông minh của VNPT



Nguồn: VNPT

Hình 14: Trung tâm điều hành Giao thông thông minh của Viettel



Nguồn: Viettel Solutions

ELC khó có thể cạnh tranh trực tiếp với những tập đoàn lớn như Viettel, VNPT. Thay vào đó, ELC lựa chọn hướng tập trung vào các hạng mục nhỏ hơn của những đề án xây dựng đô thị thông minh như cung cấp giải pháp phần mềm quản lý giám sát, xử phạt; cung cấp thiết bị Camera giám sát hoặc trở thành thầu phụ cung cấp thiết bị phần cứng cho những công ty lớn kể trên (Bảng 6).

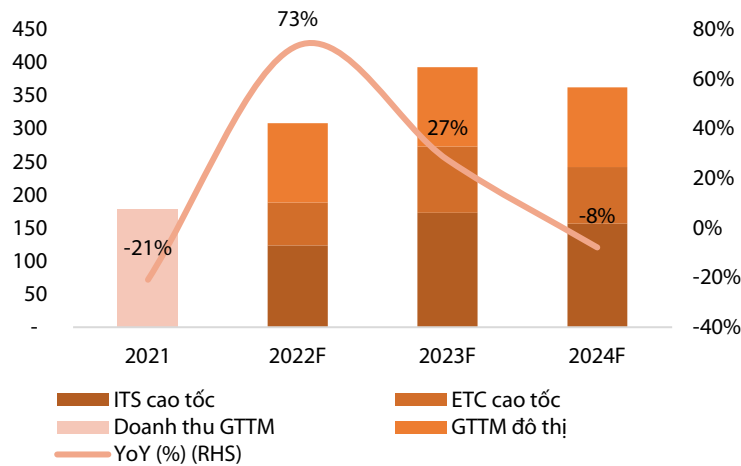
Bảng 6: Những gói thầu Giao thông thông minh trong đô thị tiêu biểu do ELC thực hiện

Gói thầu	Dự án	Chủ đầu tư	Năm thực hiện	Giá trị (Tỷ đồng)
Cải tạo Trung tâm chỉ huy, xây lắp hạ tầng ngoại vi và cung cấp lắp đặt các thiết bị phần cứng, phần mềm và thuê đường truyền	Xây dựng Trung tâm chỉ huy, hệ thống giám sát an ninh trật tự và an toàn giao thông trên địa bàn tỉnh Thanh Hóa	Công an tỉnh Thanh Hóa	2020	74,8
Thi công xây dựng và mua sắm lắp đặt thiết bị, phần mềm hạng mục hệ thống Camera giám sát đô thị thông minh tỉnh Yên Bái	Xây dựng cơ sở hạ tầng đô thị thông minh tỉnh Yên Bái	Văn phòng ủy ban nhân dân tỉnh Yên Bái	2020 - 2021	117,5
Triển khai lắp đặt thí điểm Camera an ninh trên địa bàn thành phố Bắc Ninh	Xây dựng cơ sở hạ tầng đô thị thông minh tỉnh Bắc Ninh	Phòng quản lý đô thị thành phố Bắc Ninh	2022	16,8

Nguồn: ELC, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi giả định hàng năm ELC sẽ nhận được một gói thầu thực hiện cung cấp, lắp đặt hệ thống Giao thông thông minh trong đô thị, sẽ thực hiện theo hình thức liên danh, **doanh thu ghi nhận 120 tỷ đồng/năm.**

Hình 15: Doanh thu ước tính mảng Giao thông thông minh (tỷ đồng)



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Mảng Viễn thông và An ninh Quốc phòng đem lại nguồn doanh thu ổn định

Mảng Viễn thông trong giai đoạn trước năm 2017 từng là lĩnh vực hoạt động chủ đạo, đóng góp một tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu trong khoảng 43% - 58%. Tuy nhiên, qua năm 2017, khi các nhà mạng viễn thông hoàn thành xong hạ tầng kỹ thuật cho đề án phủ sóng 4G trên lãnh thổ Việt Nam, đồng thời nhu cầu về các dịch vụ nhạc chuông, nhạc chờ, tin nhắn thoại,... không còn cao đã làm doanh thu từ mảng Viễn thông của ELC sụt giảm. Hiện nay, ELC đang cung cấp các dịch vụ về hạ tầng mạng, giải pháp truyền dẫn vô tuyến và hữu tuyến DWDM/Viba/Metro, dịch vụ tính cước viễn thông và các dịch vụ giá trị gia tăng (VAS) Chúng tôi cho rằng sự kỳ vọng vào kế hoạch triển khai phủ sóng 5G trên toàn Việt Nam còn chưa rõ ràng trong những năm tới nên ELC sẽ chỉ sử dụng nguồn lực nhất định cho mảng Viễn thông. Doanh thu mảng Viễn thông của ELC trong giai đoạn tới đến từ những gói thầu có tính thường niên như cung cấp thiết bị truyền dẫn DWDM/Viba/Metro cho Viettel và nâng cấp hệ thống

SDC cho Mobifone. Chúng tôi cho rằng, doanh thu mảng Viễn thông sẽ duy trì ở mức ổn định khoảng 200 – 300 tỷ đồng/năm.

Mảng An ninh Quốc phòng là một mảng kinh doanh đặc thù và mang tính bảo mật, các dự án lớn sẽ do tập đoàn viễn thông quân đội Viettel đảm nhiệm, ELC sẽ đảm nhận các dự án nhỏ hơn phù hợp với năng lực và kinh nghiệm của mình. Hiện nay, ELC đang cung cấp các giải pháp về an toàn thông tin, giám sát mạng, hệ thống giám sát tàu biển, các thiết bị chuyên dụng trong quốc phòng,... Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh mảng An ninh Quốc phòng sẽ duy trì ổn định, doanh thu hàng năm ở trong khoảng từ 250 – 300 tỷ đồng.

