

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ F88 (UPCOM: F88)
Phạm Thị Thảo Vy

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

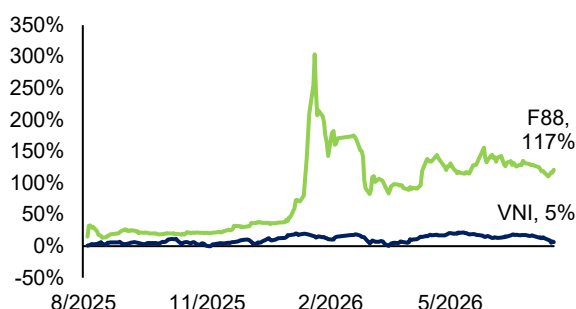
 Email: vyptt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7596

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu F88 và VNIndex

Thông tin giao dịch (24/07/2026)

Giá hiện tại (VND/cp)	75.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	157.100
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	34.200
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	110,1
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	220,3
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	58.541
% sở hữu nước ngoài	57,8%
Vốn hóa (tỷ VND)	16.629
P/B trailing 12 tháng (lần)	5,6x
BVPS trailing 12 tháng (VND/cp)	13.593

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đầu tư F88
Địa chỉ	Tầng 8, Tòa nhà G-Group Tower, số 5 Nguyễn Thị Duệ, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội.
Doanh thu chính	Lãi và phí cho vay
Chi phí chính	Chi phí hoạt động và chi phí tài chính
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế quy mô
Rủi ro chính	Rủi ro pháp lý và chất lượng tài sản

Giá hiện tại:	75.500	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	84.500	THEO DÕI
Tăng:	+11,9%	

DẪN ĐẦU THỊ TRƯỜNG GIÀU DƯ ĐỊA

Bằng phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định giá mục tiêu của F88 là **84.500 VND/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu F88 tại giá đóng cửa ngày 24/06/2026 (cao hơn **+11,9%**). Vùng giá khuyến nghị mua tại 71.600 VND/cp (tỷ suất sinh lời kỳ vọng 18%) và bán tại mức giá 99.700 VND/cp (vượt giá trị nội tại 18%).

Với cổ phiếu chào bán công chúng, chúng tôi khuyến nghị **MUA** (cao hơn **+19,0%** so với giá chào bán 71.000 VND/cổ phiếu) đang diễn ra từ ngày 06 – 27/07/2026.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Là doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô trong các chuỗi cảm đồ được cấp phép, F88 đang duy trì đà tăng trưởng cao nhờ hưởng lợi từ dư địa ngành cùng những lợi thế cạnh tranh vượt trội, khó sao chép. Cụ thể: [\(Xem thêm\)](#)

- **Tăng trưởng kỳ vọng cao nhờ triển vọng ngành cộng thêm khả năng tối ưu hiệu suất khai thác trên mỗi cửa hàng.** Chúng tôi dự phóng dư nợ cho vay của F88 tăng trưởng với CAGR = 28,9%/năm giai đoạn 2026 – 2030F (1) tận dụng dư địa ngành cho vay cảm đồ Việt Nam từ tệp khách hàng dưới chuẩn chưa được các TCTD khai thác (~33 triệu lao động phi chính thức) và (2) hiệu quả vận hành đang cải thiện tích cực nhờ lợi thế cạnh tranh về quy mô mạng lưới (CIR giảm trung bình 6,6 đpt/năm giai đoạn 2021 – 2025, đạt 50,9% tại 2025).
- **NIM dự kiến giảm dần trong dài hạn.** NIM của F88 dự phóng thu hẹp trung bình 0,9 đpt/năm giai đoạn 2025 – 2030F để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng cao, gia tăng tiếp cận tệp khách hàng dưới chuẩn. Chi phí vốn được kỳ vọng bù đắp một phần, giảm dần -0,4 đpt/năm về mức 12,6% vào 2030F nhờ đa dạng hóa nguồn huy động.

RỦI RO:

- **Môi trường pháp lý:** Là ngành non trẻ với khung pháp lý chưa hoàn thiện, thay đổi chính sách trong tương lai có thể ảnh hưởng đến hoạt động của F88 cũng như toàn ngành, đặc biệt trong khía cạnh khả năng sinh lời.
- **Chất lượng khoản vay:** Chất lượng tài sản là yếu tố quan trọng cần theo dõi chặt chẽ trong bối cảnh F88 đặt mục tiêu tăng trưởng nhanh dư nợ, nhất là khi khách hàng chủ yếu là lao động thu nhập thấp và không ổn định.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



CTCP Đầu tư F88 (UPCoM: F88) được thành lập ngày 12/11/2015 với vốn điều lệ đăng ký lần đầu 25,51 tỷ VND. Tới cuối năm 2025, F88 đã là chuỗi cầm đồ được cấp phép lớn nhất Việt Nam với 949 phòng giao dịch trên 34 tỉnh thành. Năm 2025, F88 chính thức trở thành công ty đại chúng và bắt đầu giao dịch cổ phiếu trên UPCoM.

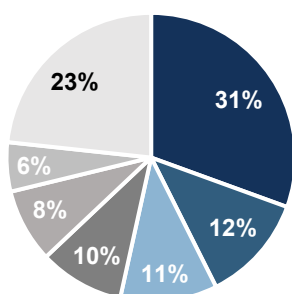
Ngày 01/07/2026, F88 công bố chào bán 22,0 triệu cổ phiếu ra công chúng (10% cổ phiếu đang lưu hành) với giá chào bán 71.000, tương ứng dự kiến huy động 1,56 nghìn tỷ VND để bổ sung vốn, đáp ứng mục tiêu tăng trưởng giai đoạn tới. Thời gian nhận đăng ký mua từ 06 – 27/07/2026.

Chúng tôi đánh giá F88 công bố ở mức trung bình cao. Bên cạnh tuân thủ quy định công bố thông tin, F88 cũng tổ chức các buổi họp mặt các công ty chứng khoán và trao đổi riêng. Dù vậy, số liệu lịch sử (theo quý) chưa đầy đủ và đồng bộ do doanh nghiệp mới chính thức trở thành công ty đại chúng từ năm 2025.

1. Lịch sử hình thành và một số dấu mốc phát triển quan trọng

Năm	Sự kiện
2015	Thành lập CTCP Đầu tư F88 với vốn điều lệ ban đầu 25,51 tỷ đồng
2016	Mekong Capital quyết định đầu tư vào F88 (tới nay sở hữu ~36% F88)
2018	Ra mắt sản phẩm cho vay cầm cố giấy đăng ký xe ô tô/xe máy và thâm nhập thị trường TP.HCM
2021	Nhận khoản cấp vốn vay nước ngoài đầu tiên; ký hợp tác chiến lược với CIMB Việt Nam; đạt mốc 525 phòng giao dịch
2022	Huy động thành công 70 triệu USD từ Lendable SPC và Lion Asia VIII (RB); đạt mốc 814 phòng giao dịch
2023	Nhận đầu tư 1.106 tỷ đồng từ Winter Flame Pte. Ltd và Asia Investment Company S.à r.l.; ký hợp đồng vay 50 triệu USD từ Puma Asia V (RB); hợp tác với Bảo Kim
2024	Ký hợp tác toàn diện với Ngân hàng TMCP Quân đội (MB)
2025	Chính thức trở thành công ty đại chúng, niêm yết cổ phiếu F88 trên UPCoM; ra mắt ứng dụng My F88 CTCP Kinh doanh F88 lần đầu được chấp thuận phát hành trái phiếu ra công chúng Đạt mốc 949 phòng giao dịch trên 34 tỉnh thành

2. Cơ cấu cổ đông



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

Cơ cấu cổ đông của F88 tương đối cô đặc, hiện Mekong Capital nắm giữ tổng 36% vốn cổ phần (thông qua Skydom PTE.LTD và Winter Flame PTE. LTD). Ngoài ra, 02 lãnh đạo đồng thời là nhà sáng lập là ông Phùng Anh Tuấn (Chủ tịch HĐQT) và ông Ngô Quang Hưng (TV HĐQT) đang nắm lần lượt 12% và 11% vốn tại F88.

