

Công ty cổ phần Đầu tư F88 (F88) Tài chính thay thế

Khả quan
+24,3%

Giá hiện tại	VND74.900
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND136.500
Giá mục tiêu	VND93.100
Khuyến nghị	Khả quan
Giá mục tiêu và Consensus	72,2%
Tiềm năng tăng giá	24,3%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	24,3%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Trung lập
Thị giá vốn (tr USD)	626,8
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	0,6
Sở hữu NN (tr USD)	265
Số CP lưu hành (tr)	220,3
Số CP sau pha loãng (tr)	220,3

	F88	VNI
P/E trượt	22,9	13,8
P/B hiện tại	6,7	2,1
ROA	10,5%	2,5%
ROE	29,4%	15,6%

*dữ liệu ngày 16/07/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
F88	2,7%	-1,6%	39,6%
VNIndex	1,2%	0,2%	32,6%

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Skydom PTE.LTD	31,3%
Công ty TNHH Asia Investment Company S.A R.L.	8,25%
Công ty TNHH Bronze Blade Limited	9,50%
Công ty TNHH Winter Flame Pte.Ltd	5,50%
Ông Phùng Anh Tuấn	12,04%
Ông Ngô Quang Hưng	10,87%

Tổng quan doanh nghiệp

F88 là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực tài chính thay thế tại Việt Nam, tập trung cung cấp các khoản vay có tài sản bảo đảm, chủ yếu là xe máy và ô tô. Thành lập năm 2013, công ty đã xây dựng mạng lưới hơn 900 điểm giao dịch trên toàn quốc, phục vụ hàng triệu lượt khách hàng, qua đó trở thành chuỗi cầm đồ hiện đại lớn nhất Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Mạnh Tùng

tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn

Thực tập sinh hỗ trợ phân tích:

Nguyễn Quốc Anh

anh.nguyenquoc6@vndirect.com.vn

Tái định vị ngành cầm đồ theo chuẩn dịch vụ tài chính hiện đại

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với F88 với giá mục tiêu 93.100 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 24,3%. Trong trường hợp F88 hoàn tất phát hành 10% cổ phần ra công chúng với giá 71.000 đồng/cổ phiếu, sau khi điều chỉnh pha loãng, giá mục tiêu đạt 91.100 đồng/cổ phiếu.
- Định giá của chúng tôi được hỗ trợ bởi triển vọng tăng trưởng tín dụng bền vững, khả năng duy trì ROE ở mức cao và tiềm năng mở rộng dài hạn của thị trường tài chính thay thế tại Việt Nam.

Luân điểm đầu tư

Thị trường tín dụng thay thế Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng đáng kể khi nhóm khách hàng đại chúng và chưa được phục vụ đầy đủ bởi hệ thống tài chính chính thức vẫn chiếm khoảng 70% dân số. Bên cạnh đó, Việt Nam đang trong giai đoạn dân số vàng với nhu cầu tiêu dùng ngày càng gia tăng, tạo động lực mạnh mẽ cho tín dụng tiêu dùng, mua sắm và hoạt động kinh doanh hộ gia đình trong dài hạn. Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành, F88 được hưởng lợi nhờ xây dựng sớm hệ thống vận hành chuẩn hóa, mạng lưới phòng giao dịch rộng khắp, nền tảng công nghệ và năng lực tuân thủ pháp lý. Những lợi thế này tạo ra rào cản gia nhập đáng kể, giúp F88 duy trì lợi thế cạnh tranh và gia tăng thị phần khi thị trường tiếp tục tăng trưởng.

Khả năng sinh lời vượt trội nhờ tập trung vào phân khúc lợi suất cao và quản trị rủi ro hiệu quả

F88 sở hữu khả năng sinh lời vượt trội với ROE năm 2025 đạt 34%, thuộc nhóm cao nhất trong ngành tài chính tiêu dùng. Động lực chính đến từ việc gia tăng mạnh mẽ quy mô tín dụng trong phân khúc cho vay tiền mặt cầm cố tài sản, giúp doanh nghiệp duy trì NIM bình quân ở mức 45%, vượt trội so với mặt bằng chung của ngành. Bên cạnh đó, việc hợp tác với các ngân hàng như CIMB và MB, giúp F88 mở rộng 20-25% quy mô dư nợ (theo hình thức hợp tác cho vay) mà không cần gia tăng tương ứng tài sản trên bảng cân đối kế toán của F88, qua đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và hỗ trợ ROE. F88 cũng sở hữu lợi thế quản trị rủi ro nhờ mô hình cho vay gắn với tài sản bảo đảm, trong đó phần lớn tài sản cầm cố là ô tô, xe máy liên quan trực tiếp đến sinh kế của khách hàng, qua đó giúp duy trì tỷ lệ thu hồi và xử lý nợ xấu cao hơn đáng kể so với các công ty tài chính tiêu dùng truyền thống.

Cơ cấu nguồn vốn đa dạng đảm bảo khả năng tăng trưởng bền vững

Khác với các công ty tài chính tiêu dùng truyền thống vốn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn vốn ngắn hạn, F88 đã xây dựng danh mục huy động cân bằng hơn giữa nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn thông qua các khoản vay tín dụng trong nước, quốc tế và phát hành giấy tờ có giá. Nhờ đó, công ty giảm thiểu rủi ro thanh khoản, đồng thời chủ động hơn trong việc đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó, F88 duy trì tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (37%) cao hơn đáng kể so với nhiều doanh nghiệp tài chính tiêu dùng. Bên cạnh đó, kế hoạch tăng vốn thêm hơn 1.500 tỷ đồng dự kiến được thực hiện trong năm 2026, sẽ tiếp tục củng cố năng lực tài chính, nâng cao hệ số an toàn vốn và tạo dư địa cho việc mở rộng quy mô hoạt động trong các năm tới

Mạng lưới phòng giao dịch lớn kết hợp với nền tảng số tạo lợi thế cạnh tranh bền vững

Với hệ thống 976 phòng giao dịch trên toàn quốc, F88 xây dựng mô hình Phygital kết hợp giữa mạng lưới giao dịch và nền tảng số, giúp chuẩn hóa quy trình vận hành, nâng cao hiệu quả quản trị rủi ro và mở rộng khả năng tiếp cận khách hàng. Mô hình này tạo lợi thế cạnh tranh khó sao chép nhờ đòi hỏi thời gian, công nghệ và năng lực vận hành để xây dựng, đồng thời là nền tảng để F88 phát triển hệ sinh thái dịch vụ tài chính như ngân hàng đại lý, bảo hiểm, qua đó đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi trong dài hạn.

Tổng quan tài chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	N/A	104,8%	60,7%	24,4%
Tăng trưởng tín dụng svck	23%	57%	48%	30%
NIM	43,8%	49,4%	48,9%	47,5%
Tỷ lệ xóa nợ/ Dư nợ bình quân	22,1%	16,7%	18,4%	17,6%
ROE trung bình	22,6%	34,4%	38,2%	33,3%

Triển vọng ngành: Mô hình chuỗi cầm đồ hiện đại đang dần thay thế hình thức cầm đồ truyền thống

Chúng tôi cho rằng bức tranh ngành tài chính thay thế trong 5 năm tới sẽ được định hình bởi ba động lực chính.

- 1) Dư địa tăng trưởng còn rất lớn từ nhóm khách hàng chưa được phục vụ đầy đủ bởi hệ thống ngân hàng truyền thống.
- 2) Xu hướng dịch chuyển từ các cửa hàng cầm đồ truyền thống sang mô hình cầm đồ hiện đại, chuyên nghiệp và minh bạch hơn.
- 3) Môi trường pháp lý ngày càng hoàn thiện, góp phần thúc đẩy sự phát triển chính thức của ngành tài chính thay thế và hạn chế tín dụng đen.

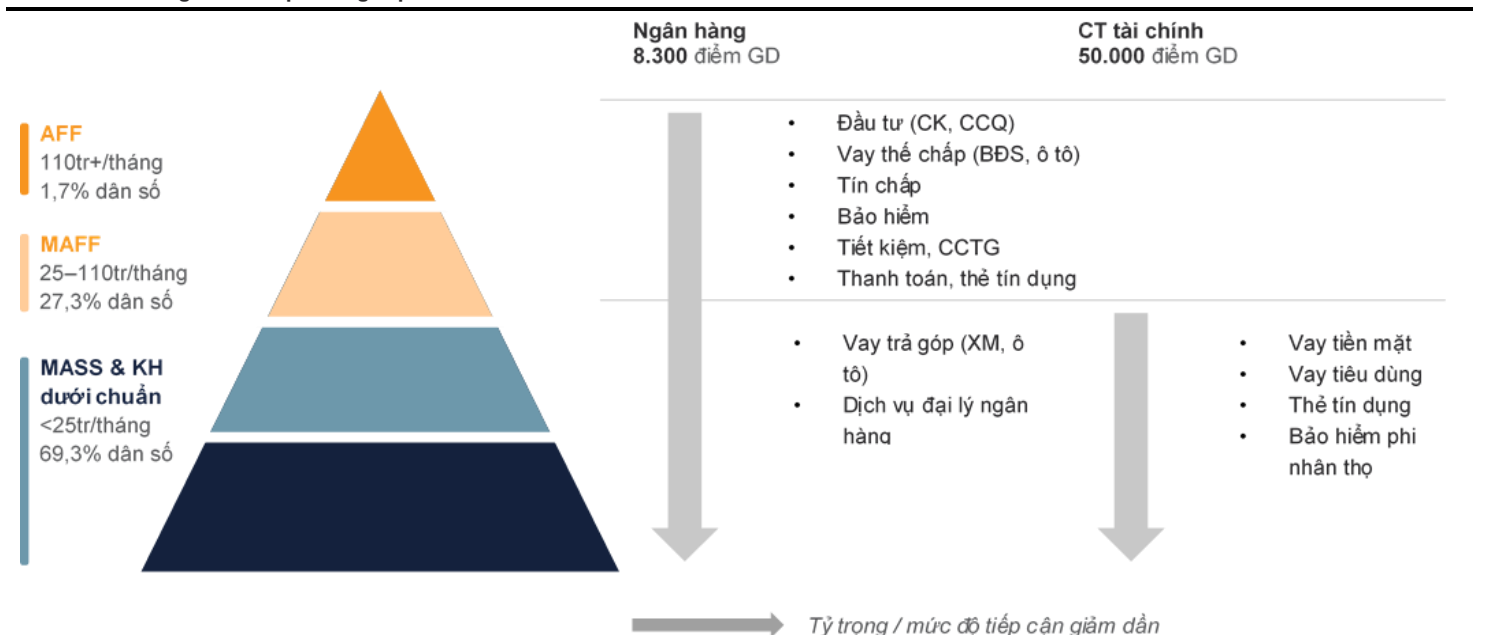
Những yếu tố này không chỉ đẩy nhanh quá trình chuyên nghiệp hóa ngành mà còn tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có quy mô lớn, thương hiệu mạnh và năng lực quản trị rủi ro tốt tiếp tục mở rộng thị phần và duy trì tăng trưởng bền vững trong dài hạn

Tiềm năng thị trường còn rất lớn so với các quốc gia trong khu vực

Cơ cấu dân số Việt Nam cho thấy dư địa tăng trưởng lớn cho ngành tài chính tiêu dùng khi gần 70% dân số thuộc phân khúc thu nhập dưới 25 triệu đồng/tháng, trong khi đây lại là nhóm khách hàng khó tiếp cận tín dụng ngân hàng truyền thống.

Bên cạnh đó, Việt Nam đang trong giai đoạn dân số vàng với tỷ lệ người trẻ và trong độ tuổi lao động cao, tạo nhu cầu lớn đối với các sản phẩm vay mua sắm, xe cộ và tiêu dùng cá nhân. Điều này mở ra cơ hội tăng trưởng dài hạn cho các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính thay thế, đặc biệt là những doanh nghiệp sở hữu mạng lưới phân phối rộng và khả năng quản trị rủi ro tín dụng hiệu quả.