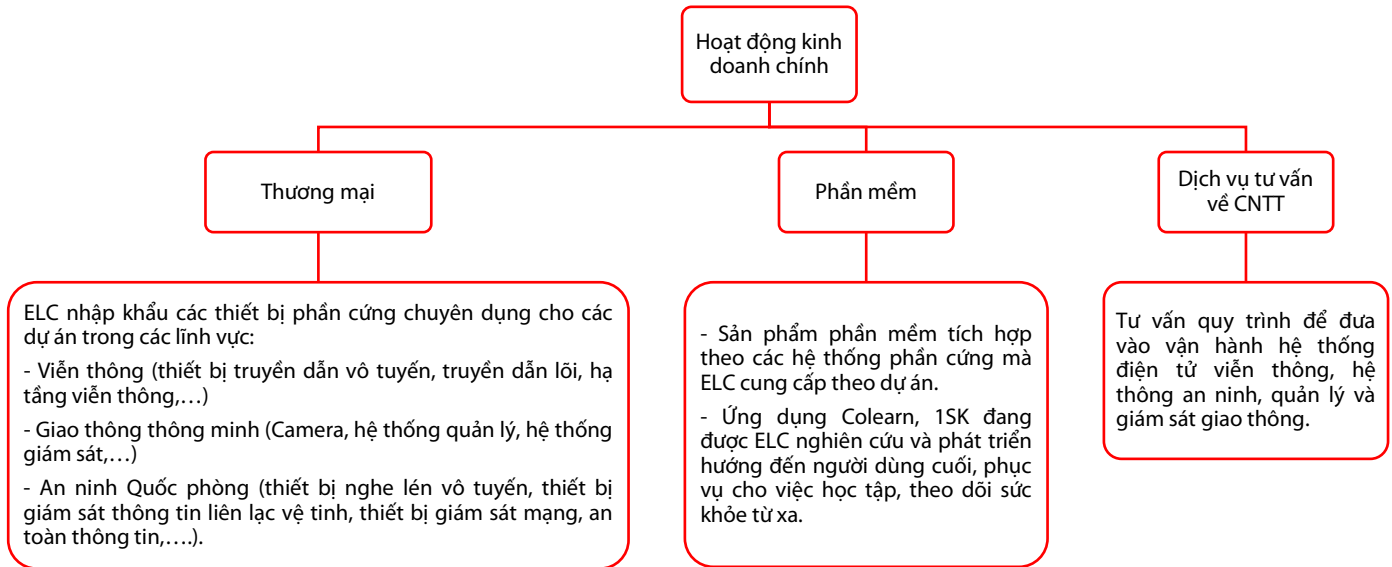
Tổng quan doanh nghiệp

ELC được thành lập vào năm 1995 tại Hà Nội, là một trong những công ty công nghệ hoạt động tại Việt Nam với thế mạnh là các sản phẩm phần mềm và tích hợp hệ thống cho các nhà cung cấp dịch vụ mạng, các dịch vụ kỹ thuật cho ngành viễn thông, an ninh quốc phòng và giao thông vận tải.

Mô hình kinh doanh

Mô hình kinh doanh chính của ELC là cung cấp máy móc thiết bị phần cứng cho các dự án viễn thông, đầu tư công thông qua hình thức thương mại. Hệ thống phần cứng mà công ty đã cung cấp cũng sẽ được tích hợp các phần mềm tương ứng, được phát triển bởi ELC.

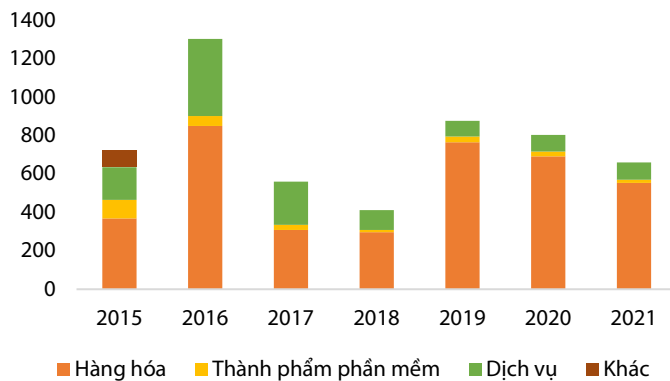
Hình 16: Các hoạt động kinh doanh chính của ELC



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

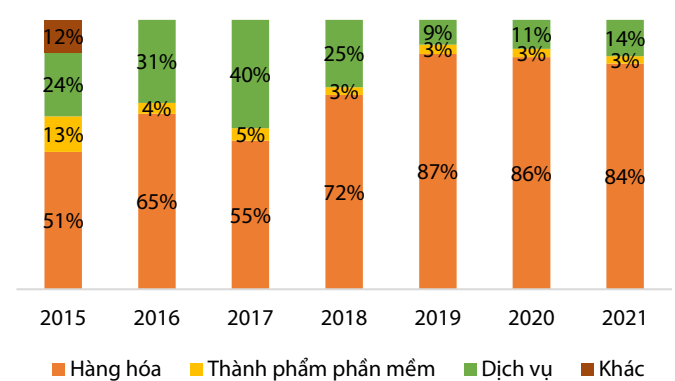
Do đặc thù thương mại hàng dự án, tỷ trọng về hàng hóa (thiết bị phần cứng) luôn chiếm một tỷ trọng rất lớn trong cơ cấu doanh thu của ELC. Thành phẩm phần mềm và dịch vụ - được ELC phát triển đi kèm theo với các thiết bị, hàng hóa cung cấp cho dự án - đóng góp khoảng 15% vào doanh thu trong ba năm gần nhất.

Hình 17: Doanh thu theo phân loại hàng hóa/dịch vụ (Tỷ đồng)



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

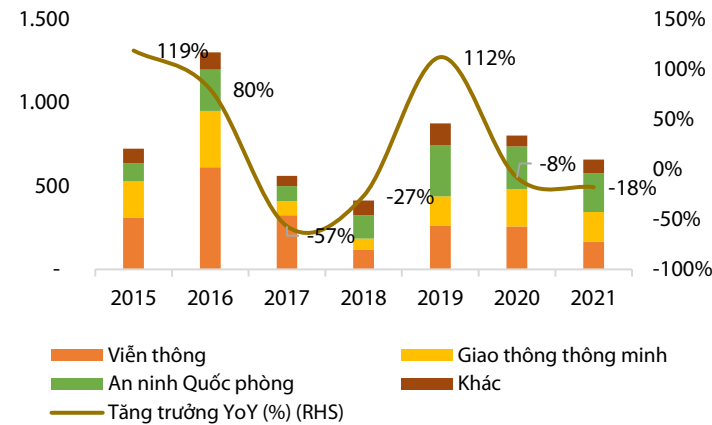
Hình 18: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

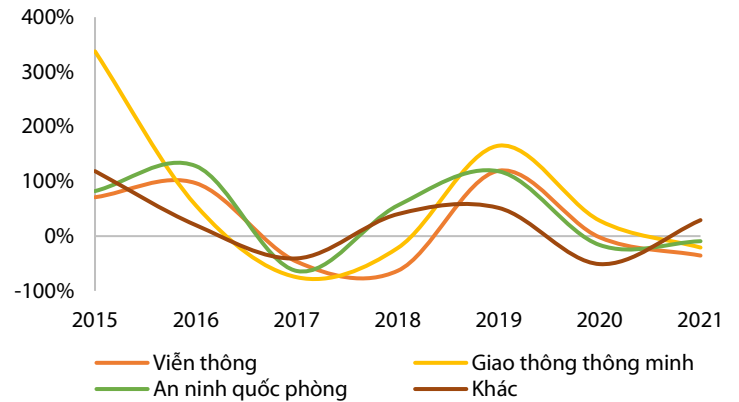
Các lĩnh vực kinh doanh chính

Hình 19: Doanh thu theo các lĩnh vực (Tỷ đồng)