Nguồn: FPTs tổng hợp

3. Cơ cấu tổ chức

CTCP Đầu tư F88 (UPCoM: F88) có 04 công ty con. Trong đó, công ty con CTCP Kinh doanh F88 đóng vai trò cốt lõi, hoạt động trong ngành kinh doanh dịch vụ cầm đồ, cụ thể là cầm cố giấy tờ xe.

Bảng 1: F88 hiện có 04 công ty con, với CTCP Kinh doanh F88 đóng vai trò cốt lõi

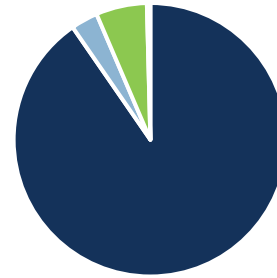
Tên	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
Công ty Cổ phần Kinh doanh F88	566,99	99,99%	Kinh doanh dịch vụ cầm đồ, quản lý tài sản đảm bảo, đại lý bảo hiểm và các hoạt động kinh doanh khác
Công ty Cổ phần Ffintech	10	99,99%	Cung cấp dịch vụ công nghệ thông tin và máy vi tính khác
Công ty TNHH Thương mại F88*	82,65	99,99%	Kinh doanh, buôn bán sim thẻ điện thoại
Công ty Cổ phần Công nghệ Ngôi Nhà Xanh	N/A	99,99%	Hoạt động đại lý và môi giới bảo hiểm

*Công ty con sở hữu gián tiếp thông qua Công ty Cổ phần Kinh doanh F88.

II. TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG CHO VAY CẦM ĐỒ TẠI VIỆT NAM – DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG CAO TỚI TỪ TẬP KHÁCH HÀNG DƯỚI CHUẨN CHƯA ĐƯỢC KHAI THÁC

Dư nợ cho vay cầm đồ tại Việt Nam hiện ước đạt khoảng 260 nghìn tỷ VND, chỉ tương đương ~6% tổng dư nợ cho vay tiêu dùng toàn thị trường, trong bối cảnh 90% còn lại tới từ ngân hàng. Cho vay cầm đồ đóng vai trò bổ sung cho tín dụng tiêu dùng của các tổ chức tín dụng (TCTD – thuộc quản lý của SBV), chủ yếu phục vụ phân khúc khách hàng dưới chuẩn, có rủi ro cao mà các TCTD chưa tiếp cận hoặc chưa phục vụ đầy đủ.

Biểu đồ 1: Cho vay cầm đồ chiếm tỷ trọng nhỏ ~6% tín dụng tiêu dùng



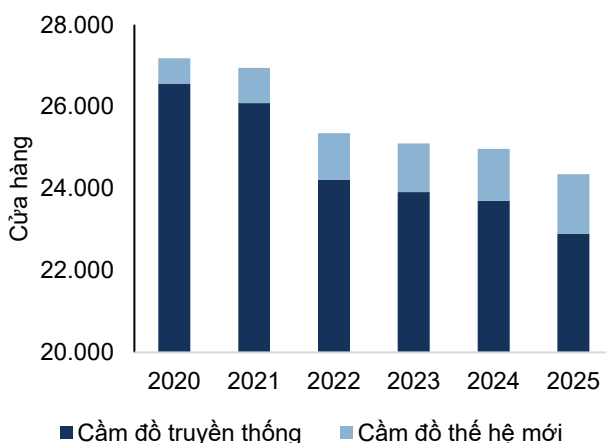
■ Ngân hàng ■ Tài chính tiêu dùng ■ Cầm đồ ■ Khác

Nguồn: Fiingroup, FPTs ước tính

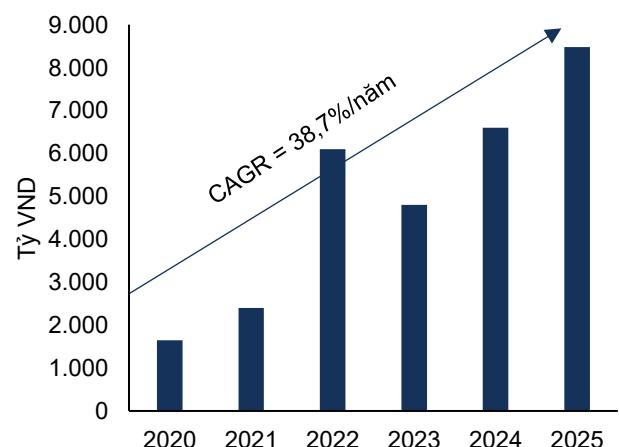
Khách hàng cốt lõi là lao động tự do, công nhân hoặc tiểu thương, thường không có bằng lương ổn định, khó chứng minh thu nhập và lịch sử tín dụng (thông qua Credit Information Center – CIC) mỏng. Dư địa mênh mông này lớn với khoảng 33 triệu người lao động phi chính thức tại Việt Nam (~62% tổng số lao động có việc làm) với đặc thù các khoản vay giá trị nhỏ, nhu cầu cấp bách, đòi hỏi thẩm định tài sản vật lý và giải ngân nhanh – vượt quá tốc độ đáp ứng của các TCTD. Do đó, hoạt động cho vay cầm đồ đòi hỏi có cửa hàng vật lý hiện diện trực tiếp tại các khu dân cư – xuất phát từ bán kính phục vụ nhỏ của mỗi khoản vay và yêu cầu thẩm định nhanh, quản lý tài sản đảm bảo.

Xu hướng dịch chuyển từ tiệm cầm đồ truyền thống sang mô hình chuỗi. Giai đoạn 2020 – 2025, số lượng cơ sở cầm đồ truyền thống (hộ kinh doanh cá thể, không thương hiệu) suy giảm với CAGR = -2,9%/năm. Thị trường của nhóm này bị chiếm lĩnh bởi các chuỗi cầm đồ (có pháp nhân, vận hành chuẩn hóa) với số lượng cửa hàng tăng CAGR = 18,9%/năm (chiếm ~5% tổng số lượng cửa hàng cho vay cầm đồ 2025) cũng như dư nợ tăng CAGR = 38,7%/năm. Sự chuyển dịch trên đến từ (1) áp lực chi phí tuân thủ và rủi ro pháp lý gia tăng, tới từ các tiêu chuẩn và kiểm soát ngày càng khắt khe về điều kiện kinh doanh (như an ninh trật tự và phòng cháy chữa cháy) cũng như quy trình thu hồi nợ, rà soát tín dụng đen...; và (2) các chuỗi được cấp phép tăng thâm nhập và lấy thị phần thông qua mở rộng mạng lưới, kết hợp số hóa quy trình thẩm định và giải ngân, rút ngắn thời gian phục vụ và giảm chi phí vận hành trên mỗi khoản vay.

Biểu đồ 2: Các cửa hàng thể hệ mới tăng nhanh, lấy thị phần từ các cửa hàng cầm đồ truyền thống



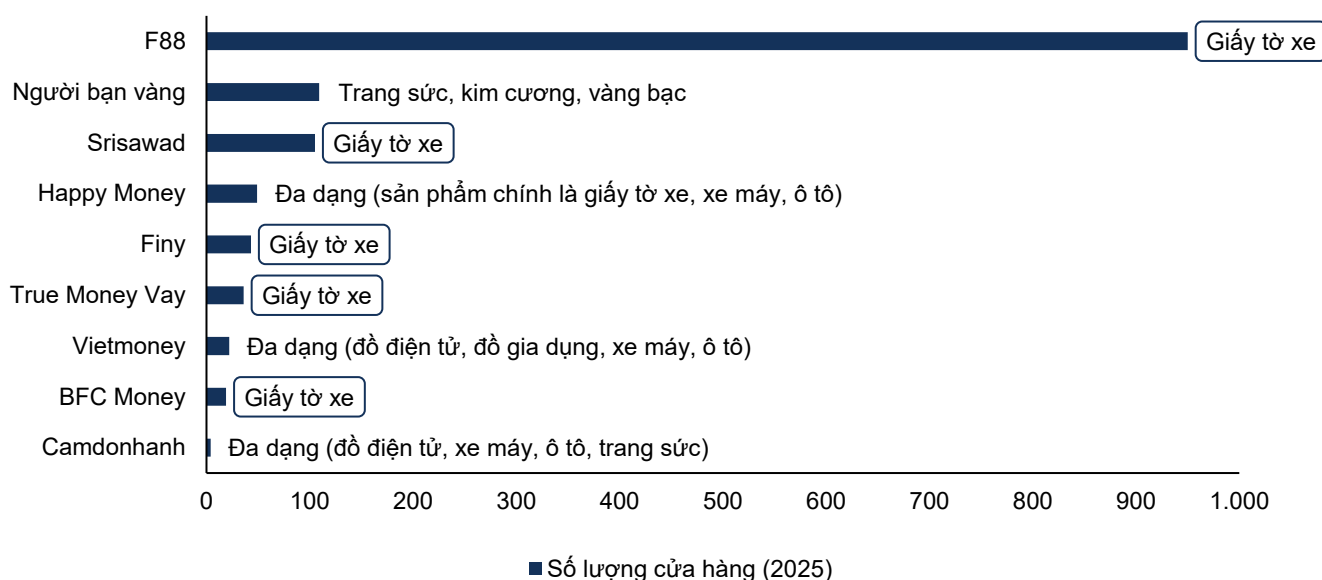
Biểu đồ 3: Dư nợ cho vay cầm đồ phục hồi tích cực sau giai đoạn khủng hoảng nợ xấu 2023



