Trưởng nhóm phân tích
Đoàn Thị Ánh Nguyệt
nguyet.dta@shs.com.vn

Khuyến nghị: TĂNG TỶ TRỌNG

Giá PO (VND):	71.000
Giá mục tiêu (VND):	**86.000**
% tăng/giảm giá:	21%

Thông số cơ bản:

Giá 52T cao/thấp (VNĐ)	34.200 - 136.600
KLTB (10N) (CP)	119.717
Vốn hóa (Tỷ.đ)	16.900
SLCPLH (CP)	220
Giới hạn sở hữu NN	100,0%
Tỷ lệ sở hữu NN	57,8%
CP thả nổi	27,0%
Cổ đông lớn	Skydom (31,3%)

Diễn biến giá cổ phiếu

Nguồn: SHS Research, FiinProX

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	Q1.26
Tổng doanh thu	2.716	3.341	4.392	1.397
% YoY	*17,4%*	*23,0%*	*31,4%*	*54,5%*
GT cho vay	11.124	12.070	16.476	5.207
% YoY	*-0,2%*	*8,5%*	*38,8%*	
Dư nợ cuối kỳ	3.736	4.578	7.216	7.897
% YoY		*22,5%*	*57,6%*	*62,3%*
CIR	66,8%	58,6%	50,9%	45,3%
LNST - CĐTS	(545)	351	719	241
% YoY			*105%*	*131%*
ROE	-49,8%	22,6%	34,4%	37,9%
ROA	-13,1%	7,8%	12,1%	14,0%

F88 VÀ MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG 30%++ ĐẾN 2030

- **Duy trì vị thế số 1 trong mảng cho vay cầm đồ hiện đại** với thị phần 2,7% tại thời điểm cuối năm 2025. Tốc độ tăng trưởng kép CAGR dư nợ cho vay cầm đồ giai đoạn 2019-2025 đạt 60%, cao gấp hơn 3 lần tốc độ tăng trưởng bình quân ngành.
- **Mục tiêu tốc độ tăng trưởng kép CAGR mảng cho vay cầm đồ giai đoạn 2025-2030 đạt 32%,** cao hơn tốc độ tăng trưởng toàn ngành khoảng 17%-20% (theo dự báo của FiinGroup theo kịch bản cơ sở).
- **Mục tiêu tăng trưởng kép CAGR doanh thu phí bảo hiểm giai đoạn 2025-2030 đạt 43%,** tương đương tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2021-2025. Mục tiêu đóng góp 17% tổng doanh thu của F88 trong năm 2030 với bảo hiểm riêng lẻ đóng góp 30% doanh thu bảo hiểm.
- **Phát triển nền tảng tài chính bình dân toàn diện qua sản phẩm tiết kiệm - đầu tư**, bao quát rộng khắp nhu cầu tài chính của khách hàng bình dân, dự kiến ra mắt từ năm 2027. Mục tiêu đóng góp 3% tổng doanh thu của F88 trong năm 2030.
- **Hoạt động kinh doanh 6T2026 tăng trưởng tích cực dù chưa đến mùa cao điểm.** Dư nợ tại thời điểm cuối Q2.2026 đạt 8.827 tỷ đồng, tăng 22,3% kể từ đầu năm. LNST 6 tháng đạt 545 tỷ đồng, hoàn thành 55% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi.
- **Chúng tôi đã cập nhật lại dự báo KQKD năm 2026 và định giá cổ phiếu F88** dựa trên cơ sở hoạt động cho vay của F88 tích cực hơn dự báo và tỷ lệ nợ xấu đã trở về xu hướng ổn định sau giai đoạn suy giảm do yếu tố mùa vụ.
- **Giá hợp lý của F88 đạt 86.000 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 21% so với giá F88 thực hiện chào bán ra công chúng.

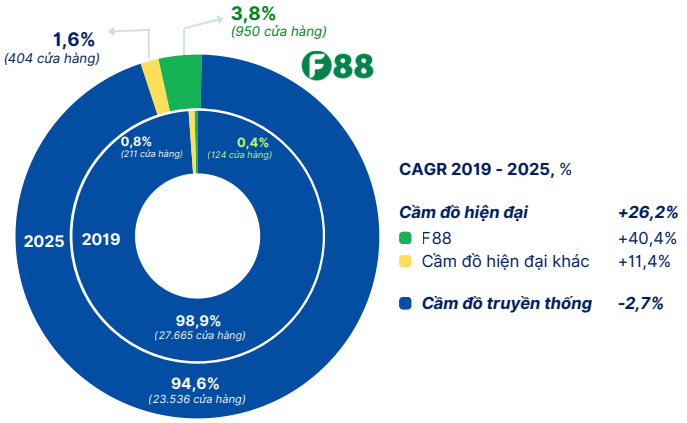
I. F88 - thương hiệu dẫn đầu phân khúc cầm đồ hiện đại