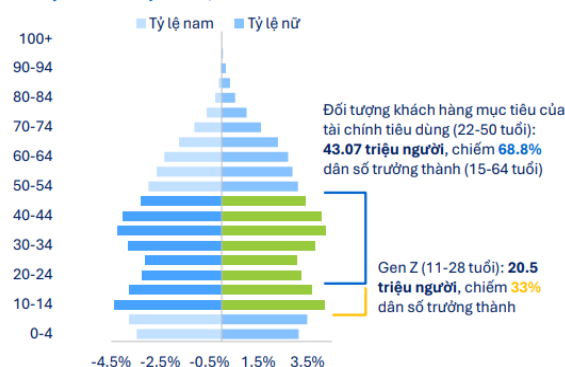
Hình 1: Tiềm năng lớn từ thị trường mục tiêu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Tập khách hàng còn nhiều tiềm năng

Tháp dân số Việt Nam, 2026



2030E

Độ tuổi 15-35 (hoàn toàn là thế hệ Gen Z) dự kiến chiếm 48% dân số trưởng thành

- Các fintech trong lĩnh vực tài chính thay thế đang tập trung nhiều hơn vào các phân khúc người dùng am hiểu công nghệ, đặc biệt là thế hệ Gen Z và Gen Y, thúc đẩy sự chuyển dịch khỏi các mô hình cho vay tiền mặt truyền thống.
- Trong tương lai, khi thế hệ Gen Z gia nhập lực lượng lao động và chiếm tỷ lệ lớn trong dân số trưởng thành, họ sẽ trở thành nhóm khách hàng chính của các đơn vị cho vay tiêu dùng. Các công ty và tổ chức cho vay sẽ phát triển những sản phẩm, dịch vụ riêng biệt dành cho Gen Z, nhằm phù hợp với những thói quen tiêu dùng đặc trưng của nhóm khách hàng này.

Data Analytics Research Intelligence Ratings

	Gen Alpha Sau 2009	Gen Z 1997 - 2009	Gen Y 1981 - 1996
Công nghệ	Là thế hệ sinh ra và lớn lên cùng điện thoại thông minh và mạng xã hội, Gen Alpha có tiềm năng thích ứng vượt trội với các công nghệ mới	Sinh ra và lớn lên trong thời đại kỹ thuật số, Gen Z dễ dàng tiếp cận và thích nghi với công nghệ trong lĩnh vực tài chính: ví điện tử, ngân hàng số,...	Là thế hệ sinh ra và lớn lên trong thời đại chuyển giao của công nghệ, thế hệ Y sử dụng công nghệ một cách cẩn trọng và có mục đích cụ thể
Khẩu vị rủi ro	Với khả năng chi tiêu hạn chế, Gen Alpha thể hiện sự ít chấp nhận rủi ro hơn vì các quyết định tài chính chủ yếu chịu sự giám sát của cha mẹ	Gen Z thể hiện sự ưa thích rủi ro cao hơn do việc tiếp cận sớm với nhiều hình thức tài chính khác nhau cũng như xu hướng tiêu dùng phóng khoáng	Gen Y thể hiện sự thận trọng trong việc chấp nhận rủi ro, nhấn mạnh vào việc chi tiêu có mục đích và đa dạng hóa tài sản trong chiến lược đầu tư của họ
Mục tiêu tài chính	Do nhận thức vẫn còn đang trong giai đoạn tìm hiểu, gen Alpha tập trung vào giáo dục và phát triển tư duy hơn là chi tiêu hoặc đầu tư ngay lập tức	Gen Z có mục tiêu theo đuổi sự độc lập tài chính và sở hữu nhà/xe riêng nhưng lại thiếu kế hoạch chi tiêu và tích lũy dài hạn	Gen Y ưu tiên sự ổn định về mặt thu nhập, phúc lợi gia đình và các khoản đầu tư rủi ro thấp để cân bằng giữa tăng trưởng bền vững và quản lý rủi ro.
Quan điểm về tài chính tiêu dùng	Thế hệ Alpha được tiếp cận công nghệ từ sớm nhưng thiếu tự chủ tài chính vì việc sử dụng các dịch vụ tài chính vẫn hoàn toàn phụ thuộc vào sự can thiệp của cha mẹ	Gen Z là nhóm khách hàng dễ tiếp nhận các khoản vay tiêu dùng nhất, coi đó là công cụ để thỏa mãn nhu cầu tức thì thay vì chờ đợi tích lũy vốn.	Gen Y có lập trường thực dụng và thận trọng, coi nợ là một công cụ tài chính chứ không dựa dẫm vào nó, vì vậy họ ưu tiên kiểm soát các khoản vay của bản thân

14

Nguồn: FiinGroup

Ngành tài chính thay thế đã bước sang chu kỳ tăng trưởng mới

Theo FiinRatings, thị trường cho vay thay thế đang từng bước trở thành một cầu phần quan trọng trong hệ sinh thái tài chính tiêu dùng Việt Nam. Phân khúc này tập trung phục vụ nhóm khách hàng chưa được đáp ứng đầy đủ bởi hệ thống ngân hàng và các tổ chức tín dụng truyền thống, qua đó góp phần thu hẹp khoảng trống tiếp cận vốn trong nền kinh tế. FiinRatings dự báo dư nợ thị trường cho vay thay thế sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 17–20%/năm trong giai đoạn 2025–2030 (kịch bản cơ sở), phản ánh dư địa tăng trưởng dài hạn của ngành.

Trong các mô hình cho vay thay thế, chuỗi cầm đồ hiện đại được đánh giá là phân khúc có quy mô lớn nhất và sở hữu khung pháp lý tương đối hoàn thiện, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp như F88 mở rộng hoạt động một cách bền vững. Đồng thời, sự phát triển của mô hình này góp phần thay đổi nhận thức của người dân về dịch vụ cầm cố tài sản như một giải pháp tài chính minh bạch, hạn chế tín dụng đen, thúc đẩy tài chính toàn diện và hỗ trợ tăng trưởng thị trường tín dụng tiêu dùng trong dài hạn.

Hình 3: Các mô hình tài chính thay thế

Mô hình	Mô hình kinh doanh	Chủ thể tham gia thị trường	Khung pháp lý	Sản phẩm phổ biến
Dịch vụ cầm đồ 	Hình thức cho vay dựa trên việc nhận cầm cố tài sản của người vay. Người vay sẽ mang tài sản của mình (như ô tô, xe máy hoặc các tài sản có giá trị khác) đến cơ sở cầm đồ và cơ sở này sẽ định giá tài sản đó để đưa ra một khoản vay tương ứng	- Các chuỗi cầm đồ nhỏ lẻ hoạt động tại địa phương, phụ thuộc vào các cửa hàng vật lý. - Các chuỗi cầm đồ thể hệ mới với mô hình hoạt động chuyên nghiệp, vận hành với cả các cửa hàng vật lý và nền tảng trực tuyến (online).	Có khung pháp lý rõ ràng hơn các mô hình cho vay thay thế khác, được quản lý bởi Bộ Luật Dân sự và Bộ Công An	- Các chuỗi cầm đồ truyền thống thường nhận cầm cố tài sản như ô tô, xe máy, đồ điện tử - Trong khi đó, các chuỗi cầm đồ thể hệ mới chủ yếu tập trung vào các sản phẩm cho vay bằng đăng ký xe
Cho vay ngắn hạn (Payday) 	Hình thức vay tiêu dùng hạn mức thấp với kỳ hạn ngắn, phổ biến dưới 15 ngày. Hình thức này yêu cầu hồ sơ đơn giản chỉ bao gồm căn cước công dân và số điện thoại	- Các công ty thường hoạt động dưới giấy phép cầm đồ, cho vay thông qua các công ty liên kết - Các Fintech phát triển các ứng dụng cho vay / nền tảng cho vay online	Hiện chưa có khung pháp lý cụ thể quản lý hoạt động này	Vay tín chấp hạn mức thấp (phổ biến dưới 10 triệu) với kỳ hạn ngắn (từ 7-15 ngày)
Mua trước trả sau (BNPL) 	Hình thức tài chính ngắn hạn cho phép người tiêu dùng mua sắm hàng hóa hoặc dịch vụ ngay lập tức và thanh toán trong tương lai. Dịch vụ này thường được cấu trúc tương tự vay trả góp và liên quan đến ba bên chính gồm người tiêu dùng, nhà cung cấp dịch vụ và người bán hàng. Trong đó người bán thanh toán trực tiếp cho nhà cung cấp dịch vụ thay vì giải ngân cho khách hàng và khách hàng sẽ hoàn trả khoản tiền này cho nhà cung cấp theo kỳ hạn đã thỏa thuận	- Các công ty mua trước trả sau thuộc các tập đoàn tài chính lớn, nền tảng thương mại điện tử và bán lẻ - Các nền tảng mua trước trả sau phát triển bởi các công ty Fintech startup	Hiện chưa có khung pháp lý cụ thể quản lý hoạt động này	Trả góp mua sắm hàng hóa /dịch vụ
Cho vay ngang hàng (P2P lending) 	Hình thức trung gian tài chính giúp kết nối người có nhu cầu vay và người cho vay (chủ yếu là các nhà đầu tư nhỏ lẻ) mà không cần sự can thiệp của các tổ chức tài chính truyền thống như ngân hàng hoặc công ty tài chính	Các Fintech	Đang được cho phép thử nghiệm có kiểm soát thông qua Nghị định 94/2025	Kết nối giữa người có nhu cầu vay và các nhà đầu tư cá nhân có nguồn vốn nhàn rỗi.

Data Analytics Research Intelligence Ratings

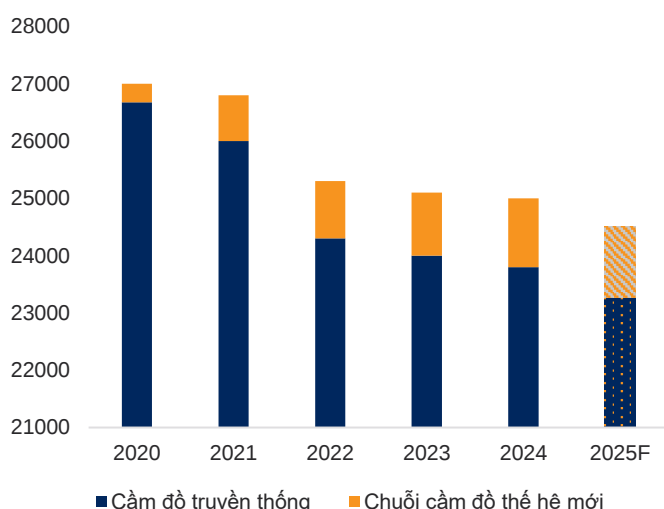
5

Nguồn: FiinGroup

Thị trường phân mảnh, xu hướng dịch chuyển từ cửa hàng cầm đồ truyền thống sang cầm đồ hiện đại

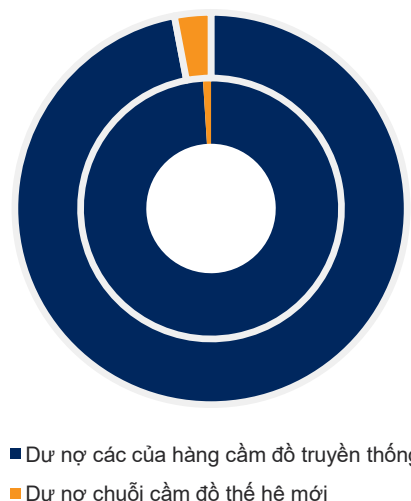
Thị trường cầm đồ Việt Nam hiện vẫn ở giai đoạn phân mảnh cao, thể hiện qua việc số lượng cơ sở cầm đồ truyền thống chiếm áp đảo trong tổng số khoảng 24.500–27.000 cơ sở trên toàn thị trường giai đoạn 2020–2025. Mặc dù tổng số cửa hàng cầm đồ có xu hướng giảm từ 27.000 cơ sở năm 2020 xuống khoảng 24.500 cơ sở năm 2025, số lượng chuỗi cầm đồ thể hệ mới lại liên tục gia tăng, phản ánh xu hướng thay thế dần các cửa hàng nhỏ lẻ bằng mô hình vận hành chuyên nghiệp và minh bạch hơn.

Hình 4: Số lượng cơ sở kinh doanh dịch vụ cầm đồ



Nguồn: FiinGroup

Hình 5: Ước tính quy mô thị trường cầm đồ tại Việt Nam



Nguồn: FiinGroup

Môi trường pháp lý dần hoàn thiện

Môi trường pháp lý đối với ngành cầm đồ tại Việt Nam đang có xu hướng ngày càng hoàn thiện và minh bạch hơn, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp hoạt động bài bản mở rộng quy mô.