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Tốc độ tăng trưởng doanh thu các lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

(1) Viễn thông

ELC từng thực hiện nhiều dự án lớn trong lĩnh vực Viễn thông cho các nhà mạng lớn như Vinaphone, Mobifone, Viettel, Vietnamobile như: Trang bị thiết bị mạng truyền dẫn Backbone Bắc Nam; Hệ thống cuộc gọi nhỡ, nhạc chuông nhạc chờ cho các thị trường nước ngoài của Viettel; Trang bị thiết bị tăng cường phủ sóng cho khu vực Duyên Hải, biển đảo mạng MobiFone; Trang bị bổ sung hệ thống nguồn cho các trạm BTS;...

Giai đoạn trước 2017, ELC tập trung nguồn lực để phát triển mạnh lĩnh vực về Viễn thông, ELC nhận được các dự án liên quan tới cung cấp dịch vụ giá trị gia tăng (VAS), SMS, nhạc chờ, lắp đặt hệ thống nguồn BTS,... cho các nhà mạng lớn tại Việt Nam như Mobifone, Viettel. Sau giai đoạn đó, nhu cầu về các dịch vụ viễn thông suy giảm, các dự án về lắp đặt hệ thống nguồn BTS đã hoàn thiện để phủ sóng 4G trên toàn lãnh thổ Việt Nam, doanh thu từ mảng Viễn thông của ELC cũng theo xu hướng chung mà sụt giảm.

(2) Giao thông thông minh

ELC là doanh nghiệp đã có kinh nghiệm thực hiện nhiều gói thầu thuộc các dự án về giao thông thông minh trong đô thị và trên tuyến đường cao tốc. ELC hiện là nhà cung cấp giải pháp kiểm soát tải trọng tự động và thu phí tự động.

Năm 2015 – 2016, các địa phương trên cả nước bước đầu xây dựng hệ thống ITS trong đô thị đã giúp mảng Giao thông thông minh của ELC tăng trưởng ấn tượng, doanh thu ghi nhận 217 tỷ đồng (+334% YoY) và 338 tỷ đồng (+56% YoY).

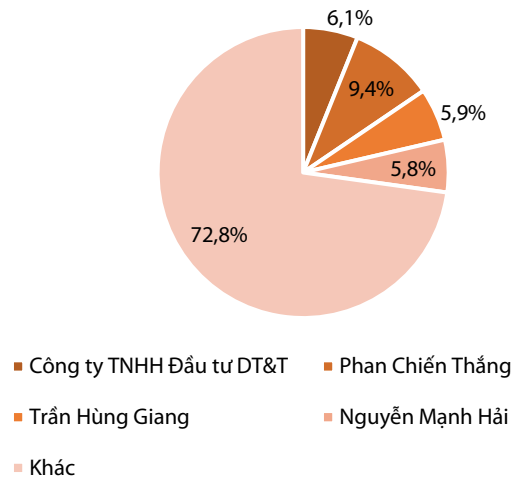
Kết quả kinh doanh 2021 của mảng Giao thông thông minh chỉ đạt 178 tỷ đồng, giảm 21% YoY do trong năm 2021 Chính phủ thực hiện chủ trương giãn cách xã hội phòng chống dịch COVID – 19 ảnh hưởng tới quá trình đầu tư và xây lắp các dự án về giao thông. Trong cơ cấu doanh thu của ELC, mảng Giao thông thông minh vẫn đóng góp tỷ trọng lớn trên 25% qua các năm.

(3) An ninh Quốc phòng

ELC là một trong số ít những doanh nghiệp tư nhân được hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh đặc thù này sau khi được tổng cục Công nghiệp Quốc phòng (Bộ Quốc phòng) cấp giấy chứng nhận đủ điều kiện tham gia hoạt động công nghiệp quốc phòng tại Việt Nam từ năm 2015. ELC đã và đang cung cấp các giải pháp thông tin liên lạc, truyền dẫn; Giám sát, theo dõi, chặn thu (vệ tinh/vô tuyến); Sản phẩm chuyên dụng cho an ninh quốc phòng: eVision Military, Eyesea, UAV, USV; An toàn thông tin và giám sát mạng. Mảng An ninh Quốc phòng luôn đóng góp một tỷ trọng nhất định trong cơ cấu doanh thu của ELC với tỷ trọng luôn chiếm trên 30% trong những năm gần đây.

Cơ cấu cổ đông

Hình 21: Cơ cấu cổ đông của ELC

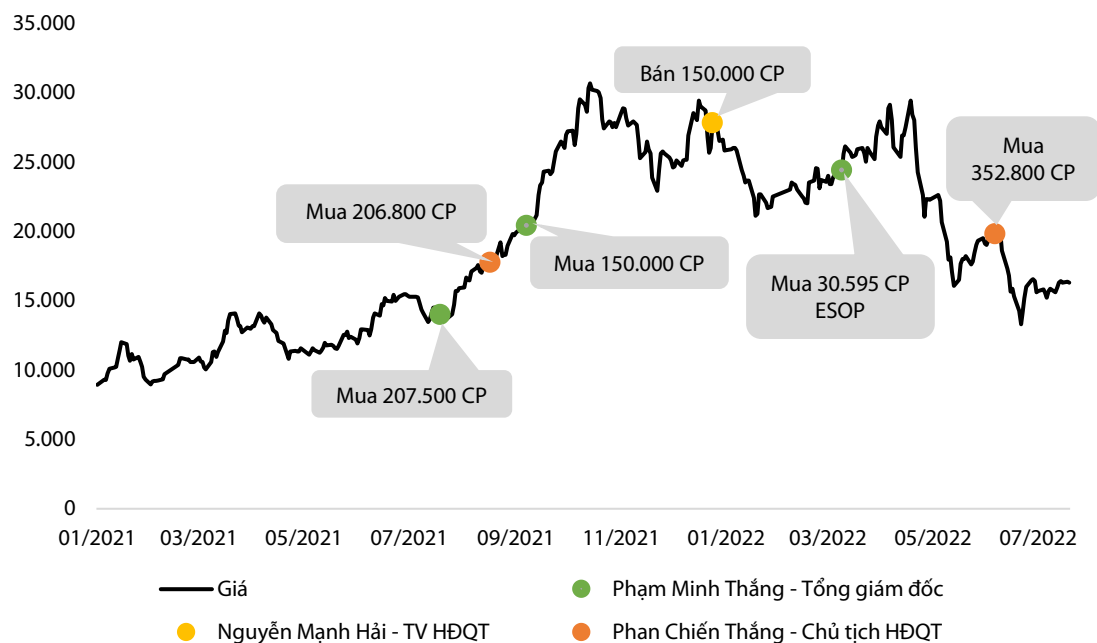


Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông của ELC tính đến tháng 07/2022 gồm có:

