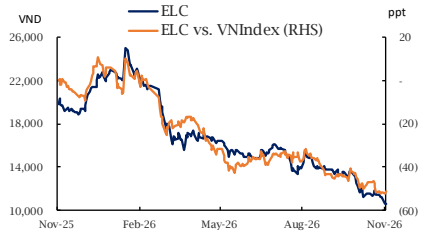
MUA

Đóng cửa:	**04/11/2026**
Giá hiện tại:	**10.900 đồng**
Giá mục tiêu 12T:	**18.727 đồng**
Upside:	**+72%**

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường (triệu USD)	**49,9**
GTGD BQ 6T (triệu USD)	**0,23**
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	**118**
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	**60%**
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	**3,3%**
Cổ đông lớn (%)	**8,4%**
Nợ vay ròng/ VCSH 2026E	**Tiền mặt ròng**
Room ngoại còn lại (%)	**45,7%**
P/E 2026E	**10,15x**
Tỷ suất cổ tức 2026E (%)	**0%**

Nguồn: FiinproX, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:
Nhi Lý
nhi.ly@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

CTCP Công nghệ - Viễn thông ELCOM (ELC)

Chất lượng lợi nhuận cần được theo dõi

Doanh thu Q3/2026 tăng vọt (+54% QoQ / +56% YoY) nhưng LNST (+26% QoQ / -6% YoY) tăng trưởng chậm hơn. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ QoQ phản ánh tính mùa vụ đặc trưng của các dự án đầu tư công, nhưng mức sụt giảm YoY lại cho thấy chất lượng lợi nhuận suy giảm. Doanh thu lũy kế 9T2026 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+60% YoY) và LNST đạt 66 tỷ đồng (+19% YoY), lần lượt hoàn thành 71% mục tiêu doanh thu FY2026 nhưng mới chỉ đạt 50% dự phóng LNST cả năm của chúng tôi.

Chi tiết

Kết quả Q3/2026 thiếu vắng nguồn thu từ mảng sản xuất phần mềm có biên lợi nhuận cao. KQKD Q2/2026 trước đó từng được thúc đẩy bởi hoạt động xuất khẩu phần mềm sang EU, đóng góp 6% doanh thu Q2 nhưng chiếm tới 30% LN gộp với GPM lên đến 89%. Tuy nhiên, mảng này không còn mang lại sự hỗ trợ đáng kể nào cho KQKD Q3/2026, thời điểm mà tăng trưởng doanh thu hoàn toàn được dẫn dắt bởi HĐKD cốt lõi (giao thông thông minh, viễn thông và an ninh quốc phòng) với doanh thu đạt 662 tỷ đồng (+63% QoQ / +57% YoY).

GPM thu hẹp trong Q3 nhiều khả năng xuất phát từ mảng GTTM, theo quan điểm của chúng tôi. GPM cốt lõi (loại trừ mảng phần mềm và bất động sản) giảm xuống còn 11,8% trong Q3/2026 (-5,7 điểm phần trăm YoY), kéo GPM 9T2026 xuống 13,1% (-4,6 điểm phần trăm YoY). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân do sự dịch chuyển doanh thu sang các công đoạn xây lắp có biên LN thấp hơn cùng chủ trương ưu tiên hiệu quả kinh tế của Chính phủ từ đầu năm đến nay, làm thu hẹp biên LN của các gói thầu. Trong khi đó, mảng viễn thông duy trì GPM ổn định và mảng an ninh quốc phòng vẫn đang ở giai đoạn đầu nên chưa tạo ra tác động hợp nhất đáng kể.

Chi phí tài chính 9T2026 tăng (+35% YoY) lên 17,6 tỷ đồng và chi phí SG&A đạt 111 tỷ đồng (+16% YoY), tiếp tục bào mòn NPM 9T2026 xuống chỉ còn 5,4% (-1,9 điểm phần trăm YoY).

Chúng tôi xem mảng bất động sản là vùng đệm dòng tiền hơn là động lực tăng trưởng. Tòa nhà Elcom Building (Hà Nội) tạo ra doanh thu cho thuê ổn định ~2,6 tỷ đồng/quý (với GPM khá biến động theo chu kỳ bảo trì). Trong khi đó, các tài sản dài hạn -- bao gồm 30% cổ phần tại lô đất HCC1 thuộc KĐT Tây Hồ Tây (với GTSS ~ 19 triệu đồng/m2) và 50,5% cổ phần tại Tòa nhà Vietcom Building (Hồ Ngọc Khánh, Hà Nội) -- vẫn chưa được thương mại hóa.