Ở cấp độ pháp lý nền tảng, hoạt động cầm đồ còn được điều chỉnh bởi Bộ luật Dân sự, Luật Doanh nghiệp và các quy định về phòng chống rửa tiền, giúp nâng cao tính minh bạch và kiểm soát rủi ro trong toàn ngành.

Khung pháp lý chuyên ngành được thiết lập tương đối rõ ràng thông qua Nghị định 96/2016 (sửa đổi năm 2023), quy định cụ thể về điều kiện kinh doanh, phạm vi hoạt động và yêu cầu an ninh trật tự đối với dịch vụ cầm đồ. Bên cạnh đó, Nghị định 282/2025/NĐ-CP tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý cho hoạt động cho vay cầm cố tài sản thông qua cơ chế cho vay theo tỷ lệ giá trị tài sản (LTV) và cho phép một số trường hợp không cần lưu giữ tài sản cầm cố, qua đó tạo cơ sở pháp lý rõ ràng hơn cho mô hình title lending – sản phẩm chủ lực của các chuỗi cầm đồ hiện đại như F88.

Kể từ giai đoạn đẩy mạnh xử lý tín dụng đen trong giai đoạn 2022–2023, ngành cầm đồ tại Việt Nam đang bước vào quá trình chuẩn hóa mạnh mẽ. Các biện pháp như cấm dịch vụ đòi nợ thuê, hoàn thiện khung pháp lý đối với hoạt động thu hồi nợ và tăng cường kiểm soát tín dụng phi chính thức đang từng bước thu hẹp không gian hoạt động của tín dụng đen. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp tài chính thay thế hoạt động minh bạch, tuân thủ pháp luật như F88 được kỳ vọng sẽ hưởng lợi khi nhu cầu tín dụng dần dịch chuyển từ khu vực phi chính thức sang các tổ chức được quản lý bài bản

Hình 6: Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động kinh doanh dịch vụ cầm đồ tại Việt Nam



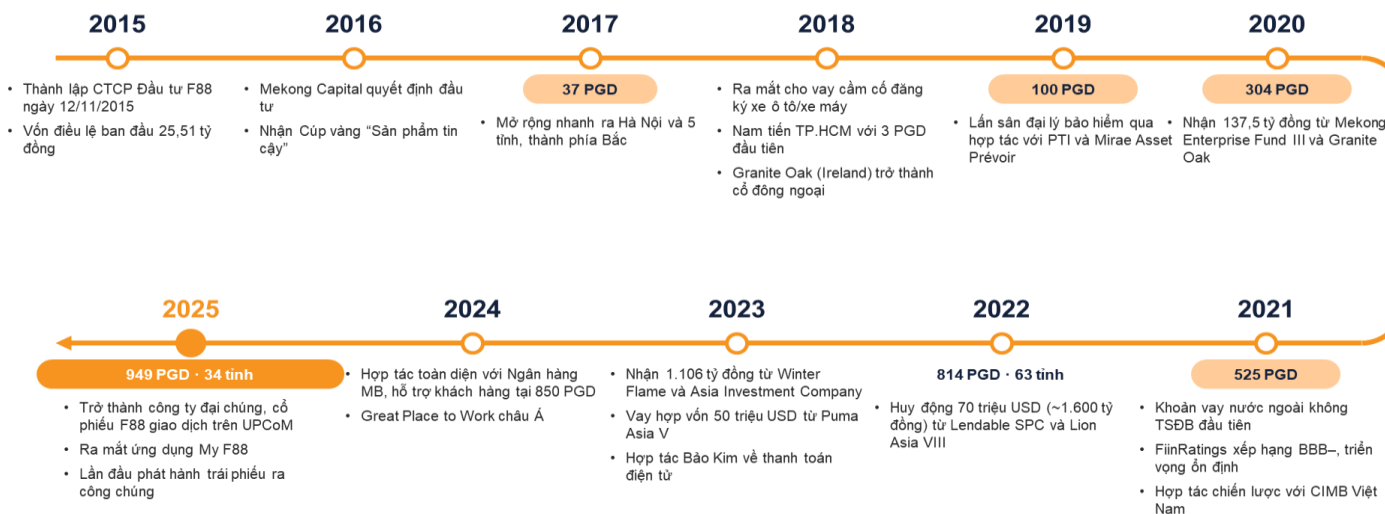
Điểm nhấn: cầm đồ là phân khúc duy nhất trong tài chính thay thế có hành lang pháp lý và cơ chế kiểm soát rõ ràng; hai điểm chưa chuẩn hóa còn lại là cấu trúc phí ngoài lãi và hoạt động thu hồi nợ.

Nguồn: FiinGroup, VNDIRECT RESEARCH tổng hợp

F88: Tiên phong kiến tạo hệ sinh thái tài chính bình dân, đẩy lùi tín dụng đen

Lịch sử hình thành

Hình 7: Lịch sử hình thành của F88



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

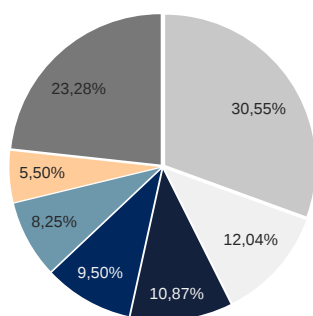
Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo

Cơ cấu cổ đông: F88 sở hữu cơ cấu cổ đông tương đối chất lượng với sự kết hợp giữa nhà sáng lập và nhà đầu tư tài chính chuyên nghiệp. Mekong Capital hiện là cổ đông lớn nhất khi nắm giữ khoảng 36% vốn thông qua Skydom PTE. LTD (30,5%) và Winter Flame Pte. Ltd (5,5%). Trong khi đó, hai nhà sáng lập Phùng Anh Tuấn và Ngô Quang Hưng vẫn sở hữu tổng cộng 23% vốn. Cơ cấu sở hữu này tạo ra sự cân bằng giữa động lực tăng trưởng từ đội ngũ sáng lập và tính kỷ luật trong quản trị từ các nhà đầu tư tổ chức.

Ban lãnh đạo: Điểm khác biệt lớn nhất trong cơ cấu quản trị là sự tham gia của ông Piyasak Ukritnukun, đương kim Tổng Giám đốc Ngern Tid Lor (Thái Lan), với vai trò thành viên độc lập từ năm 2025. Ngern Tid Lor là công ty cho vay cầm cố đã niêm yết trên sàn SET, hoạt động tại thị trường đi trước Việt Nam khoảng một thập kỷ ở phân khúc này và cũng chính là mô hình F88 tham chiếu khi thiết kế sản phẩm lõi. Chúng tôi đánh giá đây là lợi thế quản trị mà phần lớn công ty tài chính trong nước chưa có.

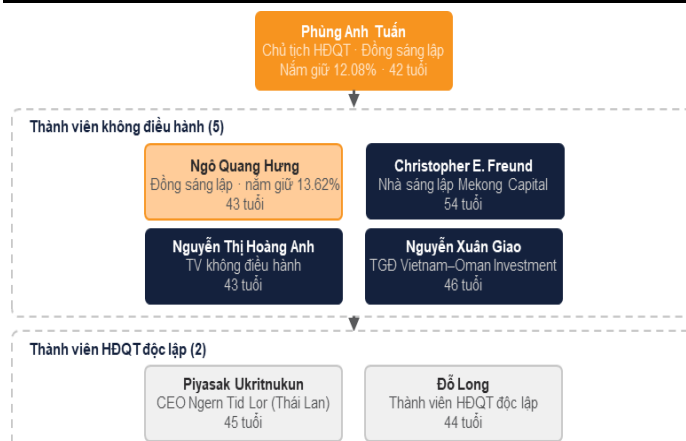
Hình 8: Cơ cấu cổ đông

- Công ty TNHH Skydom PTE.LTD
- Phùng Anh Tuấn
- Ngô Quang Hưng
- Công ty TNHH Bronze Blade Limited
- Công ty TNHH Asia Investment Company S.À R.L.
- Công ty TNHH Winter Flame Pte.Ltd



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 9: Cơ cấu ban lãnh đạo



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Đối tượng khách hàng

Khách hàng mục tiêu của F88 là nhóm underbanked (đã tiếp cận một phần dịch vụ tài chính nhưng chưa được phục vụ đầy đủ) và một phần unbanked (chưa tiếp cận hệ thống tài chính chính thức). Đây chủ yếu là hộ kinh doanh cá thể, lao động tự do, người làm công ăn lương có thu nhập trung bình và thấp hoặc khách hàng gặp khó khăn trong việc chứng minh thu nhập theo tiêu chuẩn ngân hàng. Điểm chung của nhóm này là sở hữu tài sản có giá trị để cầm cố (ô tô, xem máy) và có nhu cầu tiếp cận nguồn vốn nhỏ với quy trình giải ngân nhanh.

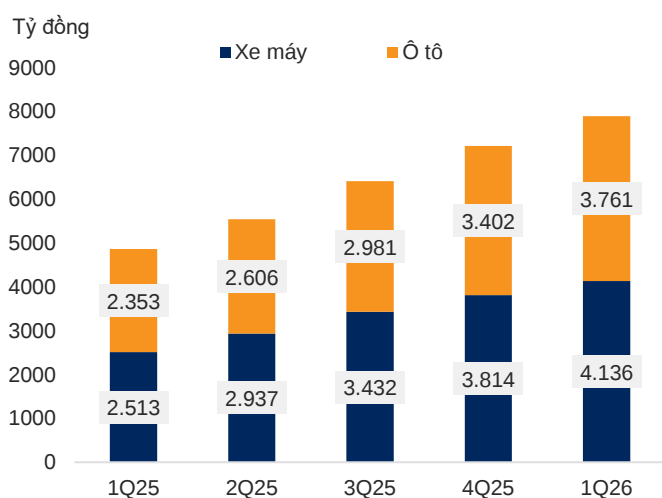
Sản phẩm chính

Cho vay: Đóng góp 87% doanh thu F88 trong năm 2025. Danh mục cho vay tập trung vào hai phân khúc chủ đạo là cầm cố xe máy và ô tô, với dư nợ lần lượt đạt 3.814 tỷ đồng và 3.402 tỷ đồng tại cuối năm 2025. Đối với các khoản vay cầm cố xe, khách hàng ký biên bản bàn giao bản gốc giấy đăng ký xe theo đúng quy trình của công ty (F88 không giữ tài sản). Ngoài ra F88 cũng cung cấp các khoản vay đặc thù như “Gói vay hỗ trợ phụ nữ tự doanh/khởi nghiệp”, “Gói vay theo thu nhập dành cho công nhân/viên chức”, “Gói vay 3 triệu 3 tháng dành cho nhu cầu vốn nhỏ.

Thu nhập từ hoạt động cho vay của F88 bao gồm lãi vay và các loại phí dịch vụ liên quan đến khoản vay, như phí quản lý khoản vay, phí quản lý tài sản và phí ký gửi tài sản. Ngoài ra, đối với các trường hợp khách hàng không thực hiện đúng nghĩa vụ theo hợp đồng, công ty có thể thu thêm phí trả chậm hoặc phí tắt toán trước hạn theo các điều khoản đã được công bố và thỏa thuận với khách hàng tại thời điểm giải ngân.

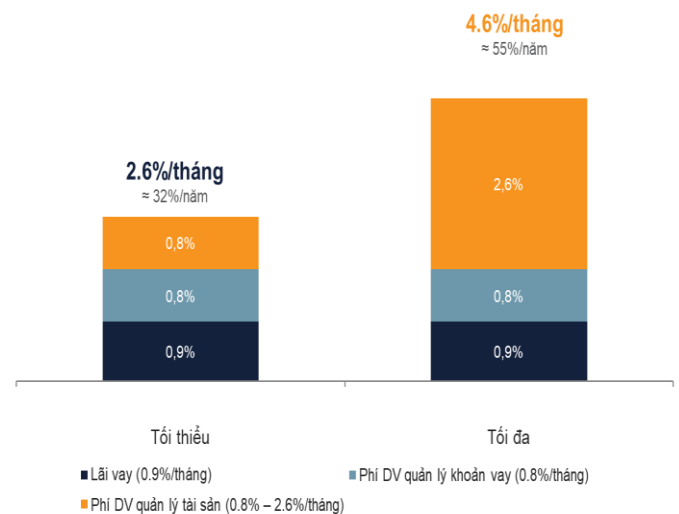
Theo công bố tại website của F88, tổng chi phí vay quy đổi trên dư nợ gốc ban đầu (lãi phẳng) dao động khoảng 2,6%–4,6%/tháng, tương đương 32%–55%/năm. Trong đó, lãi suất danh nghĩa được áp dụng ở mức 0,9%/tháng, phần còn lại chủ yếu là các loại phí dịch vụ, bao gồm phí quản lý khoản vay khoảng 0,8%/tháng và phí quản lý tài sản từ 0,8%–2,6%/tháng tùy theo từng sản phẩm và tài sản bảo đảm.