- Ông Phan Chiến Thắng – Chủ tịch HĐQT hiện đang nắm giữ tỷ lệ cổ phần cao nhất với tỷ lệ 9,4%. Hai thành viên khác là thành viên HĐQT là ông Trần Hùng Giang và Nguyễn Mạnh Hải đang nắm giữ tỷ lệ cổ phần lần lượt là 5,87% và 5,83%. Những thành viên HĐQT kể trên đều là những cổ đông sáng lập nên ELC vào năm 1995 và gắn bó cho tới nay.
- Công ty TNHH Đầu tư DT&T, hoạt động trong lĩnh vực về linh kiện điện tử, viễn thông, hiện đang sở hữu 6,1% là cổ đông tổ chức lớn duy nhất, ông Phan Chiến Thắng trước đây cũng là chủ tịch của Công ty TNHH Đầu tư DT&T.

Hình 22: Lịch sử giao dịch cổ phiếu của Ban lãnh đạo từ năm 2021 tới nay



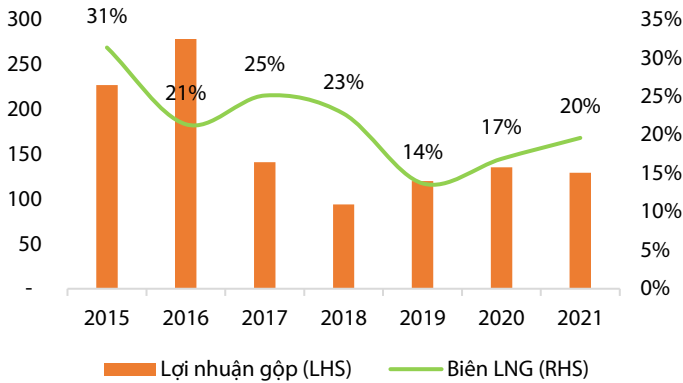
Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Tình hình tài chính

Thay đổi trong cơ cấu doanh thu giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện

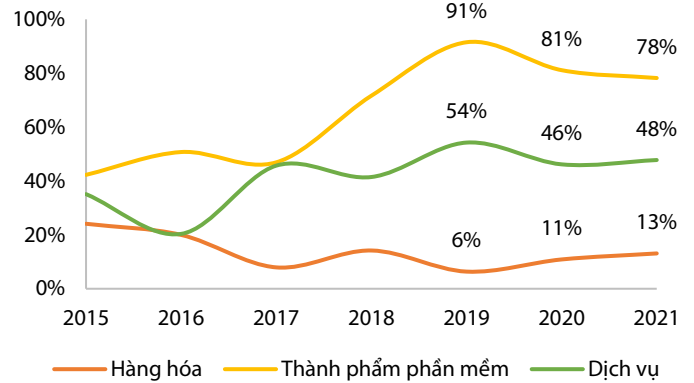
Hoạt động thương mại trong lĩnh vực An ninh Quốc phòng và Giao thông thông minh có mức biên lợi nhuận gộp (khoảng 20 -25%) cao hơn so với lĩnh vực Viễn thông (khoảng 15%), nhờ vào sự tăng tỷ trọng doanh thu của hai mảng hoạt động này (từ 55% lên 62%) và đóng góp của Dịch vụ tư vấn đã giúp cho biên lợi nhuận gộp tổng thể của ELC cải thiện từ 14% - 20% trong ba năm gần nhất.

Hình 23: Lợi nhuận gộp các loại sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Biên lợi nhuận gộp các loại sản phẩm

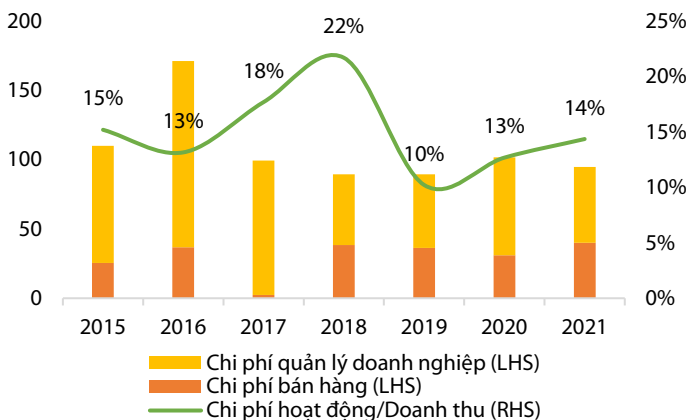


Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

ELC kiểm soát tốt các chi phí hoạt động. Trong năm năm gần nhất, chi phí hoạt động của ELC dao động quanh mức 90 – 100 tỷ đồng hàng năm, chiếm phần lớn trong đó là chi phí tiền lương dành cho bộ phận bán hàng và bộ phận quản lý. Năm 2017, 2018 hoạt động của ELC gặp những khó khăn do mảng Viễn thông được xem là trọng yếu bị suy giảm doanh thu làm cho hệ số chi phí hoạt động/doanh thu tăng vọt. Ba năm gần đây hệ số này được duy trì ở mức ổn định khoảng 13%.

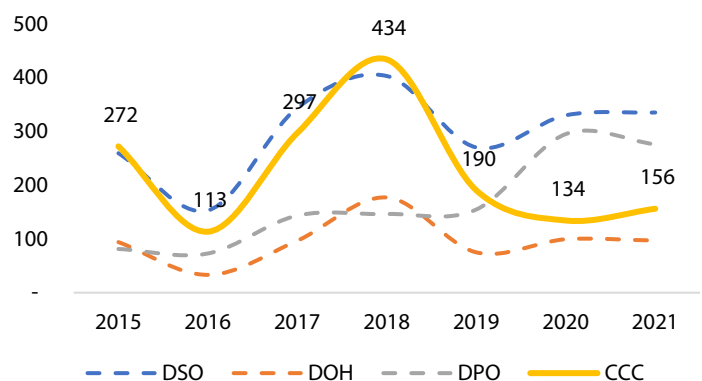
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt kéo dài vì tính chất đặc thù của doanh nghiệp thi công dự án. Một đặc điểm của ELC là doanh nghiệp thực hiện nhiều dự án đầu tư có vốn đầu tư nhà nước nên thủ tục để giải ngân thanh toán tương đối mất nhiều thời gian. Số ngày chuyển đổi tiền mặt đang có xu hướng tốt dần lên trong ba năm gần nhất giảm từ 434 ngày vào năm 2018 xuống 156 ngày vào năm 2021 do ELC kéo dài hơn được thời gian thanh toán cho các nhà cung cấp.