Quan điểm

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 18.727 đồng/cổ phiếu (-2,5% so với GMT trước đó do điều chỉnh cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng), tương đương TSSL kỳ vọng khá cao là +72%, dù đã dựa trên các dự báo mà chúng tôi cho là thận trọng. Chúng tôi vẫn đánh giá GTTM là động lực cốt lõi tạo ra giá trị cho doanh nghiệp, được hỗ trợ bởi năng lực nội tại vững chắc (chuyên môn kỹ thuật) cùng các yếu tố vĩ mô thuận lợi (đẩy mạnh đầu tư công và quy mô thị trường mục tiêu rộng lớn).

Yếu tố nào sẽ khiến chúng tôi xem xét lại các giả định của mình? 1) Có thêm bằng chứng rõ ràng về sự sụt giảm năng lực cạnh tranh trong các gói thầu GTTM sắp tới; 2) Mức chênh lệch đáng cảnh báo giữa giá trị trúng thầu của ELC so với giá gói thầu ban đầu tại các dự án sắp tới; and 3) Đóng góp KQKD của các mảng phụ (sản xuất phần mềm và bất động sản) có độ chệch lớn khỏi bản kịch bản cơ sở của chúng tôi.

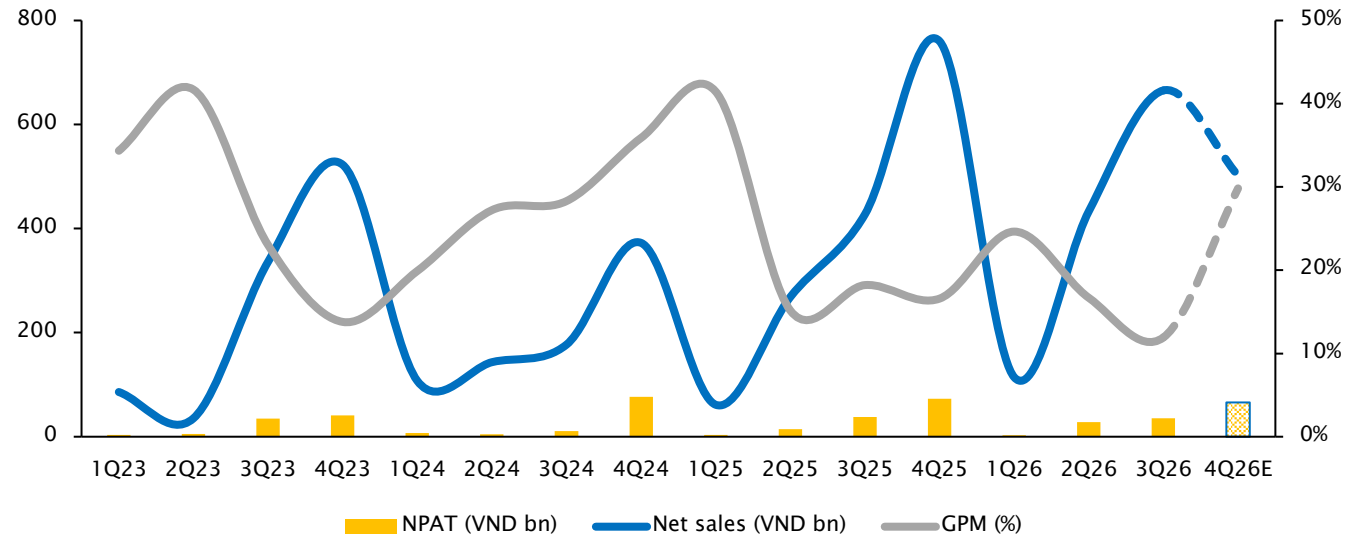
Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu ELC đang chịu áp lực kép, xuất phát từ hiệu ứng lan tỏa bất lợi của nhóm cổ phiếu công nghệ (FPT, CMG) lẫn nhóm cổ phiếu đầu tư công (HHV, CTD, VCG) khi cả hai nhóm này đều có hiệu suất ytd kém khả quan.

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.

Phân tích bổ sung

Quy mô doanh thu và chất lượng lợi nhuận phải đối mặt với sự đánh đổi. Trong mùa thấp điểm (Q1–Q2), việc ghi nhận doanh thu từ nghiệm thu các dự án công thường ở mức thấp, và GPM hợp nhất thường được hỗ trợ bởi các mảng phụ có biên lợi nhuận cao như xuất khẩu phần mềm và bất động sản.