Nguồn: Fiingroup, FPTs ước tính

Cầm cố giấy tờ xe (xe máy, ô tô) phát triển vượt trội tại Việt Nam so với cầm cố các tài sản khác, đặc biệt ở phân khúc chuỗi cầm đồ nhờ đặc thù cấu trúc. Cụ thể, (1) thị trường xe máy quy mô rất lớn khi Việt Nam sở hữu khoảng 77 triệu xe máy (tỷ lệ 770 xe/1.000 dân – cao nhất thế giới) (theo Ủy ban ATGT Quốc gia, AutoPunditz), đồng thời có độ phủ rất khớp với tệp khách hàng tiềm năng khi phủ đều các tầng lớp và phổ biến ở nhóm thu nhập thấp; (2) mô hình cầm cố giấy tờ xe cho phép khách hàng tiếp tục sử dụng xe để tạo dòng tiền trả nợ (giao hàng, chạy xe dịch vụ, đi làm); (3) hệ thống đăng ký xe chính thức (gắn số khung/số máy) cho phép chuẩn hóa thẩm định và định giá, giảm phụ thuộc vào chuyên gia thẩm định như đối với vàng hay hàng xa xỉ, đồng thời giảm chi phí kho bãi để lưu trữ tài sản cầm cố – yếu tố quan trọng giúp tăng khả năng nhân rộng mô hình. Hiện nay, 5/9 chuỗi cầm đồ lớn nhất đều có sản phẩm chính là cho vay cầm cố giấy tờ xe, một số chuỗi khác có hình thức giữ tài sản xe vật lý.

Biểu đồ 4: Cầm cố giấy tờ xe là loại hình phổ biến nhất tại các chuỗi cầm đồ được cấp phép lớn tại Việt Nam



Nguồn: Fiingroup, FPTs tổng hợp

Thị trường cho vay thay thế (dẫn dắt bởi cho vay cầm đồ) được dự báo tăng trưởng với CAGR = 17% - 20%/năm trong giai đoạn 2025 – 2030F (theo Fiingroup) nhờ dư địa tăng trưởng lớn ở tệp khách hàng chưa được các TCTD phục vụ đầy đủ. Trong đó, các chuỗi cầm đồ được cấp phép được dự báo tiếp tục là nhóm dẫn dắt, đặc biệt nhờ khung pháp lý dần hoàn thiện, tăng độ nhận diện, góp phần thay đổi nhận thức của người dân về một hình thức vay thay thế bên cạnh các kênh tín dụng truyền thống.

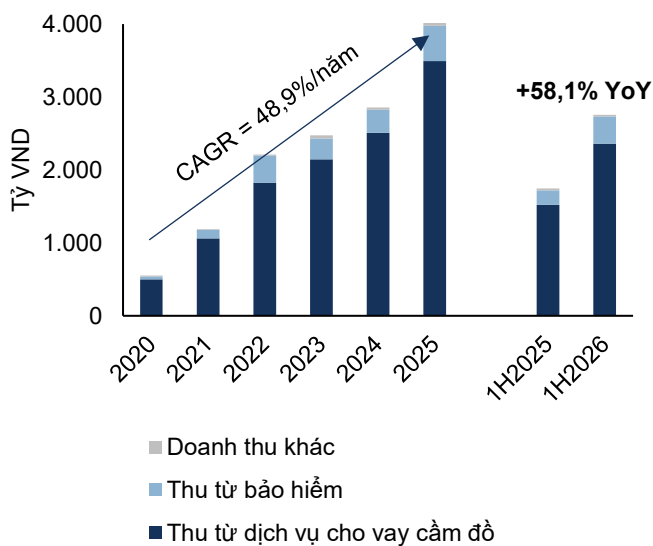
III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH F88

Doanh thu F88 tăng trưởng nhanh với CAGR +50%/năm từ 2020 tới 1H2026, trong đó chủ yếu tới từ dịch vụ cho vay cầm đồ. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh bảo hiểm đã mở rộng nhanh, ngày càng đóng góp tỷ trọng lớn (lên tới 13% tổng doanh thu 1H2026). Lợi nhuận sau thuế phục hồi tích cực từ năm 2024 – nay (sau giai đoạn khủng hoảng nợ xấu năm 2023), tăng 114% YoY trong 1H2026.

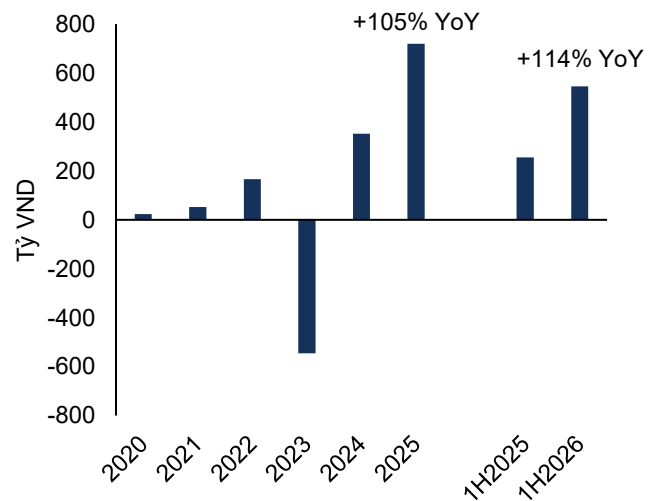
Với hoạt động kinh doanh bảo hiểm, F88 tham gia với vai trò nhà phân phối thông qua thương hiệu công ty con Ngôi Nhà Xanh (NNX), hợp tác với các hãng bảo hiểm để thiết kế và phân phối độc quyền các gói bảo hiểm vi mô chi phí thấp, kỳ hạn linh hoạt tới riêng khách hàng của F88. Ngoài bán chéo kèm khoản vay, F88 đang mở rộng kênh bán độc lập, tỷ trọng doanh thu bảo hiểm bán độc lập đã tăng từ 2% lên 11% trong Q1/2026.

Trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi tập trung phân tích hoạt động cho vay cầm đồ tại F88. Động lực tăng trưởng chính của doanh thu cho vay cầm đồ đến từ việc mở rộng dư nợ cho vay nhờ (1) lợi thế về quy mô giúp tối ưu vận hành và (2) khả năng tiếp cận, đa dạng hóa nguồn vốn tạo nguồn lực mở rộng quy mô và dần tối ưu chi phí.