Hình 25: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (Tỷ đồng)



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 26: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Ngày)



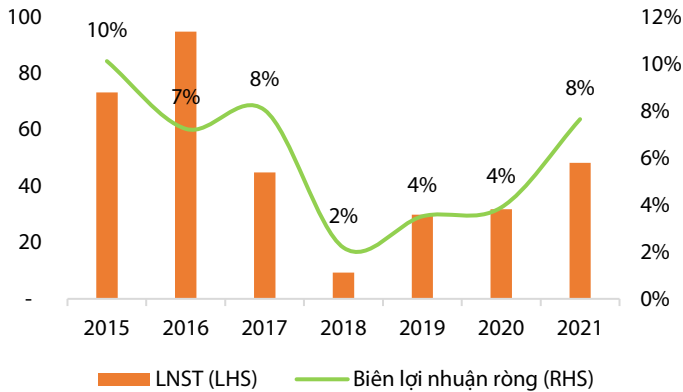
Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

LNST tăng lên nhờ ghi nhận khoản lãi đầu tư vào công ty liên kết

ELC ghi nhận LNST năm 2021 đạt 48 tỷ đồng (+51% YoY) nhờ vào khoản lãi 16,6 tỷ đồng từ giao dịch mua 49% cổ phần Công ty CP viễn thông VFT (giá trị đầu tư là 13,9 tỷ đồng thấp hơn so với giá trị sổ sách của khoản đầu tư là 30,5 tỷ đồng). Qua đó, giúp biên lợi nhuận ròng của ELC cải thiện từ mức 4% lên 8%.

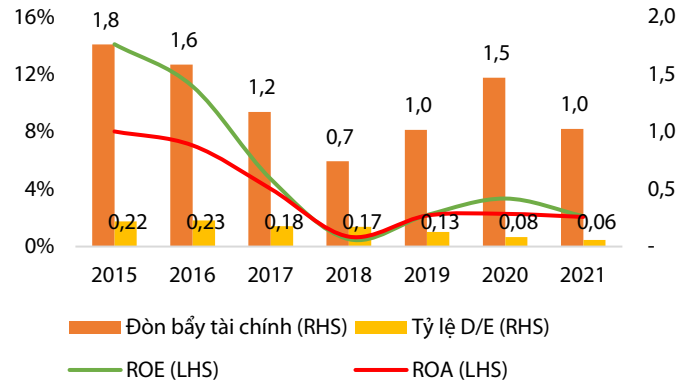
Tỷ suất sinh lời ROA của ELC tương đối thấp do tỷ trọng về khoản phải thu khách hàng chiếm tới 48% trong cơ cấu tổng tài sản. Đòn bẩy tài chính (A/E) của ELC ở mức an toàn, tỷ lệ vay nợ (D/E) giảm từ 0,22 năm 2015 còn 0,06 năm 2021 do công ty đã hoàn tất thanh toán khoản vay dài hạn 101 tỷ đồng của Ngân hàng bưu điện Liên Việt, ELC chỉ có các khoản vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh.

Hình 27: LNST (Tỷ đồng) và biên ròng



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Tỷ suất sinh lời



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

ELC sở hữu các dự án bất động sản có vị trí đẹp tuy nhiên chưa hoàn thiện về pháp lý

- Tòa nhà văn phòng 15 Duy Tân, hiện nay đang cho thuê ½ diện tích sử dụng, đơn giá thuê từ 18\$ - 22\$/m². Doanh thu hàng năm từ việc cho thuê là 12 tỷ đồng/năm, biên lợi nhuận ròng là 70%. Trung bình một hợp đồng cho thuê sẽ kéo dài trong 5 năm.
- Dự án xây dựng tòa nhà hỗn hợp tại 18 Nguyễn Chí Thanh sở hữu bởi CTCP Máy tính và Truyền thông Việt Nam – là công ty liên kết của ELC. Trên BCTC, tỷ lệ sở hữu của ELC tại CTCP Máy tính và Truyền thông Việt Nam là 35,4%. Tuy nhiên theo doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu thực tế là 64,3%, với 28,9% còn lại được sở hữu thông qua các cá nhân có liên quan. Cổ đông còn lại là TCT CP Điện tử và Tin học Việt Nam (UPCOM: VEC) – công ty này đang được sở hữu bởi SCIC với tỷ lệ nắm giữ 87,97%. Hiện tại ELC vẫn chưa có giấy phép cụ thể liên quan đến việc triển khai dự án.
- Dự án toàn nhà VFT, 72 Dương Nội, Hà Đông, Hà Nội có, ELC đang sở hữu 34% cổ phần của công ty VFT, VFT sở hữu quyền sử dụng đất khoảng 1ha.
- Dự án 2 KCN ở Phú Xuyên và Thanh Oai, diện tích khoảng 30 – 45ha, hiện ELCOM vẫn đang làm thủ tục hồ sơ dự án.

Hiện tại, những dự án xây dựng bất động sản của ELC đều chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý để tiến hành xây dựng. Do đó, chúng tôi chưa phản ánh giá trị của các dự án bất động sản này vào kết quả định giá ELC.

Kế hoạch tăng vốn điều lệ nhằm phục vụ hoạt động kinh doanh năm 2022

Phương án chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 15% từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối, số lượng phát hành dự kiến là 7.639.236 cổ phiếu.

Chào bán thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 22% với giá chào bán 11.500 VNĐ/CP, số lượng phát hành dự kiến là 11.204.213 cổ phiếu. Số tiền dự kiến thu được từ đợt phát hành khoảng 129 tỷ đồng sẽ được sử dụng trong hai mục đích:

- Bổ sung vốn lưu động 87 tỷ đồng để mua hàng hóa, thiết bị, công cụ dụng cụ, nguyên vật liệu và dịch vụ phục vụ sản xuất kinh doanh.
- Sử dụng 42 tỷ đồng cho hoạt động mở rộng kinh doanh, nghiên cứu dịch vụ người dùng cuối là Colearn, 1SK (mảng B3 – phụ lục 1).