Biểu đồ 1: Có sự đánh đổi giữa quy mô doanh thu và chất lượng lợi nhuận



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

Ví dụ như, mảng phần mềm với biên LN cao chỉ đóng góp 4% doanh thu hợp nhất của ELC trong 1H2025 nhưng chiếm tới 15% lợi nhuận gộp. Cột mốc đột phá từ thương vụ xuất khẩu sang EU trong 1H2026 đã khiến tỷ trọng đóng góp LN gộp của mảng này tăng vọt lên 25%, dù tỷ trọng doanh thu chỉ ở mức 5%.

Biểu đồ 2: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q3/2026 và 9T2026 của ELC

	3Q25	3Q26	QoQ	YoY	9M25	9M26	YoY
Revenue	**427.60**	**665.61**	*54%*	*56%*	**757.61**	**1,213.33**	60%
Software	2.79	0.32	*-99%*	*-88%*	14.40	28.38	97%
Core segments	422.61	662.47	*63%*	*57%*	736.72	1,176.92	60%
Real estate	2.20	2.82	*-4%*	*28%*	6.49	8.03	24%
GP	**77.89**	**79.40**	*10%*	*2%*	**144.03**	**179.87**	25%
Software	2.64	0.08	*-100%*	*-97%*	12.43	24.86	100%
Core segments	74.03	78.06	*56%*	*5%*	129.91	152.10	17%
Real estate	1.22	1.26	*766%*	*4%*	1.70	2.91	71%
GPM	**18.2%**	**11.9%**	*-4.8%*	*-6.3%*	**19.0%**	**14.8%**	-4.2%
Software	94.6%	23.4%	*-66.0%*	*-71.2%*	86.3%	87.6%	1.3%
Core segments	17.5%	11.8%	*-0.6%*	*-5.7%*	17.6%	12.9%	-4.7%
Real estate	55.4%	44.8%	*39.8%*	*-10.6%*	26.2%	36.3%	10.1%

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

Tuy nhiên, biến số tiêu cực đã xuất hiện trong Q3/2026 (vốn là mùa cao điểm) khi GPM cốt lõi không thể duy trì ở mức nền lịch sử (vốn đã ở mức thấp) và sụt giảm mạnh xuống 11,8% (-5,7 điểm phần trăm YoY). Giả định GPM mảng viễn thông vẫn nằm trong biên độ bình quân 10–14%, GPM mảng GTTM trong Q3/2026 nhiều khả năng đã giảm xuống dưới 10% -- thấp hơn nhiều so với kỳ vọng quanh mức 20% của chúng tôi.

Nếu đúng như vậy, điều này cho thấy cơ cấu doanh thu Q3/2026 của ELC gần như phụ thuộc hoàn toàn vào các hợp đồng thi công xây lắp thuần túy với biên lợi nhuận rất khiêm tốn.

GPM có thể tiếp tục chịu áp lực trong thời gian tới theo chủ trương ưu tiên hiệu quả kinh tế của Chính phủ. Dù lượng backlog lớn tạo nền tảng cho sự mở rộng doanh thu, nhưng chúng tôi cho rằng việc ưu tiên hiệu quả kinh tế và chỉ định thầu trực tiếp mà không có lợi thế đàm phán là rủi ro chính đối với khả năng sinh lời mảng GTTM của ELC (như đã đề cập ở trên).