Biểu đồ 5: Doanh thu tăng trưởng nhanh với động lực chính từ hoạt động cho vay cầm đồ mở rộng



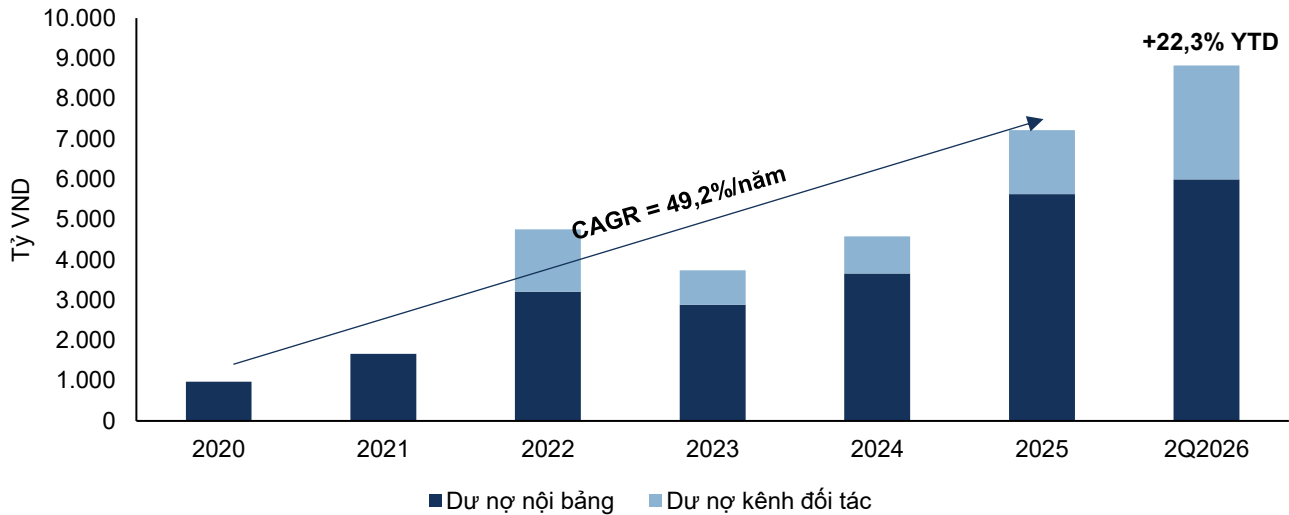
Biểu đồ 6: Lợi nhuận sau thuế phục hồi tích cực từ 2024 - nay



Nguồn: F88, FPTS tổng hợp

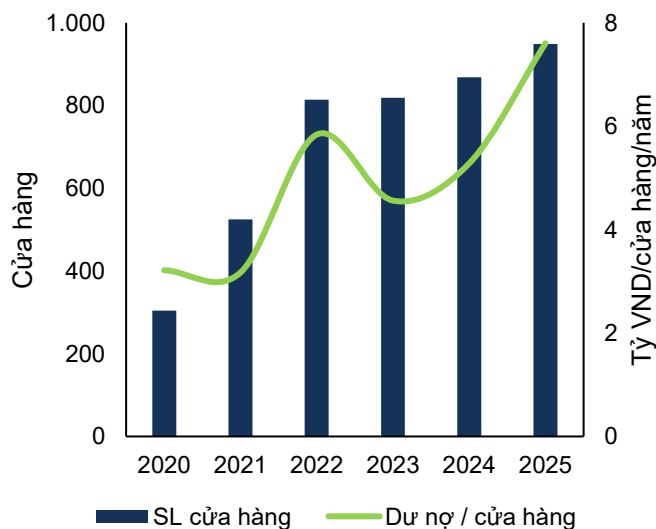
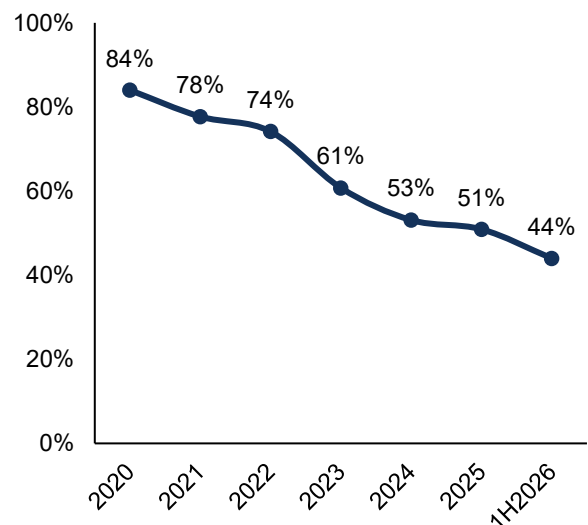
➤ Dư nợ cho vay mở rộng nhanh và tối ưu hiệu suất hoạt động mỗi cửa hàng

Dư nợ cho vay của F88 (bao gồm giải ngân qua kênh đối tác) tăng với CAGR = +49,2%/năm giai đoạn 2020 – 2025 (cao hơn mức 38,7%/năm của toàn khối chuỗi cầm đồ được cấp phép, hiện chiếm ~70% – 80% dư nợ chuỗi cầm đồ được cấp phép năm 2025) và +22,3% YTD tính tới Q2/2026. Hiện nay, F88 giải ngân cho vay qua 02 kênh chính là (1) sử dụng vốn của F88 – theo dõi nội bảng và (2) sử dụng vốn của đối tác (gồm CIMB và MBB) – theo dõi ngoại bảng nhưng chịu toàn bộ rủi ro (cam kết mua lại khi chuyển nhóm nợ). Trong đó, giải ngân qua kênh đối tác nhìn chung là một hình thức phân bổ nguồn vốn (thay vì F88 vay vốn ngân hàng và cho vay lại, thì giải ngân trực tiếp từ ngân hàng tới khách hàng), không nằm trên sổ sách của F88, giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận mà không cần mở rộng tài sản – chấp nhận chia sẻ một phần lợi nhuận. ([Xem thêm Phụ lục 1: Cơ chế giải ngân qua kênh đối tác](#))

Biểu đồ 7: Dư nợ cho vay của F88 tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2020 – nay


Nguồn: F88, FPTS tổng hợp

F88 mở rộng nhanh số lượng cửa hàng đi kèm gia tăng hiệu suất trên mỗi cửa hàng giúp tối ưu CIR¹. Cụ thể, CIR của doanh nghiệp liên tục giảm mạnh, trung bình 6,6 đpt/năm, chỉ còn ~44% tại 1H2026 nhờ vào (1) mở rộng nhanh chuỗi cửa hàng giai đoạn 2019 – 2022 để gia tăng hiện diện và thâm nhập, giúp phân bổ chi phí chung trên nền doanh thu lớn hơn; và (2) gia tăng hiệu suất khai thác trên mỗi cửa hàng nhờ ứng dụng công nghệ vào quy trình cho vay và tỷ lệ khách hàng quay lại tăng lên. Về quy mô mạng lưới, F88 hiện chiếm ~70% số lượng cửa hàng trong các chuỗi cầm đồ được cấp phép, tương ứng ~4% tổng cửa hàng cầm đồ (bao gồm cửa hàng truyền thống) tại Việt Nam. Về hiệu suất khai thác, F88 ứng dụng công nghệ đồng bộ vào quy trình cho vay và chấm điểm tín dụng, giúp giảm chi phí hoạt động trên mỗi hợp đồng giải ngân. Cùng với đó, tỷ lệ khách hàng quay lại tăng lên (đạt ~68% tại Q1/2026, +10 đpt YoY) nhờ cải thiện trải nghiệm và các chính sách ưu đãi lãi suất cho khách hàng có lịch sử tín dụng tốt.

Biểu đồ 8: Số lượng cửa hàng mở rộng nhanh nhưng đảm bảo được hiệu quả

Biểu đồ 9: CIR liên tục cải thiện khi khai thác sâu hơn hiệu quả mỗi cửa hàng


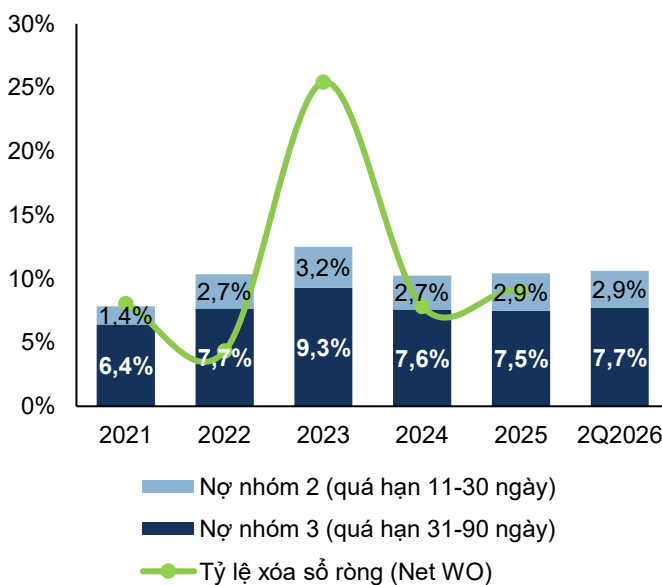
Nguồn: F88, FPTS ước tính

¹ CIR: Tỷ lệ chi phí hoạt động/Thu nhập.