Hình 10: Cơ cấu cho vay theo sản phẩm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 11: Cấu trúc lãi và phí khoản vay tại F88



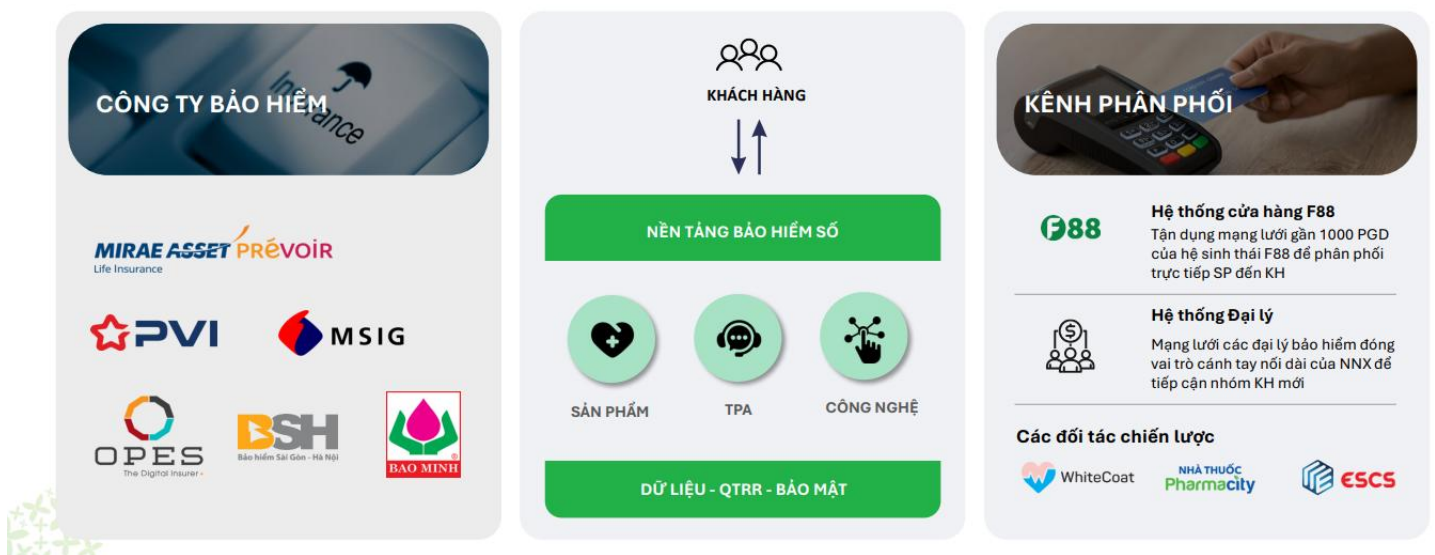
Ghi chú: lãi và chi phí vay quy đổi trên dư nợ gốc ban đầu (lãi phẳng)
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Phân phối bảo hiểm: Kể từ năm 2024, F88 thành lập công ty con là công ty cổ phần công nghệ ngôi nhà xanh (NNX), nhằm định hình hành một đơn vị “Insurtech” chuyên biệt, công ty này sẽ liên kết với các đối tác là công ty bảo hiểm phát triển các sản phẩm bảo hiểm chuyên biệt phục vụ tệp khách hàng bình dân dưới thương hiệu của công ty.

Mảng phân phối bảo hiểm của F88 có 3 kênh bán chính: kênh Mạng lưới phòng giao dịch, Kênh cộng tác viên & Kênh đối tác. Trong đó kênh mạng lưới PGD thì vẫn được quản lý bởi F88, NNX sẽ phụ trách (1) Phối hợp với các insurers để phát triển sản phẩm may đo; (2) Phát triển kênh CTV & Kênh đối tác; (3) Chăm sóc sau bán & xử lý bồi thường (Dịch vụ TPA)

Trong năm 2025 mảng bảo hiểm đóng góp 12% tổng doanh thu của F88. Các sản phẩm bảo hiểm chủ lực bao gồm bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm khoản vay và các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ (P&C), như bảo hiểm tai nạn cá nhân và bảo hiểm xe cơ giới.

Hình 12: Hoạt động kinh doanh bảo hiểm được tái cấu trúc về mô hình hoạt động đảm bảo mang lại giá trị cho Khách hàng, đa dạng đối tác phân phối và các đối tác bảo hiểm gốc



Nguồn: F88

Dịch vụ khác: Bên cạnh hoạt động cho vay cầm cố, F88 còn cung cấp hệ sinh thái các dịch vụ tài chính và tiện ích gia tăng, bao gồm mở tài khoản ngân hàng, hỗ trợ giải quyết quyền lợi bảo hiểm, thanh toán hóa đơn điện, nước, nạp tiền điện thoại và dịch vụ nhận, gửi hàng hóa. Các dịch vụ này giúp nâng cao trải nghiệm khách hàng, gia tăng tần suất tương tác và từng bước mở rộng vai trò của F88 như một điểm cung cấp dịch vụ tài chính và tiện ích toàn diện.

Chiến lược kinh doanh

Thay đổi nhận thức về ngành cầm đồ thông qua mô hình tài chính thay thế hiện đại, minh bạch

F88 cũng tập trung xây dựng văn hóa doanh nghiệp và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực nhằm hỗ trợ quá trình chuyển đổi từ một chuỗi cửa hàng cầm đồ truyền thống sang một nền tảng dịch vụ tài chính toàn diện. Công ty đẩy mạnh đào tạo, chuẩn hóa quy trình vận hành và nâng cao tính minh bạch trong hoạt động kinh doanh, qua đó từng bước cải thiện hình ảnh thương hiệu, giảm bớt định kiến đối

với ngành tài chính thay thế và tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Đẩy mạnh số hóa, áp dụng công nghệ vào quản trị và vận hành

Quản trị rủi ro đóng vai trò then chốt trong lĩnh vực tài chính thay thế. Năm 2025, F88 triển khai hệ thống Decision Engine nhằm tự động hóa và chuẩn hóa quy trình cấp tín dụng. Nền tảng này cho phép doanh nghiệp chuyển từ mô hình đánh giá mang tính chủ quan sang cơ chế ra quyết định dựa trên dữ liệu, giúp nâng cao chất lượng thẩm định, kiểm soát rủi ro hiệu quả hơn và đảm bảo tính nhất quán trên toàn hệ thống.

Hệ thống điều hành thông minh F88 đã xây dựng Command Center để tăng cường khả năng quản trị và giám sát hoạt động theo thời gian thực. Hệ thống hỗ trợ kiểm soát chất lượng dịch vụ đồng nhất trên toàn mạng lưới, nâng cao hiệu quả vận hành, giảm thiểu rủi ro hoạt động và tăng cường năng lực quản lý an ninh, qua đó tạo nền tảng cho quá trình mở rộng quy mô trong tương lai.

Hình 13: Hệ thống trung tâm điều hành thông minh



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Mạng lưới kênh phân phối

Kênh phân phối chi nhánh vật ký đóng vai trò điểm chạm trong hành trình khách hàng của F88

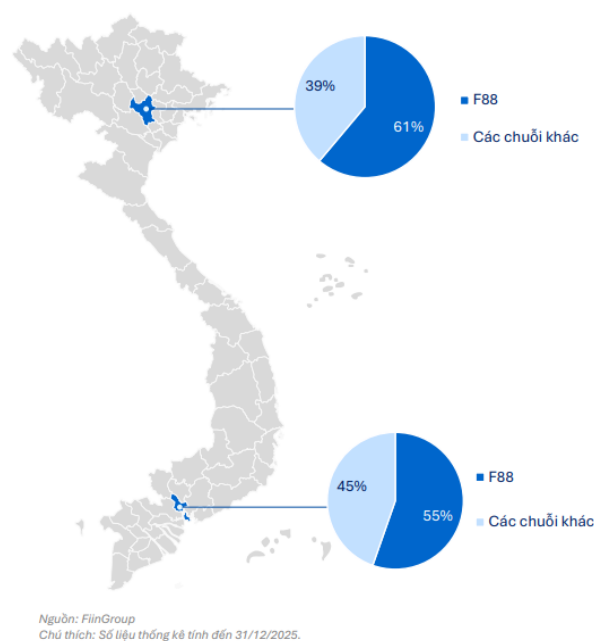
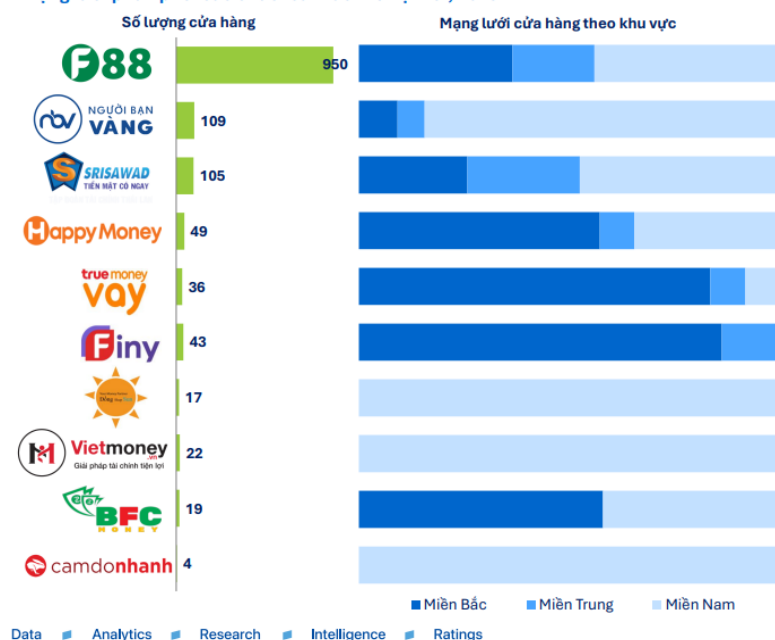
F88 sở hữu mạng lưới phân phối rộng khắp với 976 điểm giao dịch trên toàn quốc tính đến cuối năm 30/6/2026, tạo lợi thế đáng kể trong việc tiếp cận nhóm khách hàng đại chúng có nhu cầu tài chính ngắn hạn. Bên cạnh kênh giao dịch trực tiếp, công ty đẩy mạnh số hóa quy trình thông qua các nền tảng công nghệ phục vụ thẩm định, quản lý khoản vay, thu hồi nợ và chăm sóc khách hàng, giúp nâng cao hiệu quả vận hành và khả năng mở rộng quy mô.

Mô hình kết hợp giữa mạng lưới cửa hàng vật lý và nền tảng số cho phép F88 vừa duy trì lợi thế tiếp cận khách hàng tại địa phương, vừa gia tăng trải nghiệm người dùng và tối ưu chi phí phục vụ trong dài hạn.

Trong giai đoạn 2026–2030, ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở rộng mạng lưới lên 1.500–2.000 điểm giao dịch, tạo nền tảng cho tăng trưởng dư nợ, doanh thu dịch vụ và độ phủ thương hiệu trên toàn quốc.