Giai đoạn 2019-2025, dư nợ cho vay của mô hình cầm đồ thế hệ mới tăng trưởng gấp gần 3 lần cầm đồ truyền thống

Theo báo cáo về thị trường tài chính thay thế của FiinGroup, thị trường cầm đồ Việt Nam có quy mô khoảng 268 nghìn tỷ đồng vào năm 2025 với 24.890 đơn vị có đăng ký kinh doanh. Trong giai đoạn 2019-2025, các doanh nghiệp cầm đồ thế hệ mới với sự hỗ trợ của công nghệ đang tăng trưởng nhanh chóng cả về số lượng cửa hàng và quy mô dư nợ, so với xu hướng giảm của cầm đồ truyền thống. Tại thời điểm cuối năm 2025, có 1.354 cửa hàng cầm đồ thế hệ mới thuộc 10 doanh nghiệp kinh doanh, với quy mô dư nợ ước tính 9.200 tỷ đồng, chiếm 3,5% thị phần toàn thị trường.

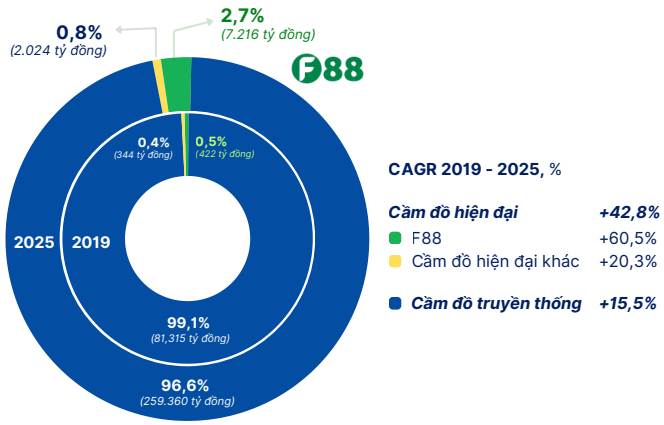
Quy mô cửa hàng cầm đồ theo từng mô hình

(Đơn vị: Cửa hàng)



Dư nợ cho vay cầm đồ theo từng mô hình

(Đơn vị: Tỷ đồng)



F88 - Thương hiệu dẫn đầu phân khúc cầm đồ hiện đại

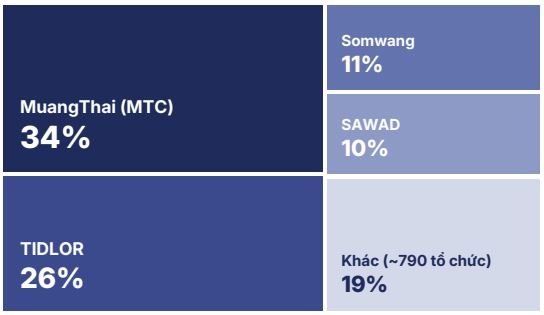
Cuối năm 2025, dư nợ cho vay cầm đồ của F88 đạt 7.216 tỷ đồng với 950 cửa hàng, chiếm 70% số cửa hàng và 78% dư nợ toàn phân khúc cho vay cầm đồ thế hệ mới. Là thương hiệu dẫn đầu phân khúc cầm đồ thế hệ mới, tuy nhiên dư nợ của F88 mới chỉ chiếm 2,7% dư nợ toàn ngành.

F88 đang ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt trội với CAGR dư nợ giai đoạn 2019-2025 đạt 60%, so với mức 15% của cầm đồ truyền thống và 20% của các thương hiệu cầm đồ hiện đại.

Thị trường phân mảnh, tạo điều kiện cho F88 gia tăng thị phần với tốc độ vượt xa tăng trưởng ngành

Xu hướng chuyển dịch từ tiệm cầm đồ truyền thống sang chuỗi hiện đại, minh bạch và tuân thủ pháp luật đang tạo lợi thế dài hạn cho F88. Câu chuyện đầu tư đối với F88 là trong môi trường ngành phân mảnh, F88 đang có ưu thế vượt trội để hợp nhất thị trường và đang gia tăng thị phần với tốc độ vượt xa tăng trưởng ngành.