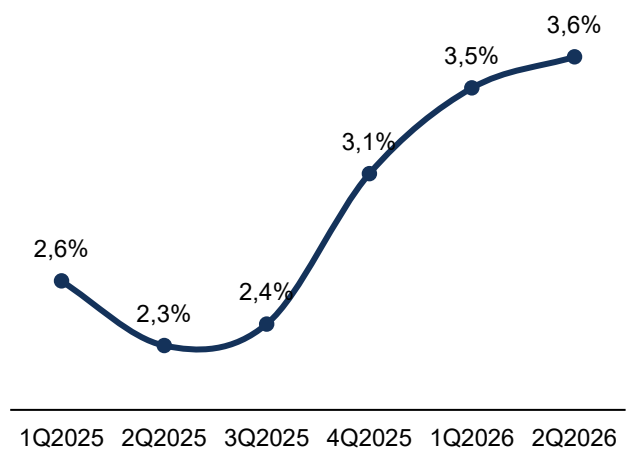
Trong đó: Thu nhập = Tổng doanh thu + Thu hồi nợ đã xử lý rủi ro – Chi phí tài chính.

Chất lượng nợ vay đang trong ngưỡng kiểm soát và phù hợp với tập khách hàng dưới chuẩn, tuy nhiên đây vẫn là khía cạnh cần lưu ý do nhạy cảm với các cú sốc. Năm 2023, tỷ lệ nợ quá hạn và xóa sổ ròng tăng cao do ảnh hưởng từ (1) rủi ro pháp lý liên quan hoạt động thu hồi nợ – đợt kiểm tra trụ sở và các chi nhánh năm 2023 buộc F88 dừng hoạt động thu hồi nợ để rà soát và siết lại quy trình; (2) một phần tác động từ suy giảm chất lượng tài sản trên toàn ngành tài chính tiêu dùng khi kinh tế khó khăn ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng trả nợ. Tới nay, chúng tôi đánh giá năng lực kiểm soát rủi ro của F88 đã cải thiện với tỷ lệ xóa sổ ròng giảm mạnh 16,4 đpt so với đỉnh 2023, đạt 9,0% tính tới 2025, đồng thời nợ quá hạn >11 ngày (tại F88 và các đối tác) cũng duy trì tương đối ổn định từ 2024 – nay. Tuy nhiên khi xét trong ngắn hạn, tỷ lệ xóa sổ ròng theo quý liên tục tăng từ Q3/2025 – nay, đạt 3,5% trong Q2/2026. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ (1) khách hàng chịu tác động từ các đợt bão lũ giai đoạn T09 – T11/2025 (với kỳ hạn vay trung bình khoảng 6 – 9 tháng, xóa sổ các khoản nợ quá hạn >90 ngày), (2) mở rộng dư nợ cho vay nhanh đi kèm nới lỏng một phần chất lượng tài sản, (3) lạm phát cao làm ảnh hưởng thu nhập khả dụng của tập khách hàng bình dân.

Biểu đồ 10: Chất lượng tài sản nhìn chung ổn định hơn sau khủng hoảng nợ xấu 2023



Biểu đồ 11: Tỷ lệ xóa sổ ròng (theo quý) gia tăng trở lại từ Q3/2025 - nay

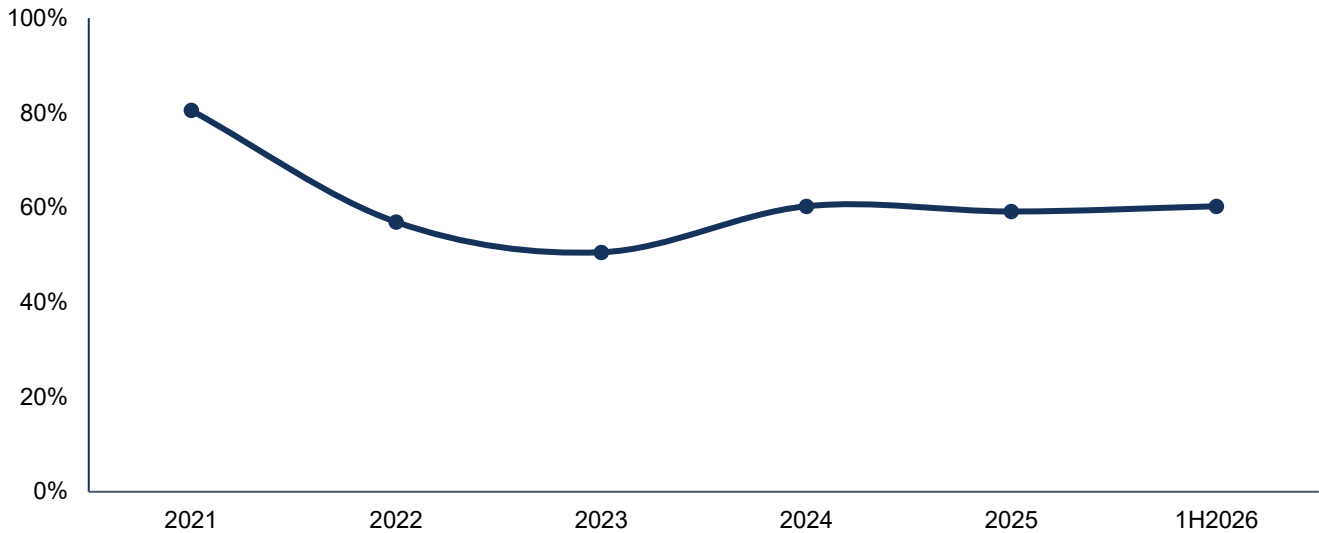


Nguồn: F88, FPTs ước tính

Với mục tiêu mở rộng nhanh số lượng cửa hàng cũng như dư nợ cho vay của F88, chất lượng khoản vay là yếu tố trọng yếu cần theo dõi, đặc biệt trong bối cảnh ngành có rủi ro cao và doanh nghiệp không có khả năng tiếp cận lịch sử tín dụng (CIC) như các TCTD thuộc quản lý của SBV. Để mở rộng quy mô, F88 đang kiểm soát chất lượng nợ ở nhiều cấp độ:

- (1) Cấp trung tâm: thông qua hệ thống chấm điểm tín dụng nội bộ, dựa trên dữ liệu lịch sử của khách hàng tích lũy qua các chu kỳ vay.
- (2) Cấp khu vực và cửa hàng: lựa chọn địa điểm đặt cửa hàng và đánh giá được khả năng trả nợ của tập khách hàng lân cận, đội ngũ đòi nợ hiệu quả nhưng cần tuân thủ quy trình (hiện được thực hiện 100% bởi nhân viên công ty); cộng thêm kiểm soát tài sản đảm bảo như giữ giấy tờ xe (đối với ô tô, xe máy), gắn GPS (đối với ô tô).