Rủi ro đối với khuyến nghị

Rủi ro về tiến độ thi công dự án

Quá trình lắp đặt thiết bị hệ thống ITS trên các tuyến đường cao tốc sẽ diễn ra sau khi hoàn tất thi công xây dựng. Do đó, việc chậm trễ về tiến độ thi công sẽ ảnh hưởng tới thời gian đấu thầu và thực hiện dự án, khả năng làm sai lệch thời điểm ghi nhận doanh thu của ELC trong dự phóng kết quả kinh doanh của chúng tôi.

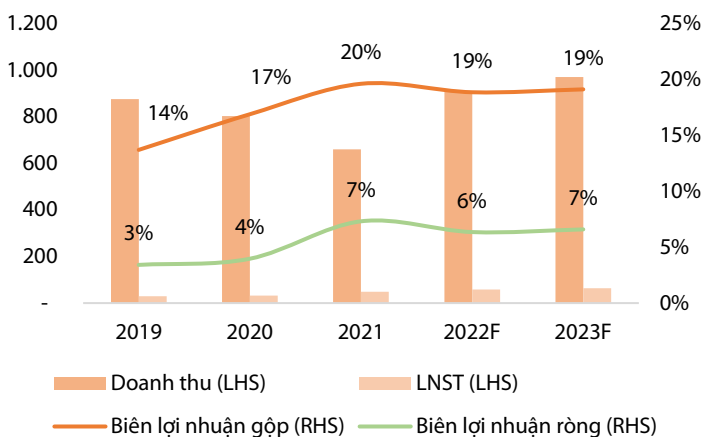
Rủi ro đấu thầu dự án

Đặc điểm của những dự án có vốn nhà nước có tính chất đặc thù về sử dụng các mối quan hệ để trúng thầu. Do đó, không loại trừ khả năng xuất hiện những yếu tố bất ngờ trong kết quả trúng các gói thầu thi công lắp đặt hệ thống ITS trên các tuyến đường cao tốc.

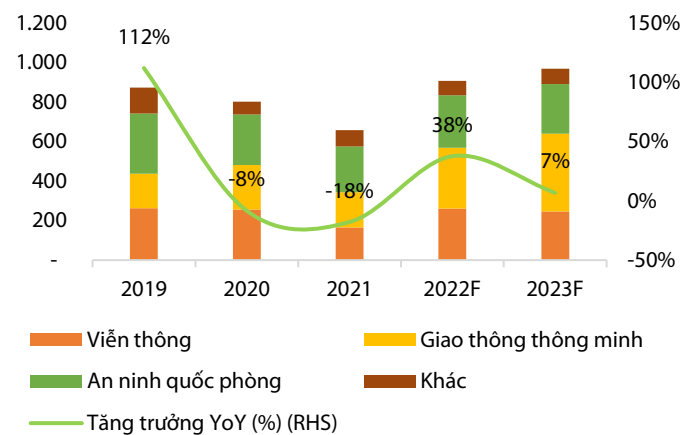
Dự phóng kết quả kinh doanh
Bảng 7: Dự phóng 2022F/2023F

Đơn vị: Tỷ đồng	2022F	YoY%	2023F	YoY%	Giả định
Tổng doanh thu	908	38%	963	6%	
1. Viễn thông	261	58%	247	-5%	
2. An ninh quốc phòng	265	14%	252	-5%	
3. Giao thông thông minh	308	73%	387	27%	
4. Khác	74	-11%	78	6%	Chúng tôi giả định doanh thu từ các dịch vụ khác của ELC sẽ duy trì ổn định trong khoảng 70 – 80 tỷ/năm.
Lợi nhuận gộp	171	32%	185	8%	Hàng hóa luôn chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu của ELC với biên lợi nhuận gộp tương đối mỏng khoảng 12%. Trước lo ngại về Trung Quốc đóng cửa trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng yếu tố này chỉ làm chậm quá trình nhập hàng mà không tác động lên giá vốn của ELC. Biên lợi nhuận tổng các dịch vụ sẽ dao động gần mức 20%.
Chi phí bán hàng và quản lý	103	9%	109	6%	Chúng tôi giả định, chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục duy trì ổn định quanh mức 100 tỷ đồng/năm, chiếm khoảng 7% doanh thu.
EBIT	69	101%	76	11%	
Thu nhập tài chính	4	-64%	4	8%	
Chi phí tài chính	2	-60%	2	5%	
Thu nhập khác	-	-100%	-	0%	Chúng tôi giả định sẽ không có các khoản thu nhập bất thường nào trong năm 2022F và 2023F.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh/liên kết	1	-96%	1	31%	Chúng tôi cho rằng khoản lãi ELC ghi nhận từ việc mua lại cổ phần của VFT trong năm 2021 là khoản không thường xuyên, chúng tôi giả định các công ty liên kết sẽ đóng góp một phần nhỏ lợi nhuận hợp nhất kinh doanh và không có khoản ghi nhận lãi bất thường nào trong năm 2022F, 2023F.
LNTT	71	21%	79	11%	
LNST công ty mẹ	58	20%	64	11%	
EPS (đồng)	1.092	21%	1.215	11%	Chưa phản ánh số lượng cổ phiếu tăng thêm trong kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành riêng lẻ cho cổ đông hiện hữu.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 29: Kết quả dự phóng (tỷ đồng)


Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Doanh thu từng mảng kinh doanh (tỷ đồng)


Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp FCFF (50%) và P/E (50%) để xác định giá mục tiêu một năm cho ELC. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng mức chi phí sử dụng vốn bình quân là 12,87% và hệ số tăng trưởng g là 2,8% để xác định giá trị của dòng tiền vĩnh viễn. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng mức P/E với hệ số mục tiêu là 15x với EPS dự báo giữa năm 2023F là 1.154 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá hợp lý đối với cổ phiếu ELC là **16.100 đồng/cổ phiếu**, cộng thêm cổ tức tiền mặt 600 đồng/cổ phiếu dự kiến cho năm 2022, **tương đương với tỷ suất sinh lời là -4%**, dựa trên giá đóng cửa ngày 18/08/2022.