Thị phần cho vay cầm đồ tại Thái Lan



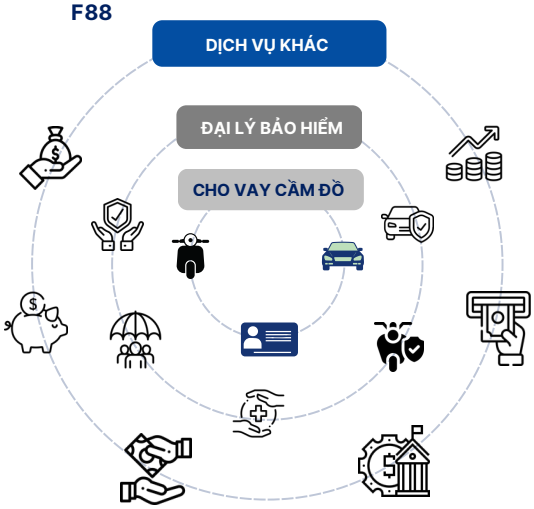
Thực tế Thái Lan có 795 tổ chức hoạt động trong mảng cho vay cầm đồ, trong đó 5 thương hiệu lớn chiếm tới 92% dư nợ mảng cho vay cầm cố giấy tờ xe toàn ngành. TIDLOR, thương hiệu non trẻ nhất trong 3 ông lớn ngành cho vay cầm đồ Thái Lan, chiếm thị phần lên tới 26%, với hai sản phẩm chủ lực cầm cố giấy tờ xe và bảo hiểm.

F88 đang đi theo con đường của TIDLOR và đặt mục tiêu tăng thị phần trong mảng cho vay cầm đồ lên 5% đến năm 2030.

II. Sản phẩm tài chính đa dạng phục vụ phân khúc khách hàng bình dân

Từ nền tảng cho vay cầm đồ, F88 mở rộng sang các sản phẩm tài chính đại chúng như bảo hiểm, thanh toán, tiết kiệm và đầu tư, hướng tới xây dựng một nền tảng tài chính toàn diện phục vụ nhóm khách hàng bình dân và chưa được đáp ứng đầy đủ bởi hệ thống tài chính truyền thống.

Các mảng hoạt động kinh doanh của F88



Sản phẩm bảo hiểm được thiết kế riêng cho phân khúc khách hàng bình dân

Tận dụng mạng lưới hơn 950 phòng giao dịch, F88 triển khai làm đại lý bảo hiểm thông qua việc hợp tác với các thương hiệu bảo hiểm uy tín. Sản phẩm bảo hiểm được thiết kế phù hợp với phân khúc khách hàng bình dân, F88 tư vấn và khảo sát bồi thường trực tiếp, phối hợp xử lý yêu cầu bồi thường trong vòng 24h. Năm 2025, F88 bán ra 1,5 triệu hợp đồng bảo hiểm, tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2021-2025 đạt 24,4% với lũy kế 6 triệu hợp đồng bảo hiểm đã được phát hành. Mảng bảo hiểm đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của F88, đóng góp 13% tổng doanh thu Q1.2026.

Các sản phẩm tài chính khác – vệ tinh để mở rộng tệp khách hàng

F88 cung cấp dịch vụ thanh toán hóa đơn, nạp thẻ điện thoại, chuyển tiền, đại lý Ngân hàng hợp tác với MB. Hoạt động này giúp F88 tăng thu nhập phí, thu hút thêm người dùng mới, tăng tần suất giao dịch và tạo nền tảng để bán chéo sang hai sản phẩm lõi là cho vay cầm cố và bảo hiểm.

Vượt lên trên mô hình cho vay cầm đồ đơn thuần, F88 đang trên con đường trở thành một nền tảng tài chính bình dân toàn diện.

Lợi thế tệp khách hàng 1,6 triệu người và vẫn tiếp tục mở rộng, mạng lưới cửa hàng rộng khắp cả nước, hệ thống công nghệ cùng kinh nghiệm quản trị rủi ro trong nhiều năm hoạt động, F88 sở hữu nền tảng thuận lợi để mở rộng danh mục sản phẩm và gia tăng giá trị trên một khách hàng.