Hình 14: Số lượng cơ sở kinh doanh dịch vụ cầm đồ của F88 vượt trội so với các chuỗi cầm đồ thể hệ mới khác

Mạng lưới phân phối các chuỗi cầm đồ thể hệ mới, 2025



Nguồn: F88 Group

Hệ sinh thái đối tác đa dạng với các ngân hàng và công ty bảo hiểm

Bên cạnh hệ thống phòng giao dịch truyền thống, F88 sở hữu hệ sinh thái phân phối đa kênh gồm ứng dụng My F88 với hơn 1 triệu người dùng, hơn 50 đối tác doanh nghiệp và 5.300 cộng tác viên cá nhân. Thông qua hợp tác với các tổ chức như MB, Zalo, MoMo, công ty mở rộng đáng kể khả năng tiếp cận khách hàng, đặc biệt là phân khúc chưa hoặc khó tiếp cận dịch vụ của các ngân hàng truyền thống. Đây là lợi thế cạnh tranh quan trọng giúp doanh nghiệp mở rộng độ phủ khách hàng, giảm chi phí tiếp cận thị trường, đa dạng hóa nguồn doanh thu và tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Hình 15: Số lượng cơ sở kinh doanh dịch vụ cầm đồ của F88 vượt trội so với các chuỗi cầm đồ thể hệ mới khác

Các đối tác chiến lược chủ lực hiện tại phát triển trên 2 phần hành chính là:
Cho vay và Các dịch vụ giá trị gia tăng khác.



Nguồn: F88

Triển vọng tăng trưởng: Tăng trưởng tín dụng và thu nhập dịch vụ hỗ trợ đà tăng trưởng bền vững

Hình 16: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026–27 (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Dự phóng					Nhận xét
	2025	2026	%svck	2027	%svck	
Thu nhập lãi thuần	2.908	4.364	50,1%	5.809	33,1%	Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần của F88 tăng trưởng 50% trong năm 2026 và 33% trong năm 2027, được hỗ trợ bởi đà mở rộng tín dụng mạnh mẽ với tăng trưởng dư nợ duy trì ở mức khoảng 48% năm 2026 và 30% năm 2027
Thu nhập ngoài lãi	1.002	1.688	68,6%	1.905	12,8%	
- Thu từ dịch vụ	492	837	70,0%	1.130	35,0%	Chúng tôi dự phóng thu từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ +70% svck trong năm 2026 và 35% năm 2027 nhờ lợi thế tệp khách hàng rộng lớn cùng mạng lưới phòng giao dịch và sự kết hợp với sức mạnh số hóa (Digital).
- Thu nhập khác (xử lý nợ)	509	851	67,2%	775	-9,0%	Chúng tôi dự phóng thu nhập từ xử lý nợ xấu duy trì ở mức 50% dự phòng đã trích trong năm 2026 nhờ đặc thù danh mục cho vay có tài sản bảo đảm gắn liền với hoạt động sản xuất kinh doanh và sinh kế của người vay. Điều này giúp nâng cao ý thức trả nợ của khách hàng so với các khoản vay tiêu dùng thông thường, qua đó hỗ trợ hiệu quả công tác thu hồi và xử lý nợ của F88
Tổng thu nhập HĐKD	3.909	6.053	54,8%	7.714	27,4%	
Chi phí hoạt động	(1.994)	(2.905)	45,7%	(3.703)	27,4%	
Lợi nhuận trước dự phòng	1.915	3.147	64,3%	4.011	27,4%	
Chi phí dự phòng	(1.009)	(1.702)	68,7%	(2.213)	30,0%	Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng trên tổng dư nợ cho vay tăng từ 14% năm 2025 lên 16% trong năm 2026 và 2027, phản ánh áp lực trích lập dự phòng gia tăng trong bối cảnh F88 đẩy mạnh quy mô danh mục cho vay
Lợi nhuận trước thuế	908	1.445	59,2%	1.798	24,4%	
Lợi nhuận sau thuế	719	1.156	60,7%	1.439	24,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực

Tần suất giải ngân và tốc độ tăng trưởng dư nợ vượt trội so với bình quân ngành

Trong giai đoạn 2019-2025, thu nhập lãi thuần từ hoạt động cho vay tăng 32% CAGR nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ quy mô giải ngân (cao hơn đáng kể so với mức 22% toàn ngành). Tổng giá trị giải ngân tăng 60% CAGR từ 1,5 nghìn tỷ đồng lên 16 nghìn tỷ đồng năm 2025, phản ánh nhu cầu tín dụng duy trì ở mức tích cực và khả năng mở rộng tệp khách hàng của công ty.

Bên cạnh đó, F88 duy trì NIM cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành nhờ tập trung vào các khoản cho vay tiền mặt có tài sản bảo đảm - phân khúc có biên lợi nhuận cao và mức độ cạnh tranh thấp hơn so với các mô hình tín dụng tiêu dùng truyền thống như cho vay trả góp xe máy hoặc hàng tiêu dùng. Trong 2 năm gần đây, NIM¹ bình quân của F88 đạt 47%, cao hơn đáng kể so với mức 20-30% của các công ty tài chính tiêu dùng truyền thống, qua đó hỗ trợ khả năng sinh lời và tạo bộ đệm để hấp thụ rủi ro tín dụng trong các giai đoạn biến động.

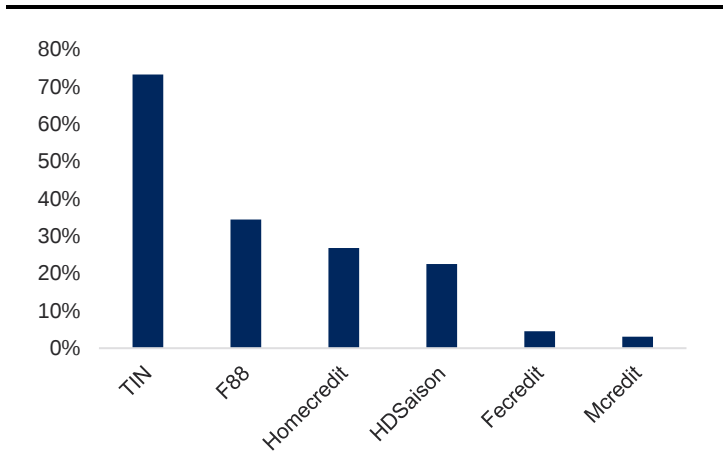
Về triển vọng dài hạn, chúng tôi đánh giá dư địa tăng trưởng của F88 vẫn còn rất lớn nhờ tỷ lệ thâm nhập dịch vụ tài chính thay thế tại Việt Nam đang ở mức thấp

1 NIM của F88 được xác định bằng tổng thu từ phí, lãi cho vay và lãi từ tài sản tài chính trên tổng tài sản sinh lãi bình quân. Tài sản sinh lãi bao gồm dư nợ cho vay (kể cả các khoản cho vay qua kênh hợp tác CIMB) và các tài sản tài chính mang lại thu nhập lãi

Trong đó: Các khoản phí liên quan đến hoạt động cho vay của F88 chủ yếu bao gồm phí dịch vụ quản lý tài sản bảo đảm và phí quản lý khoản vay (tham khảo phần Mô tả sản phẩm)

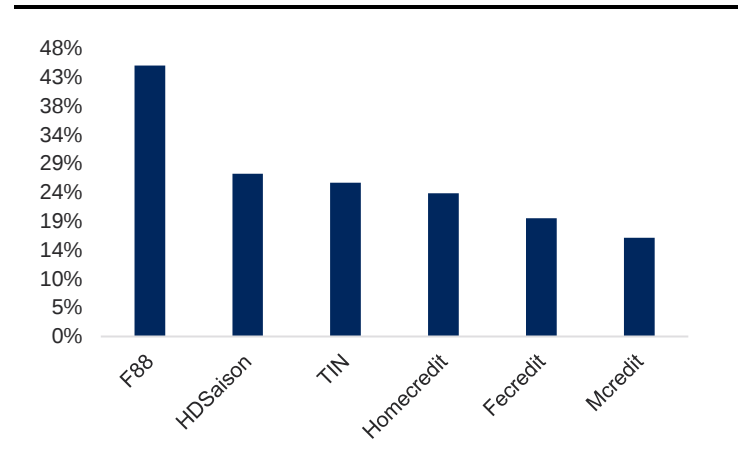
so với các thị trường phát triển hơn trong khu vực như Thái Lan. Nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng và nhu cầu tín dụng bán lẻ tiếp tục gia tăng. Đồng thời, hoạt động của công ty không chịu ràng buộc bởi hạn mức tăng trưởng tín dụng như hệ thống ngân hàng thương mại, tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng quy mô cho vay. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng dư nợ tín dụng và quy mô giải ngân của F88 có thể duy trì tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 32% trong giai đoạn 2026–2030.

Hình 17: ROE ...



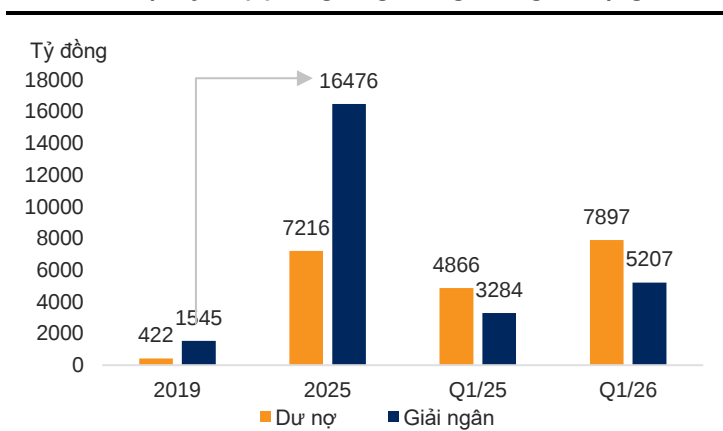
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 18: ... và NIM vượt trội so với công ty tài chính tiêu dùng truyền thống



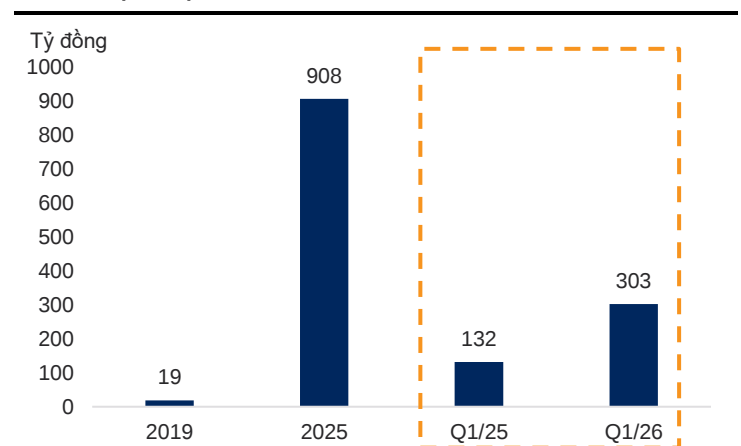
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 19: Dư nợ vay và quy mô giải ngân tăng trưởng ấn tượng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 20: Lợi nhuận trước thuế



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Doanh thu từ mảng bảo hiểm đóng góp đáng kể vào cơ cấu thu nhập, hỗ trợ đa dạng hóa nguồn thu của công ty

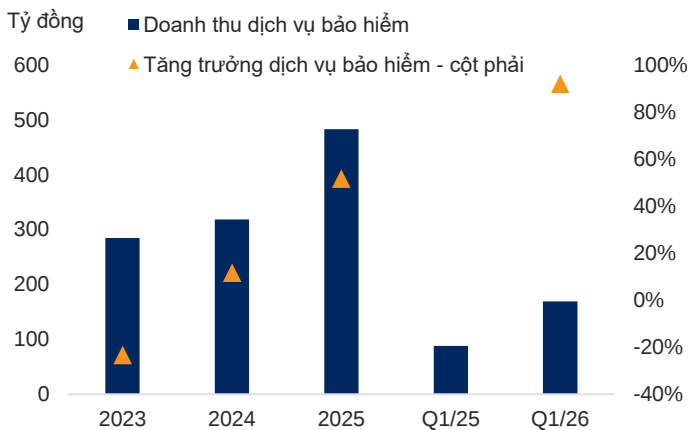
F88 sở hữu lợi thế cạnh tranh khác biệt nhờ tệp khách hàng tài chính tiêu dùng lớn với 1,6 triệu khách hàng bình dân, dữ liệu hành vi (chi tiêu, lịch sử vay) tích lũy qua nhiều năm, sản phẩm bảo hiểm “may đo” theo nhu cầu thực tế và mô hình phân phối “phygital” kết hợp công nghệ số với mạng lưới điểm giao dịch rộng khắp.