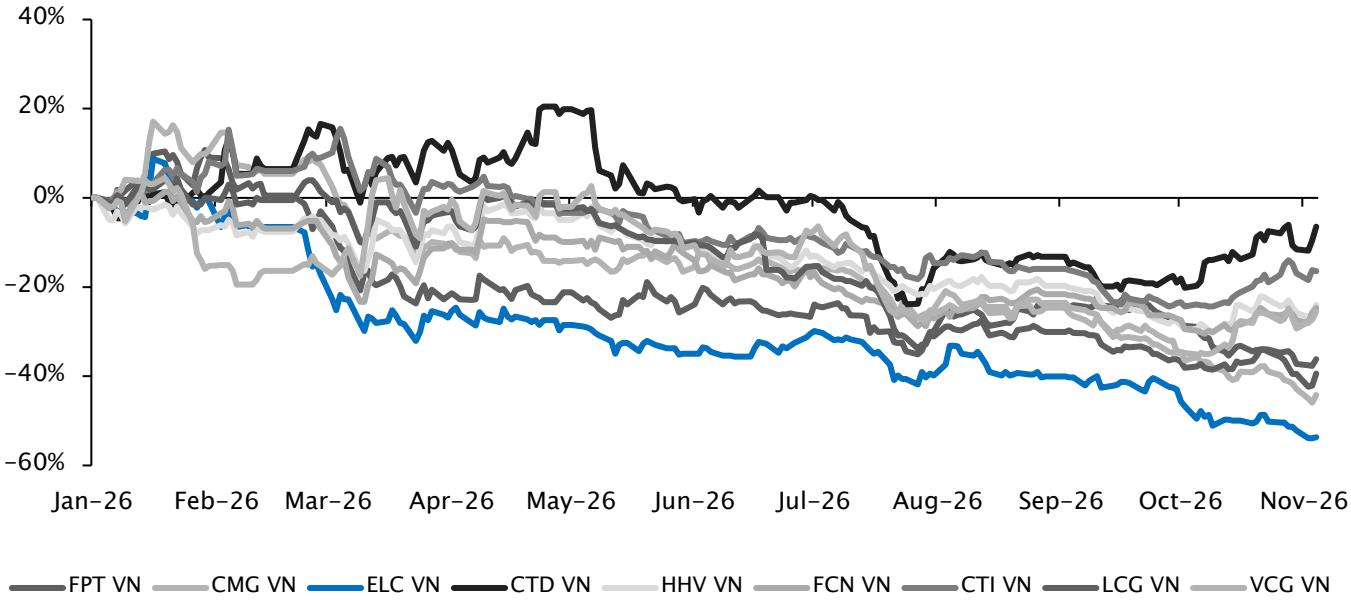
Chúng tôi cho rằng những chủ trương này sẽ tiếp tục được áp dụng trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi sẵn sàng điều chỉnh giảm các giả định về chất lượng lợi nhuận của mảng kinh doanh cốt lõi nếu Chính phủ quyết liệt thực thi các biện pháp tiết kiệm chi phí tại các gói thầu công sắp tới.

Dự báo lợi nhuận đối mặt với rủi ro điều chỉnh giảm. Dựa trên tiến độ từ đầu năm đến nay, dự báo doanh thu cả năm của chúng tôi dành cho ELC là hoàn toàn khả thi, nhưng mục tiêu LNST có thể sẽ gặp nhiều thách thức.

Cụ thể, trong Q4/2026, ELC chỉ cần ghi nhận 502 tỷ đồng doanh thu (-25% QoQ / -34% YoY) để đạt dự phóng của chúng tôi, nhưng cần tới 66 tỷ đồng LNST (+86% QoQ / -10% YoY). Ngoài ra, mặc dù chúng tôi tin rằng kịch bản cơ sở của mình đã thận trọng, mức GPM cốt lõi yêu cầu (~30%) trong Q4 để đạt dự báo cả năm dường như là một thách thức lớn đối với ELC. Chúng tôi cho rằng đóng góp lợi nhuận từ các mảng kinh doanh phụ sẽ không còn là yếu tố biến động đáng chú ý trong Q4.

Hơn nữa, **tác động lan tỏa tiêu cực** vẫn tiếp diễn từ nhóm cổ phiếu công nghệ (FPT, CMG) và nhóm cổ phiếu đầu tư công (HHV, CTD, VCG) -- cả hai nhóm này đều có hiệu suất giá YTD kém khả quan. Là một cổ phiếu vốn hóa nhỏ với hệ số beta cao và nằm ở vùng giao thoa của hai ngành này, chúng tôi cho rằng ELC đã phải chịu tác động tiêu cực kép YTD.

Biểu đồ 3: Hiệu suất giá cổ phiếu (%) YTD của các doanh nghiệp công nghệ và đầu tư công tại Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Appendix A: 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
© 2020 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

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

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
matthew.smith@yuanta.com.vn

Binh Truong
Technology
binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Macro)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu
Analyst (Consumer)
di.luu@yuanta.com.vn

An Nguyen
Analyst (Industrials)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Kien Tran
Analyst (Residential Property)
kien.tran@yuanta.com.vn

Kim Ngan Le
Analyst (Steel, O&G, Energy)
ngan.le@yuanta.com.vn

Giang Hoang
Analyst (Industrial Property)
giang.hoang@yuanta.com.vn

Nhi Ly
Assistant Analyst
nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey
Head of Institutional Sales
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen
Trading Manager
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Jason Lu
Institutional Sales Manager
jason.lu@yuanta.com.vn

Vi Truong
Trader
vi.truong@yuanta.com.vn

Linh Y Nguyen
Trader
linh.nguyen4@yuanta.com.vn

Linh Khanh Nguyen
Trader
linh.nguyen2@yuanta.com.vn