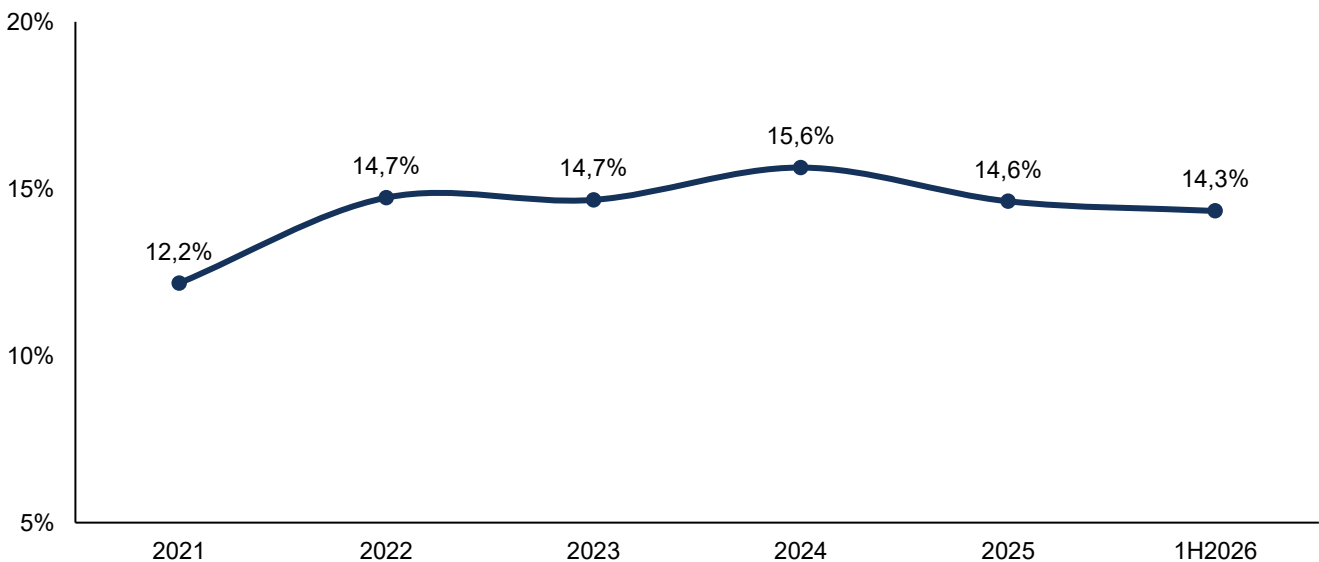
Lợi suất cho vay (bao gồm lãi và phí) của F88 tương đối ổn định từ 2024 – 1H2026, trung bình LTM đạt ~60,3% dư nợ. Chịu kiểm soát của Luật Dân sự, lãi suất cho vay cầm đồ không được vượt quá 20%/năm. Tuy nhiên, F88 (tương tự nhiều doanh nghiệp trong ngành) sẽ tính thêm phí vay (bao gồm phí dịch vụ quản lý khoản vay và phí quản lý tài sản), nâng tổng lãi và phí lên khoảng 32% – 55% /năm. So với giai đoạn trước 2022, lợi suất cho vay có xu hướng sụt giảm tới từ (1) giảm lãi suất để kích cầu, mở rộng quy mô, (2) các khách hàng cũ với lịch sử trả nợ tốt quay lại thường có mức lãi suất ưu đãi hơn theo thời gian.

Biểu đồ 12: Lợi suất cho vay (LTM) của F88 dần ổn định từ 2024 – nay


Nguồn: F88, FPTs ước tính

➤ **Khả năng tiếp cận vốn dần cải thiện giúp tối ưu chi phí**

F88 chịu áp lực chi phí vốn (Cost of Fund – COF) cao do đặc thù ngành nhưng đang dần cải thiện thông qua đa dạng hóa kênh huy động và dần nâng cao năng lực tín dụng. Với đặc thù ngành non trẻ, rủi ro cao và thâm dụng vốn, F88 có COF cao và có xu hướng tăng trong giai đoạn 2021 – 2024. Tuy nhiên, COF đã ổn định hơn từ 2025 – nay nhờ năng lực tín dụng cải thiện và đa dạng hóa các nguồn, bên cạnh kênh truyền thống là phát hành trái phiếu riêng lẻ, F88 lần đầu tiếp cận kênh vay vốn quốc tế từ 2022 và phát hành trái phiếu ra công chúng từ 2025. Hiện tổng nợ vay và phát hành trái phiếu đạt 3,8 nghìn tỷ, tương ứng 49,1% tổng tài sản.

Biểu đồ 13: Chi phí vốn (COF) của F88 dần cải thiện từ sau 2024 – nay


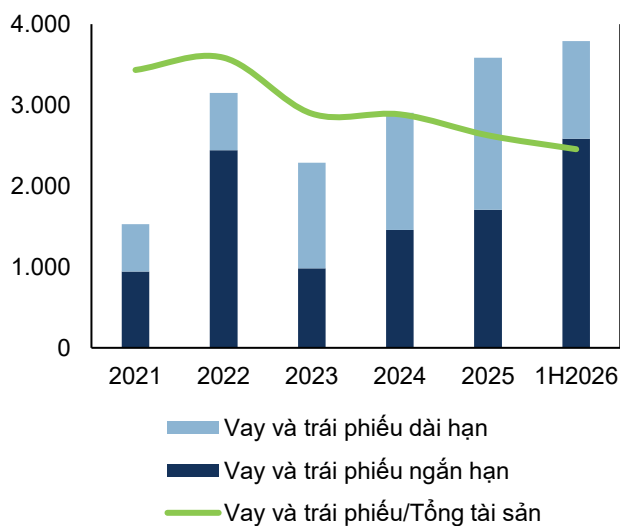
Nguồn: F88, FPTs ước tính

Cụ thể, chi phí huy động chịu áp lực tăng cao trong giai đoạn 2022 – 2024 do thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong nước khó khăn, buộc doanh nghiệp chuyển sang nguồn vay USD có chi phí cao và kỳ hạn dài hơn. Từ 2025, COF giảm nhẹ nhờ (1) tiếp cận kênh trái phiếu phát hành ra công chúng với lãi suất 10%/năm (kỳ hạn 24 tháng, tổng quy mô dự kiến 1.000 tỷ VND chia 3 đợt, đã hoàn thành 600 tỷ - 16% tổng nợ vay cuối Q2/2026), so với 11,5 – 13%/năm của các lô riêng lẻ giai đoạn 2021 – 2023, và (2) bổ sung nguồn vay ngắn hạn VND (chiếm

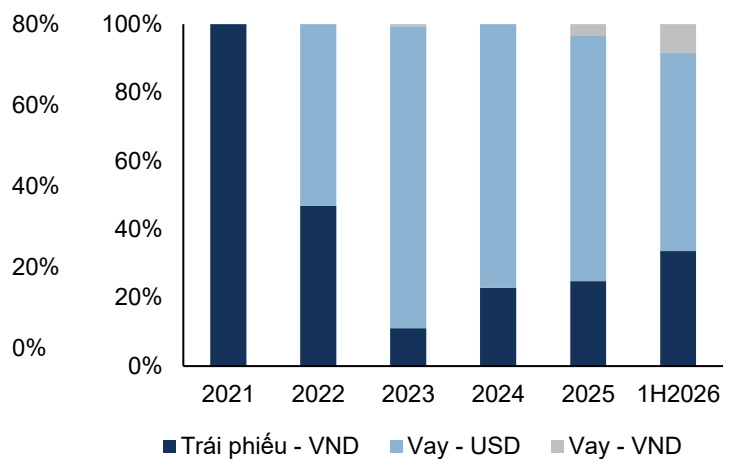
~8% tổng nợ vay) từ ngân hàng nội địa (VIB, MBB, CTG) và một số tổ chức kinh tế ở mức 7,5 – 10%/năm. Ngoài ra, việc giải ngân qua kênh đối tác cũng là một hình thức phân bổ nguồn vốn nhưng không nằm trên sổ sách.