Mảng bảo hiểm được kỳ vọng trở thành một động lực tăng trưởng quan trọng của F88 trong những năm tới. Thị trường bảo hiểm Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa phát triển nhờ tỷ lệ thâm nhập còn thấp so với khu vực, trong khi nhu cầu bảo vệ tài chính ngày càng gia tăng. Trong 3 năm qua, doanh thu từ dịch vụ bảo hiểm

của F88 ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 30%, đóng góp khoảng 11% tổng thu nhập của công ty.

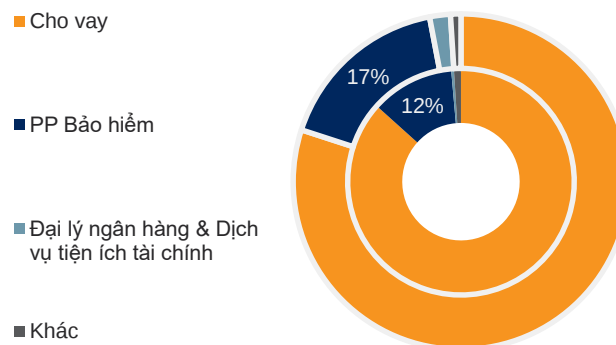
Ban lãnh đạo F88 đặt mục tiêu tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đối với thu nhập từ bảo hiểm ở mức 43% trong giai đoạn 2026–2030. Động lực tăng trưởng chính bao gồm: (1) mạng lưới điểm bán tiếp tục mở rộng mạnh mẽ, với mục tiêu đạt khoảng 2.000 cửa hàng vào năm 2030; (2) số lượng khách hàng mới và khách hàng quay lại duy trì đà tăng trưởng tích cực; và (3) các sản phẩm bảo hiểm có mức phí thấp, phù hợp với phân khúc khách hàng đại chúng vốn có quy mô thị trường rất lớn.

Hình 21: Tăng trưởng thu nhập từ dịch vụ bảo hiểm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 22: Cơ cấu doanh thu theo trụ cột



Ghi chú: Vòng tròn nhỏ là cơ cấu doanh thu năm 2025
Vòng tròn lớn là cơ cấu doanh thu mục tiêu năm 2030
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Chiến lược cho vay với nhiều lớp kiểm soát rủi ro giúp duy trì chất lượng tài sản trong ngưỡng rủi ro chấp nhận được của công ty

Khác với các công ty tài chính tiêu dùng truyền thống, F88 thực hiện xóa sổ các khoản vay quá hạn trên 90 ngày khỏi bảng cân đối kế toán và tiếp tục theo dõi, thu hồi dưới hình thức ngoại bảng. Tỷ lệ xóa nợ ròng trên dư nợ giải ngân đã cải thiện đáng kể, giảm từ 7,6% năm 2023 xuống 5,9% trong năm 2025.

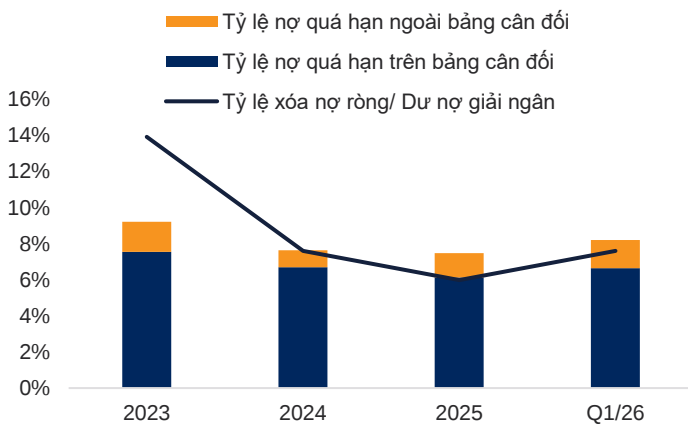
Sự cải thiện này phản ánh quá trình phục hồi của nền kinh tế sau đại dịch COVID-19, đồng thời cho thấy hiệu quả của hệ thống quản trị rủi ro xuyên suốt toàn bộ vòng đời khoản vay, từ thiết kế sản phẩm, thẩm định trước giải ngân đến quản lý sau giải ngân, cụ thể:

- 1) **Thiết kế sản phẩm:** Phát triển các sản phẩm tín dụng phù hợp với đặc điểm và nhu cầu của từng phân khúc khách hàng, đồng thời liên tục đánh giá và điều chỉnh dựa trên dữ liệu thực tế.
- 2) **Trước giải ngân:** Áp dụng hệ thống chấm điểm tín dụng (A/B/C Scoring), kết hợp dữ liệu nội bộ và các nguồn dữ liệu đối tác để sàng lọc khách hàng, định giá tài sản bảo đảm và xác định hạn mức tín dụng phù hợp.
- 3) **Giải ngân:** Duy trì tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản bảo đảm (LTV) ở mức thận trọng, kết hợp các quy trình kiểm soát phê duyệt nhằm hạn chế rủi ro phát sinh ngay từ thời điểm giải ngân.

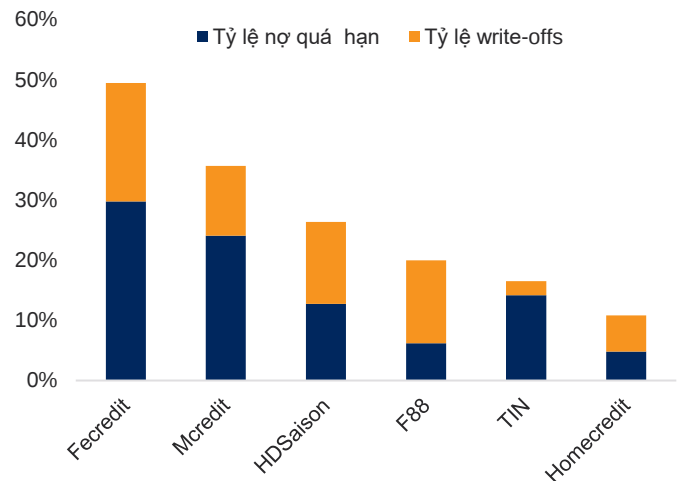
- 4) Sau giải ngân: Thực hiện quản lý khoản vay theo từng giai đoạn thông qua hệ thống nhắc nợ, cảnh báo sớm và thu hồi nợ chuyên biệt; đồng thời tiếp tục theo dõi, thu hồi các khoản vay đã xóa sổ dưới hình thức ngoại bảng nhằm tối đa hóa tỷ lệ thu hồi.

Mặc dù chất lượng tài sản của F88 vẫn duy trì trong ngưỡng kiểm soát, chúng tôi cho rằng chiến lược tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ có thể tạo áp lực nhất định lên chất lượng các khoản vay và chi phí dự phòng trong thời gian tới. Theo dự phóng của chúng tôi, tỷ lệ xóa sổ nợ trên tổng dư nợ bình quân sẽ tăng nhẹ lên 18,4% năm 2026 từ mức 16,7% năm 2025, trong khi chi phí dự phòng dự kiến đạt khoảng 16% tổng dư nợ, cao hơn mức 14% của năm trước.

Hình 23: Tỷ lệ nợ quá hạn và tỷ lệ xóa nợ ròng qua các năm



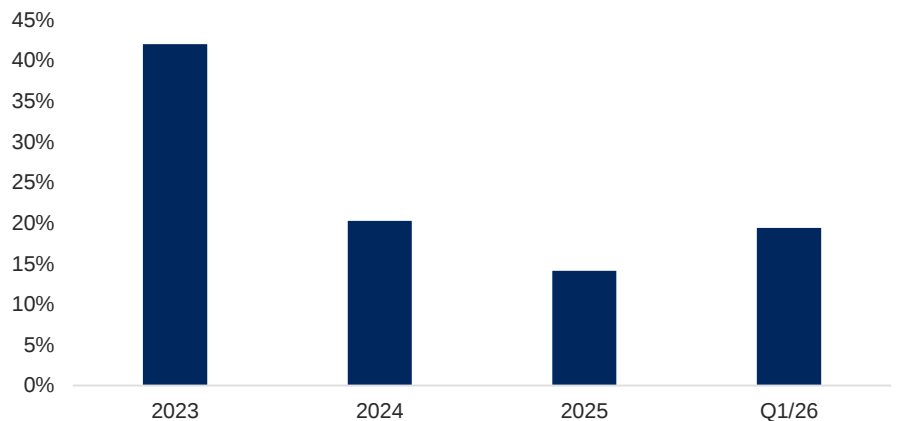
Hình 24: Tỷ lệ nợ quá hạn và xóa nợ của F88 và một số công ty TCTD



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Ghi chú: Tỷ lệ xóa nợ (write-offs) trên tổng dư nợ bình quân
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 25: Chi phí dự phòng trên bình quân tổng dư nợ



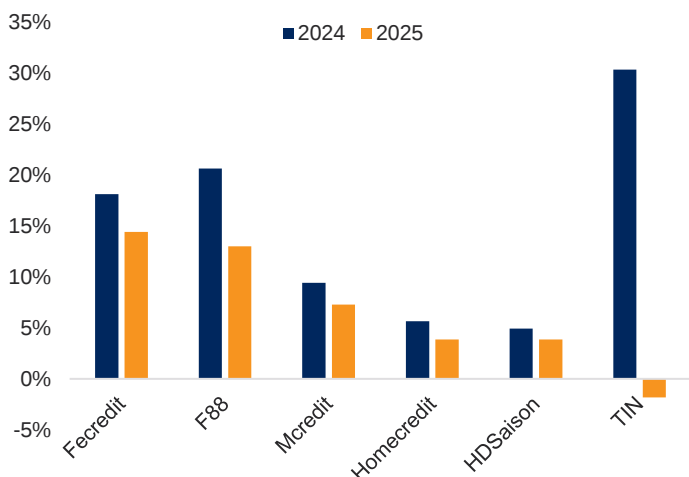
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Mô hình cho vay có tài sản bảo đảm gắn liền với sinh kế của khách hàng giúp nâng cao ý thức trả nợ

Tài sản bảo đảm bảo cho các khoản vay tại F88 chủ yếu là ô tô và xe máy – những phương tiện gắn liền với sinh kế và nhu cầu đi lại thiết yếu của khách hàng – giúp nâng cao ý thức trả nợ cũng như gia tăng khả năng thu hồi khi phát sinh nợ quá hạn. Theo ban lãnh đạo, tỷ lệ thu nhập từ xử lý nợ xấu chủ yếu đến từ ý thức tự trả nợ của khách hàng, thay vì xử lý tài sản đảm bảo (chiếm khoảng 1-2% thu từ xử lý nợ).

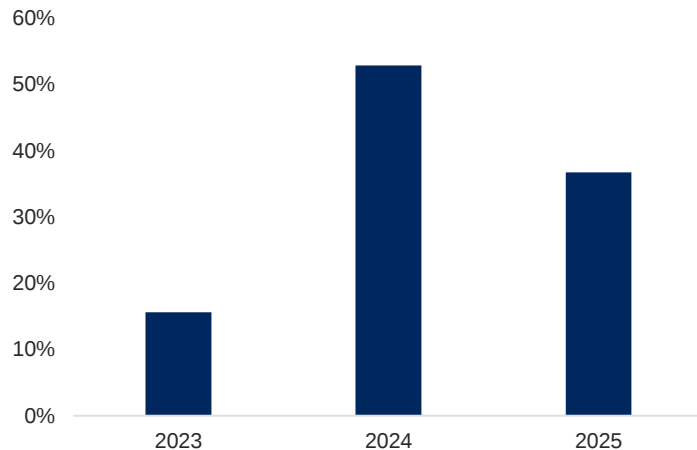
Bên cạnh lợi thế từ tài sản bảo đảm, F88 đầu tư mạnh vào công nghệ nhằm nâng cao hiệu quả quản trị rủi ro và thu hồi nợ. Công ty triển khai quy trình thu hồi nợ theo từng giai đoạn dựa trên số ngày quá hạn (Days Past Due – DPD), từ nhắc thanh toán trước hạn (DPD-5), nhắc nợ sau đến hạn đến thu hồi trực tiếp và xử lý tài sản đối với các khoản nợ quá hạn trên 90 ngày (DPD90+). Đồng thời, F88 áp dụng hệ thống quản lý tài sản tích hợp thiết bị định vị GPS (với sự đồng thuận của khách hàng), giúp giám sát tài sản bảo đảm trong suốt vòng đời khoản vay, nâng cao hiệu quả thu hồi nợ và giảm thiểu rủi ro tín dụng. Mạng lưới chi nhánh phủ rộng trên toàn quốc cũng là lợi thế quan trọng, hỗ trợ công ty tiếp cận khách hàng nhanh chóng và nâng cao hiệu quả xử lý nợ.