Bảng 8: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
FCFF (WACC: 12,87%, g: 2,8%)	14.898	50%	7.449
P/E (13x)	17.304	50%	8.652
Tổng		100%	16.101

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 9: FCFF dự phóng

Dòng tiền FCFF	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận ròng	58	64	55	55	87
+ Khấu hao	11	2	3	3	3
+ Lãi vay sau thuế	1	1	0	-	-
- Thu nhập tài chính	4	4	5	5	6
- Thay đổi vốn lưu động	(7)	(21)	(42)	(23)	15
- Capex	20	3	3	3	3
FCFF	52	80	92	73	66

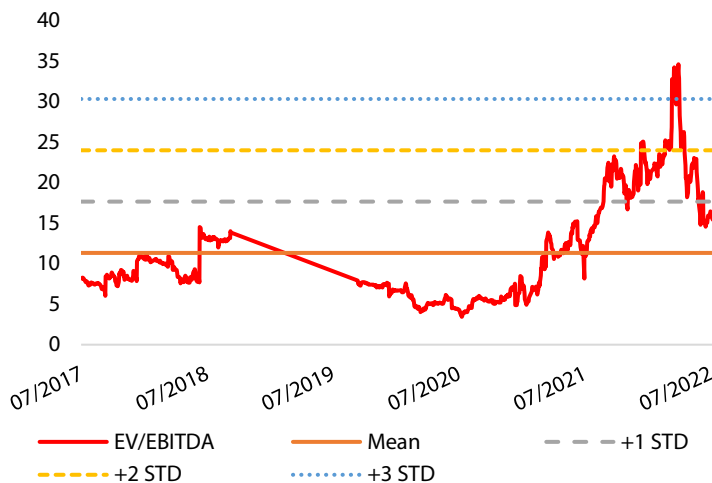
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Giá định về chi phí sử dụng vốn bình quân

Chi phí sử dụng vốn bình quân	FCFF	Tỷ đồng
Beta	0,95	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	2,6%	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10,9%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,9%	(-) Nợ
Chi phí nợ	5%	Giá trị hợp lý của doanh nghiệp
Thuế suất	18%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
Tỷ trọng nợ	0%	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	100%	14.898
WACC	12,87%	

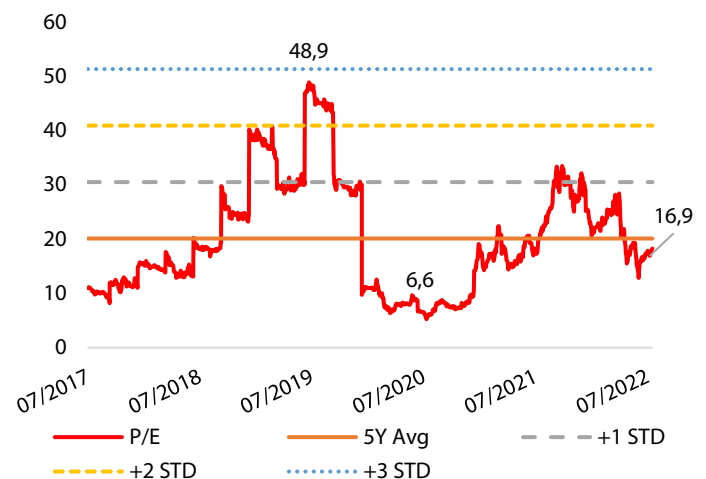
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 31: Lịch sử định giá EV/EBITDA của ELC



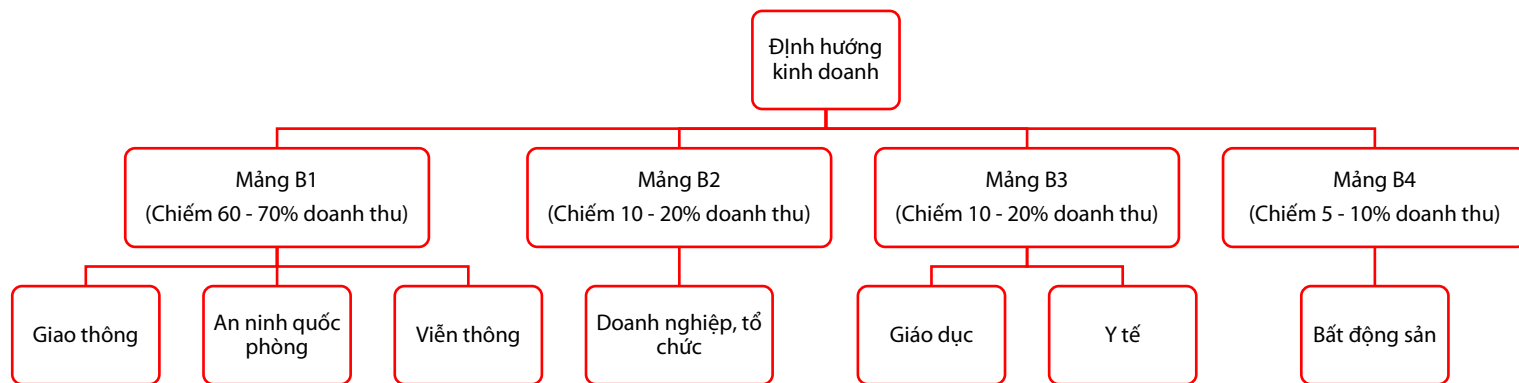
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Lịch sử định giá P/E của ELC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Phụ lục 1: Chiến lược phát triển dài hạn với các trụ cột kinh doanh mới



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	802	659	908	970
Giá vốn	667	530	737	785
Lãi gộp	135	129	171	185
Chi phí bán hàng	31	40	37	40
Chi phí quản lý	71	55	65	69
Thu nhập từ HĐTC	13	11	4	4
Chi phí tài chính	7	5	2	2
Lợi nhuận khác	1	-2	0	0
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	0	20	1	1
Lợi nhuận trước thuế	40	59	71	79
Thuế TNDN	9	8	13	15
Lợi ích cổ đông thiểu số	-1	2	1	1
Lợi nhuận sau thuế	32	48	58	64
EBIT	34	35	69	76
EBITDA	45	42	79	78

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2020A	2021A	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-8.3	-17.8	37.8	6.8
EBITDA	-17.4	-7.3	89.4	-1.5
EBIT	10.8	2.6	98.8	10.6
Lợi nhuận sau thuế	6.5	51.5	19.7	10.8
Tổng tài sản	6.0	-23.4	15.1	2.5
Vốn chủ sở hữu	3.7	1.7	18.4	2.2
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	16.9	19.6	18.8	19.1
EBITDA/ Doanh thu	5.6	6.4	8.7	8.1
EBIT/ Doanh thu	4.2	5.2	7.6	7.8
LNST/ Doanh thu	4.0	7.3	6.3	6.6
ROA	2.1	4.2	4.4	4.7
ROIC	3.9	3.9	6.6	7.2
ROE	3.8	5.6	5.7	6.2

Hiệu quả hoạt động (x)

Vòng quay kh. phải thu	1.2	1.2	1.7	1.8
Vòng quay hàng tồn kho	2.9	3.8	4.0	4.1
Vòng quay khoản phải trả	1.2	2.3	2.8	2.7

Khả năng thanh toán (x)