Biểu đồ 14: Đa dạng hóa cơ cấu huy động vốn hỗ trợ cải thiện COF

Cơ cấu vốn theo kỳ hạn



Cơ cấu vốn vay theo loại hình



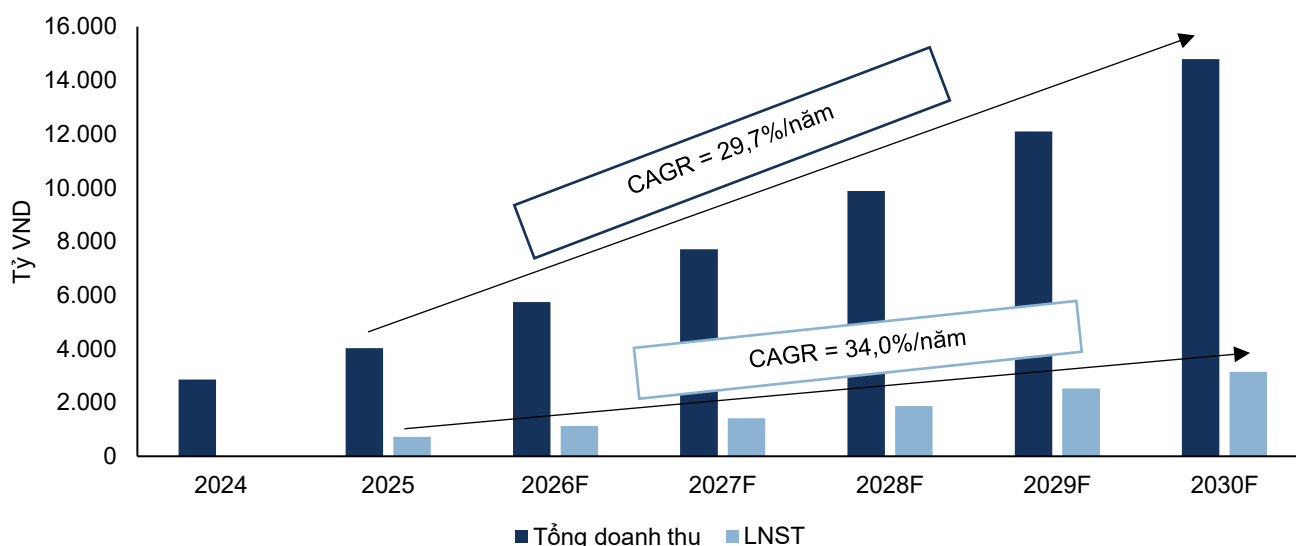
Nguồn: F88, FPTS tổng hợp

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO

1. Triển vọng kinh doanh – Dư nợ cho vay tiếp tục tăng trưởng cao, NIM thu hẹp trong dài hạn để tăng mức độ tiếp cận tới tập khách hàng dưới chuẩn (Quay lại)

Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2025 – 2030F tổng doanh thu F88 tăng với CAGR = 29,7%/năm và LNST tăng với CAGR = 34,0%/năm giai đoạn 2025 – 2030F, riêng 2026F LNST tăng 55,8% YoY, đạt 1.131 tỷ VND. Động lực đến từ (1) tiếp tục mở rộng nhanh quy mô cho vay, (2) tối ưu hiệu quả hoạt động, đưa CIR trong dài hạn về mức ~44% – 45%. Trái lại, NIM sẽ dần thu hẹp để tiếp cận khách hàng, tăng khả năng cạnh tranh.

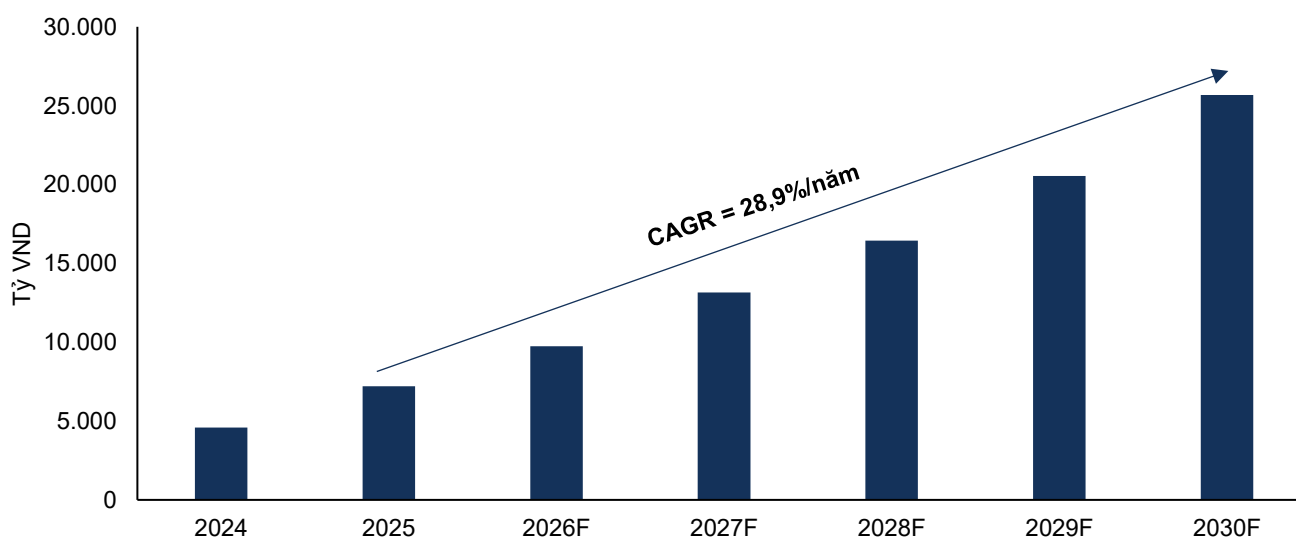
Biểu đồ 15: Dự phóng LNST F88 tăng trưởng với CAGR = 34,0%/năm giai đoạn 2025 – 2030F



Nguồn: F88, FPTS dự phóng

Cụ thể, dư nợ cho vay (bao gồm giải ngân qua kênh đối tác) của F88 dự kiến tiếp tục tăng trưởng cao với CAGR = 28,9%/năm giai đoạn 2026–2030F, cao hơn mặt bằng ngành cho vay cầm đồ (~17% – 20%, theo Fiingroup) nhờ dư địa mở rộng mạng lưới, tiếp tục giành thị phần từ khối truyền thống và tối ưu khai thác trên mỗi cửa hàng. Thêm nữa, chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ kênh đối tác sẽ duy trì ở mức ~25% trong trung – dài hạn, khi F88 cũng đang tiếp tục đàm phán hợp tác với một số ngân hàng khác, theo doanh nghiệp chia sẻ.

Biểu đồ 16: Dự phóng dư nợ cho vay tiếp tục tăng trưởng cao khi dư địa ngành còn lớn



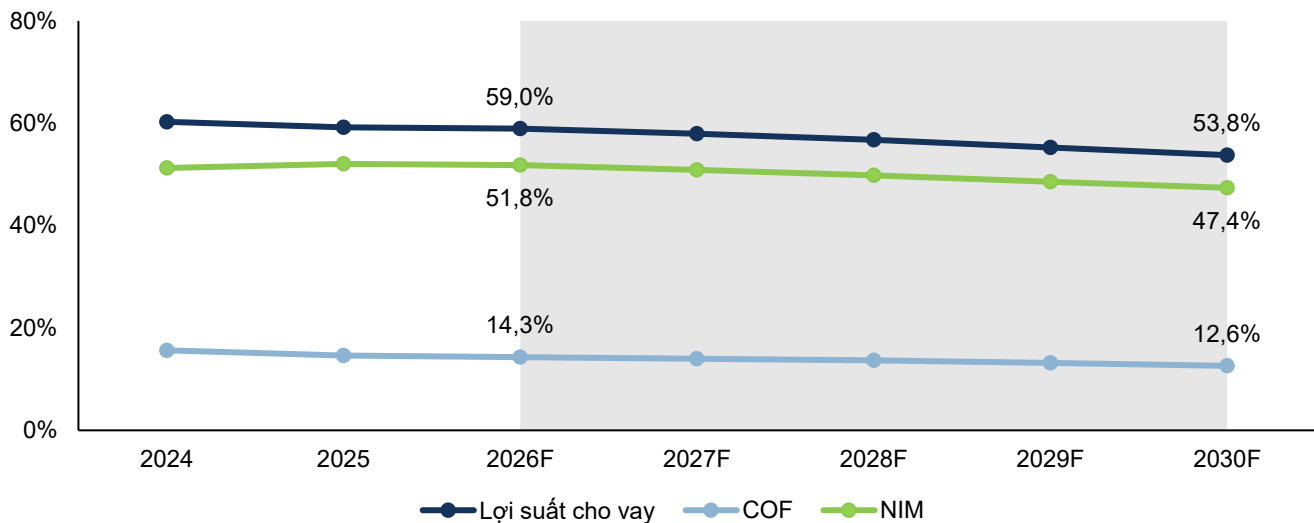
Nguồn: FPTS dự phóng

Kỳ vọng NIM của F88 sẽ giảm dần trong dài hạn, trung bình giảm 0,9 đpt/năm trong giai đoạn 2025 – 2030F về mức ~47,4% trong bối cảnh doanh nghiệp đặt mục tiêu tăng trưởng cao, cần hạ lãi suất cho vay để tăng thâm nhập tới tập khách hàng dưới chuẩn. Tham chiếu ngành cho vay cầm đồ tại các thị trường đã phát triển, chúng tôi nhận thấy đây là yếu tố tất yếu khi ngành dần phát triển và trưởng thành, mức độ cạnh tranh gia tăng.