Hình 26: Thu từ xử lý nợ xấu trên tổng thu nhập



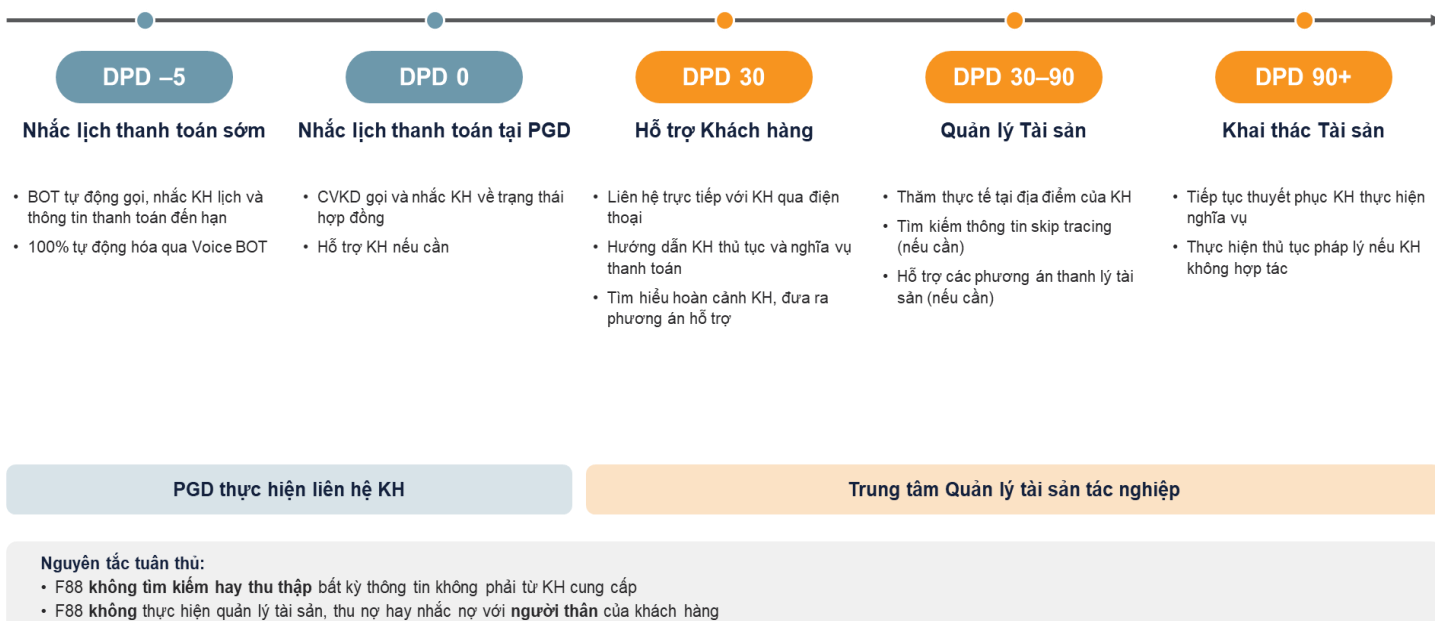
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 27: Tỷ lệ thu hồi nợ trên nợ đã xóa



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 28: Quy trình thu hồi và xử lý nợ của F88



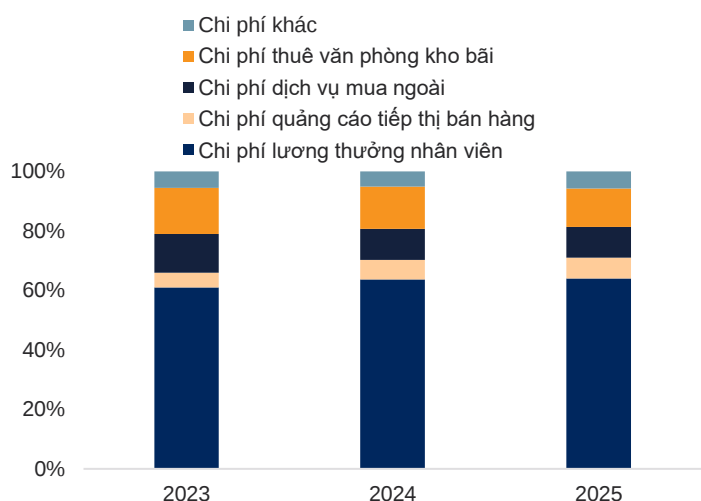
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hiệu quả hoạt động và tỷ lệ CIR dần cải thiện

Mặc dù tỷ lệ CIR của F88 duy trì quanh mức 50%, cao hơn so với nhiều công ty tài chính tiêu dùng truyền thống, đây là đặc điểm phổ biến của các mô hình kinh doanh cầm đồ dựa trên mạng lưới chi nhánh vật lý rộng khắp và hoạt động thu hồi nợ trực tiếp. Cơ cấu chi phí hoạt động của F88 chủ yếu bao gồm chi phí nhân sự (lương, thưởng và cho nhân viên và chi phí thuê mặt bằng giao dịch)

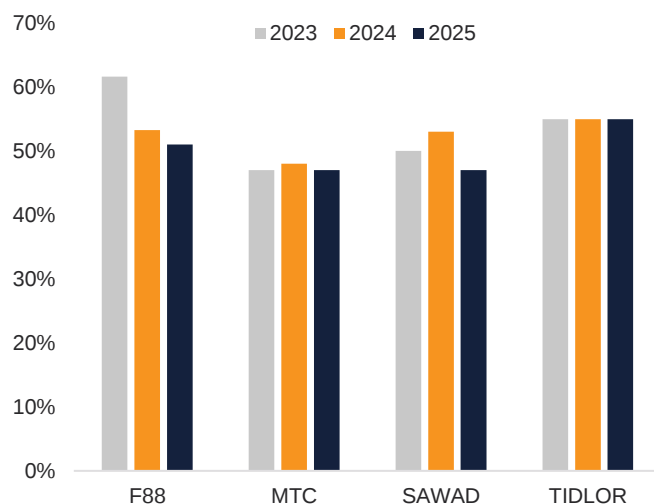
Đáng chú ý, CIR đã giảm từ khoảng 60% năm 2023 xuống 51% năm 2025, phản ánh hiệu quả bước đầu của quá trình mở rộng quy mô và tối ưu vận hành. Kết quả này đến từ việc đẩy mạnh ứng dụng công nghệ số và AI trong toàn bộ quy trình, từ định danh và tiếp nhận khách hàng (onboarding), thẩm định khoản vay và giải ngân trên ứng dụng My F88 đến hệ thống quản trị và giám sát hiệu quả hoạt động theo thời gian thực trên từng chi nhánh. Chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ tiếp tục giảm xuống khoảng 48% trong giai đoạn 2026–2027 nhờ quy mô hoạt động tiếp tục mở rộng và hiệu quả vận hành được cải thiện.

Hình 29: Cơ cấu chi phí quản lý và chi phí bán hàng của F88



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 30: Tỷ lệ CIR của F88 và một số công ty cùng ngành tại Thái Lan



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Cơ cấu nguồn vốn đa dạng, giúp đảm bảo thanh khoản và hỗ trợ tăng trưởng bền vững

F88 duy trì cơ cấu nguồn vốn đa dạng với sự kết hợp giữa các khoản vay từ tổ chức tín dụng/đối tác tài, phát hành giấy tờ có giá và vốn chủ sở hữu.

Tính đến hết Q1/26, nguồn vốn vay và phát hành trái phiếu chiếm khoảng 52% tổng nguồn vốn, trong khi vốn chủ sở hữu chiếm khoảng 38%. Đồng thời, cơ cấu nợ được phân bổ tương đối cân bằng giữa nợ vay ngắn hạn khoảng 55% và nợ vay dài hạn khoảng 45% tổng dư nợ vay, góp phần hạn chế rủi ro thanh khoản và tạo nền tảng cho tăng trưởng.

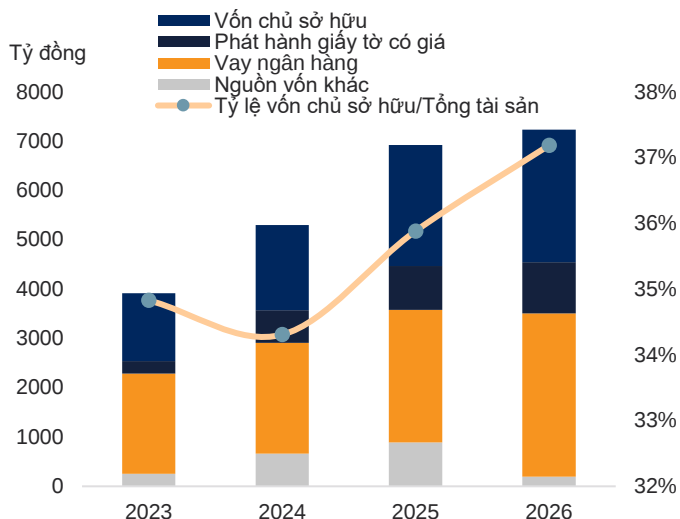
Theo ban lãnh đạo, doanh nghiệp cũng đang tích cực mở rộng và đàm phán các hạn mức tín dụng với các ngân hàng trong nước nhằm đảm bảo nguồn vốn phục vụ kế hoạch tăng trưởng. Đồng thời tối ưu hóa cấu trúc kỳ hạn nguồn vốn thông qua việc tiếp cận các nguồn vốn vay ngắn hạn hơn qua đó hỗ trợ NIM.

Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản của F88 đạt khoảng 36% trong năm 2025 cao hơn đáng kể so với các công ty tài chính tiêu dùng cùng nhóm. Nền tảng vốn

vững chắc không chỉ phản ánh cơ cấu tài chính thận trọng mà còn tạo dư địa để doanh nghiệp gia tăng đòn bẩy, mở rộng quy mô huy động và hỗ trợ tăng trưởng dư nợ trong các năm tới.

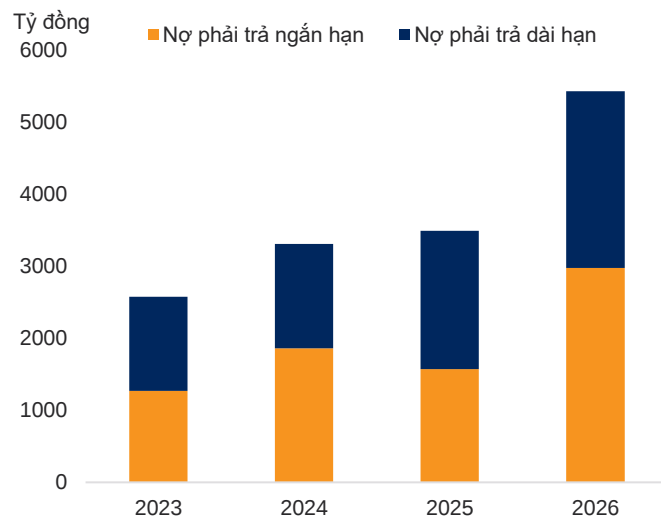
Bên cạnh đó, kế hoạch phát hành cổ phiếu ra công chúng (PO) trong năm 2026 với quy mô tăng vốn khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng (~60% VCSH năm 2025) kỳ vọng sẽ tiếp tục củng cố năng lực tài chính, nâng cao hạn mức huy động và tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững.