Hiện hành	1.9	3.3	3.7	3.6
Nhanh	1.5	2.8	3.0	2.9

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/ Vốn CSH	8.2	3.7	1.4	0.4
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	7.5	3.7	1.4	0.4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0.7	0.0	0.0	0.0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2020A	2021A	2022F	2023F
Tiền	305	155	278	300
Đầu tư tài chính ngắn hạn	24	27	27	27
Các khoản phải thu	643	556	540	530
Tồn kho	232	139	184	194
Tài sản ngắn hạn khác	1	1	2	2
Tài sản cố định hữu hình	73	17	26	27
Tài sản cố định vô hình	3	2	2	2
Đầu tư tài chính dài hạn	213	246	257	269
Tài sản dài hạn khác	4	4	4	4
TỔNG TÀI SẢN	1,498	1,147	1,321	1,354
Tiền hàng phải trả và ứng trước	569	232	267	288
Vay và nợ ngắn hạn	63	31	14	5
Vay và nợ dài hạn	6	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	3	9	9	9
Quỹ khen thưởng phúc lợi	4	5	2	2
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Tổng nợ	645	277	293	303
Vốn chủ sở hữu	598	596	801	801
Cổ phiếu quỹ	-3	-1	0	0
Lợi nhuận giữ lại	201	216	166	188
Các quỹ	5	5	5	5
Quỹ đầu tư & phát triển	41	41	41	41
Nguồn vốn chủ sở hữu	843	857	1,014	1,036
Lợi ích CĐTS	11	13	14	14

Đvt: tỷ đồng

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020A	2021A	2022F	2023F
LNTT	40	59	71	79
Khấu hao	14	8	11	2
Các điều chỉnh	5	(0)	-	-
Thay đổi vốn lưu động	205	(164)	(7)	6
Tiền thuần từ HĐKD	265	(97)	75	88
Thay đổi TSCĐ	1	98	(20)	(3)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	(4)	(103)	(11)	(11)
Lãi cho vay, cốt tủy, LN được chia	(0)	20	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(3)	15	(32)	(14)
Nhận/trả lại vốn góp	-	2	190	-
Vay mới/trả nợ vay	(0)	(38)	(17)	(10)
Cổ tủy, LN trả cho CĐ	0	(32)	(93)	(42)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	(0)	(67)	79	(52)
Tiền đầu năm	43	305	156	278
Tiền thuần trong kỳ	262	(150)	122	22
Tiền cuối kỳ	305	156	278	300

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)
 • Thị trường
 • BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1512)
 • Dầu khí
 • Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)
 • Ngân hàng
 • Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng
Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)
 • Bán lẻ
 • Hàng không
 • Logistics
 • Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1541)
 • Thực phẩm & Đồ uống
 • Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh
Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1544)
 • Thị trường
 • Bất động sản
 • Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan
Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)
 • Dệt may
 • Thủy sản
 • Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1535)
 • Ngân hàng
 • Bảo hiểm
 • Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)
 • Tiện ích công cộng
 • Cảng biển
 • Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1546)
 • Thị trường
 • Bất động sản KCN

Bernard Lapointe
Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My
Senior Consultant

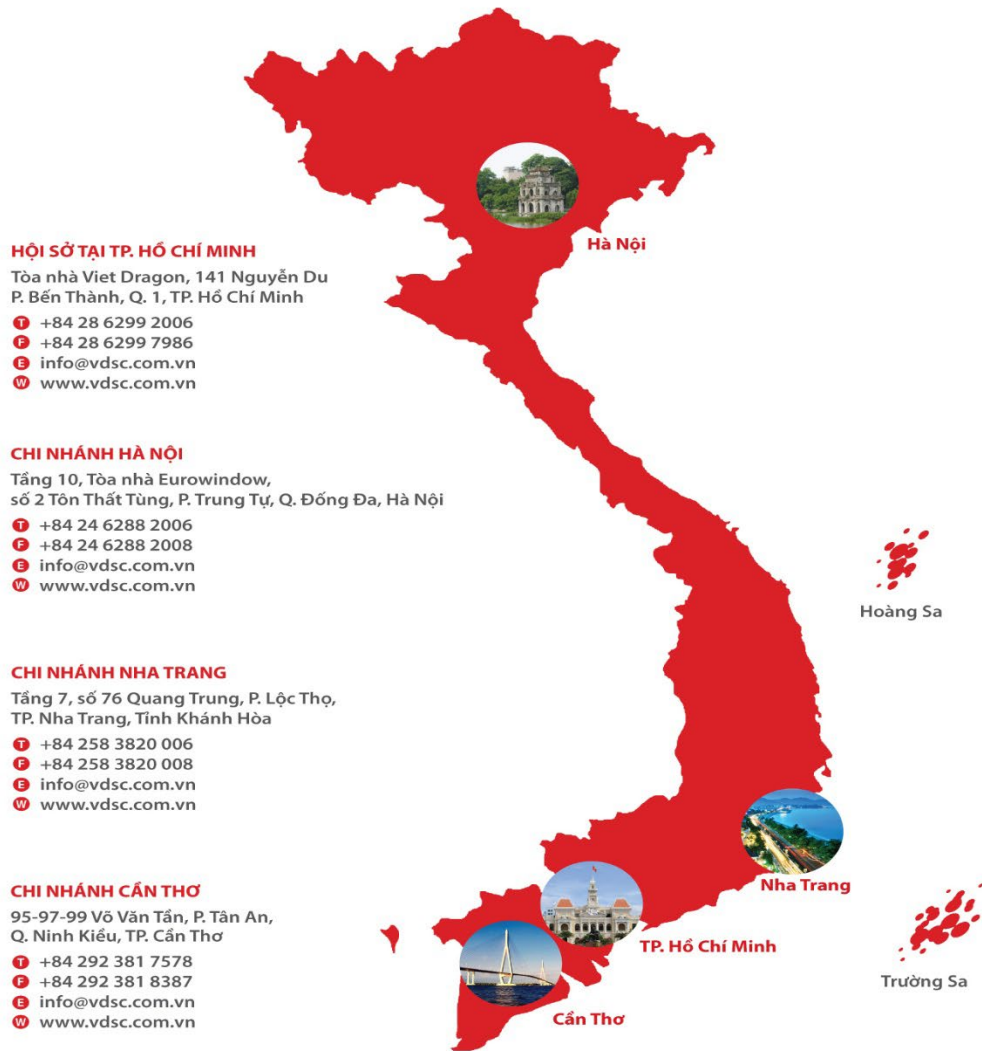
my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006
 • Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân
Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (2223)
 • Công nghệ thông tin
 • Dược

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1522)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rông Việt Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rông Việt Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rông Việt Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rông Việt Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rông Việt Securities, 2022.**