Qua đó, chúng tôi dự phóng lợi suất cho vay kỳ vọng giảm dần trong dài hạn, dự phóng giảm trung bình ~1,1 đpt/năm về mức ~53,8% tới 2030F (so với 58,4% năm 2025). Xu hướng này đến từ (1) chủ động giảm lãi suất để kích cầu và mở rộng tệp khách hàng, (2) hiệu ứng khách hàng quay lại – tỷ lệ khách quay lại đã đạt 68% và nhóm này được hưởng lãi suất ưu đãi hơn theo lịch sử trả nợ, (3) tăng giải ngân qua kênh đối tác sẽ khiến lợi suất trung bình sụt giảm (vì không ghi nhận được phần lãi cho vay, dù tác động thuần không thay đổi đáng kể do cũng tiết kiệm được chi phí vay).

Ngược lại, chi phí vốn kỳ vọng cải thiện dần nhờ tiếp tục đa dạng hóa nguồn huy động. Chúng tôi cho rằng COF của F88 đã đạt đỉnh và sẽ giảm dần -0,4 đpt/năm về mức 12,6% vào 2030F, dựa trên (1) tiếp tục phát hành đợt chào bán cuối 400 nghìn kênh trái phiếu ra công chúng với lãi suất 10%/năm kỳ hạn 24 tháng (~tương ứng 11% dư nợ cuối Q2/2026); và (2) dần tiếp cận được kênh vay ngân hàng nội địa với lãi suất ưu đãi hơn, đồng thời giảm chi phí phòng ngừa rủi ro tỷ giá.

Biểu đồ 17: NIM thu hẹp trong dài hạn khi hạ lãi suất cho vay để ưu tiên mở rộng dư nợ, tăng mức độ tiếp cận khách hàng



Nguồn: FPTS dự phóng

2. Rủi ro

➤ Môi trường pháp lý

Ngành cho vay cầm đồ tại Việt Nam còn non trẻ và khung pháp lý chưa hoàn thiện, tiềm ẩn rủi ro thay đổi chính sách trong tương lai. Hiện nay, lãi suất cho vay chịu giới hạn bởi trần lãi suất dân sự (20%/năm theo Bộ luật Dân sự), song phần lớn thu nhập của các chuỗi cầm đồ đến từ các khoản phí dịch vụ chưa bị điều tiết trực tiếp. Tham chiếu kinh nghiệm thị trường Thái Lan, khi quy mô ngành đủ lớn, cơ quan quản lý đã tham gia giám sát và áp trần lãi suất đối với mô hình kinh doanh này, kéo giảm đáng kể lợi suất cho vay của các chuỗi cầm đồ niêm yết. Rủi ro tương tự có thể xảy ra tại Việt Nam khi Ngân hàng Nhà nước gia tăng quản lý, qua đó thu hẹp biên lợi nhuận của F88 nếu các khoản phí dịch vụ bị đưa vào phạm vi điều chỉnh.

➤ Chất lượng khoản vay

Chất lượng tài sản là rủi ro trọng yếu cần theo dõi chặt chẽ trong bối cảnh F88 đặt mục tiêu tăng trưởng nhanh dư nợ. F88 phục vụ tập khách hàng dưới chuẩn – chủ yếu là lao động thu nhập thấp, dễ bị tổn thương trước biến động vĩ mô – trong khi không được tiếp cận lịch sử tín dụng (CIC) như các tổ chức tín dụng thuộc quản lý của Ngân hàng Nhà nước. Việc mở rộng nhanh mạng lưới cửa hàng cũng đặt ra thách thức trong kiểm soát rủi ro đồng bộ toàn hệ thống, dù năng lực quản trị rủi ro đã cải thiện rõ rệt sau 2023.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định giá mục tiêu của F88 là **84.500 VND/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu F88 tại giá đóng cửa ngày 24/06/2026 (cao hơn **+11,9%**) và **MUA** tại giá chào bán ra công chúng (cao hơn **+19,0%**, so với giá chào bán 71.000 VND/cổ phiếu) đang diễn ra từ ngày 06/07 – 27/07/2026.

Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp so sánh P/B, với P/B nhóm doanh nghiệp tương đồng là 3,6x và BVPS dự phóng 2026F đạt 21.233 VND/cp. Chúng tôi áp dụng thêm một khoản Phần bù tăng trưởng (Growth Premium) 10% đối với hệ số định giá của F88 trên cơ sở khác biệt về giai đoạn phát triển: F88 hiện đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh tại thị trường Việt Nam (LNST dự phóng tăng với CAGR = 34,0%/năm giai đoạn 2025 – 2030F; ngược lại, nhóm doanh nghiệp so sánh tại Thái Lan (TIDLOR, SAWAD, MTC) đã bước vào giai đoạn bão hòa với tốc độ tăng trưởng chậm lại (LNST dự báo tăng 10% - 20%/năm giai đoạn 2026 – 2027, theo *Kiatnakin Phatra Securities*). Do đó, mức điều chỉnh 10% phản ánh sát thực tế tiềm năng mở rộng của doanh nghiệp trong giai đoạn dự báo.

Bảng 2: P/B của nhóm doanh nghiệp so sánh tương đồng với F88

Doanh nghiệp	Bloomberg Ticker	Vốn hóa (Tỷ VND)	VCSH (Tỷ VND)	LNST TTM (Tỷ VND)	ROE TTM	P/B*
Ngern Tid Lor	TIDLOR TB	41.592	25.772	1.159	16,0%	3,9x
Srisawad Corporation	SAWAD TB	31.320	27.900	964	14,4%	3,1x
Muangthai Capital	MTC TB	52.904	32.255	1.309	17,0%	3,8x
Trung bình						3,6x
F88	F88 VN	16.629	2.994	1.009	40,6%	5,6x

*P/B các doanh nghiệp nước ngoài được điều chỉnh dựa trên sự khác biệt giữa P/B của Thái Lan so với Việt Nam và chênh lệch ROE giữa doanh nghiệp với F88.

VI. PHỤ LỤC

1. Cơ chế giải ngân cho vay qua kênh đối tác [\(Quay lại\)](#)

Cho vay qua kênh đối tác là hình thức sử dụng vốn của đối tác (là các ngân hàng CIMB, MBB) để cho vay – ngân hàng ghi nhận khoản cho vay tín chấp. Cùng lúc đó, F88 sẽ ký hợp đồng “quản lý tài sản” đối với khách hàng, như là quá trình cho vay cầm cố giấy tờ xe thông thường. F88 cam kết sẽ mua lại khoản vay từ ngân hàng khi khoản vay có nguy cơ chuyển nhóm nợ (gần tới ngày chuyển) và chịu hoàn toàn rủi ro. Qua đó, ngân hàng sẽ nhận được phần lãi vay, còn F88 nhận phần phí vay (phí quản lý tài sản). Khoản vay qua kênh đối tác, do được kiểm tra lịch sử tín dụng từ phía ngân hàng, thường có chất lượng tài sản tốt hơn so với khoản vay thông thường tại F88.

Đối với 2 đối tác là CIMB và MBB, một số điểm khác biệt được trình bày trong bản sau:

Tiêu chí	Kênh CIMB	Kênh MBB
Chiều tiếp cận khách hàng	F88 → Ngân hàng: khách hàng tìm đến F88, F88 chuyển hồ sơ sang CIMB	Ngân hàng → F88: khách hàng tìm đến MBB nhưng không đạt chuẩn, MBB giới thiệu sang F88
Nguồn khách hàng	Khách hàng sẵn có của F88, đủ điều kiện tín dụng ngân hàng	Khách hàng bị MBB từ chối, thuộc phân khúc dưới chuẩn
Ngưỡng mua lại nợ	F88 mua lại khi khoản vay quá hạn gần 90 ngày	F88 mua lại khi khoản vay quá hạn khoảng 30 ngày

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu F88, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888