Hình 31: Cơ cấu nguồn vốn của F88



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 32: Cơ cấu nợ phải trả theo kỳ hạn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Định giá: Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 93.100 VND/cp

Chúng tôi lựa chọn mức P/B mục tiêu năm 2027 là 3,0x. Mức định giá này được xác định dựa trên hai cơ sở chính:

- 1) Theo mô hình Gordon Growth Model (GGM), với giả định F88 tiếp tục duy trì ROE ở mức cao khoảng 30%, vượt đáng kể chi phí vốn chủ sở hữu (COE), đồng thời đạt tốc độ tăng trưởng dài hạn bền vững khoảng 5%/năm, mức P/B hợp lý (justified P/B) được xác định vào khoảng 2,9x.
- 2) Thứ hai, mức định giá này được củng cố bởi các giao dịch và doanh nghiệp tương đồng trong khu vực, bao gồm thương vụ SMBC Consumer Finance đầu tư vào FE Credit với P/B hàm ý khoảng 4,1x và thương vụ Krungsri mua lại SHB Finance với P/B khoảng 2,8x. Do đó, mức P/B mục tiêu 3,0x được xem là phù hợp để phản ánh vị thế dẫn đầu, khả năng sinh lời cao và triển vọng tăng trưởng vượt trội của F88.

Mặc dù cao hơn mặt bằng định giá của các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam (thường dao động quanh 1,0x–2,0x P/B), F88 sở hữu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) >30%, vượt trội so với phần lớn các tổ chức tín dụng truyền thống. Với khả năng tạo lợi nhuận cao hơn và dư địa tăng trưởng còn rất lớn trong phân khúc tài chính thay thế, F88 xứng đáng được hưởng mức định giá “premium” so với ngành ngân hàng.

Bên cạnh phương pháp P/B, chúng tôi cũng sử dụng phương pháp P/E nhằm phản ánh đầy đủ hơn đặc điểm mô hình kinh doanh của F88. Mặc dù hoạt động trong lĩnh vực tài chính, F88 có nhiều điểm tương đồng với các doanh nghiệp tài chính thay thế và cho vay cầm cố tại Thái Lan, đồng thời sở hữu đặc điểm vận hành gần với các doanh nghiệp bán lẻ theo chuỗi tại Việt Nam, khi tăng trưởng được thúc đẩy bởi việc mở rộng mạng lưới cửa hàng, nâng cao hiệu quả trên từng điểm bán và tối ưu chi phí vận hành. Do đó, thị trường thường định giá các doanh nghiệp này dựa trên P/E nhằm phản ánh kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận và khả năng mở rộng quy mô, thay vì chỉ dựa trên giá trị sổ sách. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 20 lần. Mức P/E mục tiêu được xác định chủ yếu dựa trên mức định giá của các doanh nghiệp cho vay cầm cố niêm yết tại Thái Lan tại thời điểm IPO, đồng thời đối chiếu với các giao dịch M&A trong ngành tài chính tiêu dùng tại Việt Nam nhằm kiểm chứng tính hợp lý của mức định giá.

Kết hợp các phương pháp định giá RI, P/B và P/E với trọng số tương đương 33% cho mỗi phương pháp, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của F88 đạt 93.100 đồng/cổ phiếu dựa trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại. Trong trường hợp F88 hoàn tất kế hoạch chào bán 10% cổ phần ra công chúng trong năm 2026, chúng tôi điều chỉnh định giá theo số lượng cổ phiếu lưu hành sau phát hành, qua đó đưa giá trị hợp lý về mức 91.100 đồng/cổ phiếu

Hình 33: So sánh các thương vụ đầu tư/mua cổ phần tại các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính thay thế

Năm	Quốc Gia	Bên Mua	Bên Bán	Cổ phần sở hữu	Giá trị thương vụ (tr USD)	P/B	P/E	ROE
2018	Thailand	CVC Capital Partners and consortium	Ngern Tid Lor	50%	250	2.7	13.2	23.3%
2021	Thailand	IPO	Ngern Tid Lor	39%	1000		35.0	22.9%
2021	Vietnam	Krungsri	SHB Finance	100%	160	2.8		
2021	Vietnam	Sumitomo Mitsui	Fe Credit	49%	2857	4.1	22.0	18.8%
2023	Vietnam	AEON Financial	Công ty Tài chính PTF	100%	4300	3,3		3.7%
2024	Vietnam	Siam Commercial Bank	Home Credit	100%	856	3.0	16.2	18.4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Định giá thu nhập thẳng dư

Giả định chính	2026A	2027F	2028F	2029F	2030F	Terminal
Lãi suất phi rủi ro	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Phân bù rủi ro	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
ROE (%)	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Thu nhập thẳng dư (tỷ đồng)	803	919	877	1.146	1.500	1.794
Tỷ lệ chiết khấu	0,87	0,76	0,67	0,58	0,51	0,51
Giá trị hiện tại của thu nhập thẳng dư (tỷ đồng)	702	702	585	669	765	10.197
Giá trị sổ sách đầu kỳ	4.013					
Giá trị hiện tại của thu nhập thẳng dư (5 năm)	3.423					
Giá trị hiện tại của thu nhập thẳng dư (năm cuối)	10.197					
Giá trị vốn chủ sở hữu	17.633					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	220					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	80.040					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 35: Giá mục tiêu dựa trên dự phóng của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thẳng dư	33%	80.040	26.679,91
Hệ số P/B (3,0 lần cho năm 2027)	33%	68.689	22.896,28
Hệ số P/E (20 lần cho năm 2027)	33%	130.612	43.537,45
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			93.100

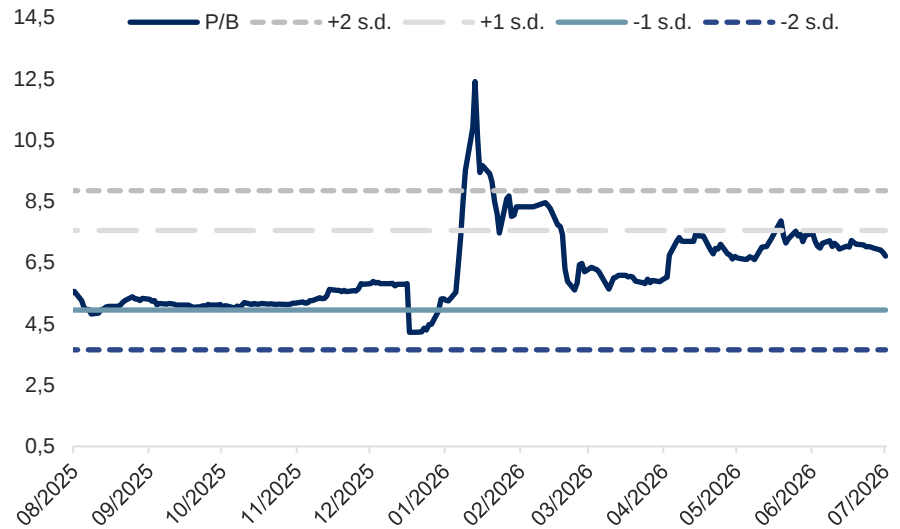
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 36: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với ROE năm cuối và chi phí vốn

Chi phí VCSH	ROE					
	80.040	15,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
10,0%		73.635	141.794	175.873	209.953	244.033
11,0%		59.834	114.120	141.263	168.407	195.550
14,4%		35.475	65.185	80.040	94.895	109.749
15,0%		33.087	60.375	74.018	87.662	101.306
16,0%		29.610	53.366	65.244	77.122	89.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Hình 37: Diễn biến định giá P/B của F88



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, F88

Một số rủi ro trọng yếu cần quan tâm:

- › **Rủi ro về chu kì tín dụng kinh tế:** Tăng trưởng kinh tế cao đi kèm lạm phát có thể làm chi phí sinh hoạt tăng nhanh hơn thu nhập của nhóm khách hàng dưới chuẩn, qua đó thu hẹp thu nhập khả dụng, làm tăng gánh nặng trả nợ và tỷ lệ nợ quá hạn cho F88
- › **Rủi ro về huy động vốn:** Hiện tại F88 phụ thuộc phần lớn vào trái phiếu và vốn vay bên ngoài, khiến F88 còn đang nhạy cảm với thanh khoản thị trường và chi phí vốn. Trong tương lai, với mô hình kinh doanh minh bạch và dòng tiền về ổn định hơn, rủi ro này có thể sẽ được giảm thiểu
- › **Rủi ro về pháp lý:** F88 cung cấp tín dụng qua mô hình chuỗi cầm cố và dịch vụ tài chính bán lẻ, thay vì hoạt động như một tổ chức tín dụng truyền thống, quy mô khoản vay còn nhỏ nên còn đà tăng trưởng. Tuy nhiên, khi dư nợ tăng nhanh, F88 có thể chịu giám sát chặt hơn từ luật tổ chức tín dụng theo NHNN.

Phụ lục 2: Các dự phóng tài chính trọng yếu

Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh

tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	1.708	2.007	2.908	4.364	5.809	7.543
Thu nhập ngoài lãi	577	919	1.002	1.688	1.905	2.458
Tổng thu nhập hoạt động	2.285	2.925	3.909	6.053	7.714	10.001
Chi phí hoạt động	(1.408)	(1.559)	(1.994)	(2.905)	(3.703)	(4.701)
LN trước trích lập	877	1.367	1.915	3.147	4.011	5.301
Chi phí trích lập dự phòng	(1.550)	(919)	(1.009)	(1.702)	(2.213)	(3.296)
Lợi nhuận trước thuế	(672)	449	908	1.445	1.798	2.005
Lợi nhuận sau thuế	(545)	351	719	1.156	1.439	1.604

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Tiền mặt	10	5	3	4	5	7
Tiền gửi tại tổ chức tín dụng	238	698	383	507	637	818
Chứng khoán đầu tư	-	-	20	186	242	321
Cho vay khách hàng	2.835	3.608	5.560	8.312	10.789	14.351
Cho vay khách hàng (gộp)	2.884	3.657	5.632	8.447	10.982	14.606
Trích lập dự phòng	(48)	(49)	(71)	(135)	(192)	(254)
Tài sản cố định	47	45	48	51	53	54
Tài sản khác	822	680	791	845	1.098	1.461
Tổng tài sản	3.952	5.036	6.826	9.905	12.824	17.012
Vay từ các tổ chức tín dụng	2.034	2.241	2.692	4.401	6.033	8.219
Giấy tờ có giá	254	665	889	397	397	397
Các khoản nợ khác	288	402	795	1.501	1.350	1.748
Tổng nợ	2.576	3.309	4.376	6.299	7.780	10.364
Vốn điều lệ & thặng dư vốn	1.723	1.723	1.725	1.725	1.725	1.725
Lợi nhuận giữ lại	(347)	4	724	1.880	3.318	4.922
Tổng VCSH	1.377	1.728	2.449	3.605	5.044	6.648

Các chỉ số chính

Các chỉ số chính

	<u>2024A</u>	<u>2025A</u>	<u>2026F</u>	<u>2027F</u>	<u>2028F</u>
Các chỉ số tăng trưởng svck					
Tín dụng	26,8%	54,0%	50,0%	30,0%	33,0%
Thu nhập lãi thuần	17,5%	44,9%	50,1%	33,1%	29,9%
Thu nhập ngoài lãi	59,2%	9,0%	68,6%	12,8%	29,0%
Tổng thu nhập hoạt động	28,0%	33,6%	54,8%	27,4%	29,7%
LN sau thuế	-164,4%	104,8%	60,7%	24,4%	11,5%
Các chỉ số lợi nhuận					
NIM	43,8%	49,4%	48,9%	47,5%	46,9%
Chi phí/Thu nhập HĐKD (CIR)	53,3%	51,0%	48,0%	48,0%	47,0%
LN trước trích lập / Thu nhập HĐKD	46,7%	49,0%	52,0%	52,0%	53,0%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HĐKD	12,0%	18,4%	19,1%	18,7%	16,0%
ROAA (12 tháng)	7,8%	12,1%	13,8%	12,7%	10,8%
ROEA (12 tháng)	22,6%	34,4%	38,2%	33,3%	27,4%
Asset Quality					
Chi phí tín dụng / Bình quân dư nợ cho	20,0%	14,0%	16,0%	16,0%	18,0%
Chi phí trích lập dự phòng / Dư nợ cho	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	17,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
Tỷ lệ khách hàng quá nợ trên bảng cân	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Tỷ lệ xóa nợ / bình quân dư nợ cho vay	22,1%	16,7%	18,4%	17,6%	20,1%
Tỷ lệ đòn bẩy					
VCSH/Tổng tài sản	34,3%	35,9%	36,4%	39,3%	39,1%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Mạnh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Quốc Anh – Thực tập sinh hỗ trợ phân tích

Email: anh.nguyenquoc6@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>