Mô hình hoạt động của F88 đang được định hướng vượt ra khỏi giới hạn chật hẹp của việc cho vay cầm cố truyền thống. F88 đang lên kế hoạch mở rộng mạnh mẽ sang dải dịch vụ mới, không chỉ bao gồm bảo hiểm, dịch vụ thanh toán và đại lý ngân hàng. F88 đang lên kế hoạch đưa thêm sản phẩm tiết kiệm và đầu tư vào hệ sinh thái với mục tiêu đưa bảo hiểm và các sản phẩm tài chính ngoài cho vay đóng góp 20% tổng doanh thu vào năm 2030.

III. Công nghệ - nền tảng cốt lõi hỗ trợ mở rộng hoạt động

Công nghệ hỗ trợ mở rộng hoạt động và kiểm soát rủi ro

Hàm lượng công nghệ được xem là "xương sống", hỗ trợ toàn diện từ thẩm định tín dụng, quản trị rủi ro cho tới vận hành cửa hàng của F88. Nhờ sự kết hợp này, mô hình có thể mở rộng nhanh chóng nhưng vẫn giữ được biên lợi nhuận và mức rủi ro trong tầm kiểm soát.

Thẩm định tài sản đảm bảo. Thông qua việc xây dựng và triển khai đồng bộ các ứng dụng công nghệ kỹ thuật trong thẩm định, F88 hiện đang sở hữu một hệ thống thông tin dữ liệu với hàng chục nghìn mã tài sản hỗ trợ việc thẩm định tài nhanh chóng, dễ dàng hơn, giá trị tài sản đảm bảo sát với thị trường tại thời điểm định giá, góp phần tối uu nguồn lực và giảm thời gian chờ đợi của khách hàng.

Chấm điểm tín dụng khách hàng. Hạn mức vay được xây dựng dựa trên giá trị tài sản đảm bảo, năng lực tài chính thực tế và điểm tín dụng của khách hàng. Quy mô khách hàng lên tới 1,5 triệu khách hàng vay với tỷ lệ khách hàng quay lại lên tới 64% là cơ sở dữ liệu đủ lớn giúp F88 ứng dụng machine learning, chấm điểm tín dụng, quản trị rủi ro, giúp mở rộng hoạt động cho vay mà vẫn duy trì được việc kiểm soát rủi ro.

Kiểm soát đánh giá hiệu quả hoạt động từng cửa hàng theo thời gian thực. Mô hình Command Center tập trung hóa giám sát các phòng giao dịch (PGD), đánh giá hiệu quả hoạt động, từ đó có giải pháp hỗ trợ PGD dưới chuẩn và có định hướng mở rộng PGD hợp lý. F88 đã đạt mục tiêu 100% phòng giao dịch có lãi sau 1 năm.

Kết nối hệ thống với các ngân hàng lớn CIMB và MB, tạo nền tảng vững chắc cho mô hình Tài chính nhúng (Embedded Finance) và Đại lý Ngân hàng (Agent Banking), cung cấp sản phẩm dịch vụ phát triển theo hướng đa kênh, đa nền tảng, mở rộng cơ hội tiếp cận đến nhiều đối tượng khách hàng. Triển khai các sản phẩm mới: vay hạn mức tuần hoàn và vay thêm, nhằm mở rộng vòng đời khách hàng và gia tăng hiệu quả khai thác tệp khách hàng hiện hữu.

My F88

903.000 lượt tải sau gần 1 năm

Ứng dụng di động đầu tiên tại Việt Nam cung cấp các khoản vay phục vụ phân khúc khách hàng bình dân, ra mắt từ tháng 8/2025. Ứng dụng My F88 tích hợp đầy đủ các nghiệp vụ của F88: khởi tạo/tất toán khoản vay, mua bảo hiểm, thanh toán, giúp tối ưu 90% thời gian làm thủ tục cho khách hàng. Qua ứng dụng My F88, tỷ trọng hợp đồng vay thực hiện trực tuyến chiếm khoảng 30% tổng số lượng hợp đồng toàn hệ thống trong năm 2025. Ứng ụng My F88 vẫn đang trong giai đoạn nâng cấp với các sản phẩm mới đang nghiên cứu triển khai như Hũ sinh lời; Sản phẩm đầu tư. F88 định hướng tiếp tục tăng tỷ trọng hoạt động trên nền tảng số, hỗ trợ tích cực việc mở rộng thị phần.

IV. Quản trị rủi ro - Yếu tố quyết định chất lượng lợi nhuận

Chính sách quản trị rủi ro thận trọng

F88 xây dựng chính sách quản trị rủi ro thận trọng vừa đảm bảo hỗ trợ khách hàng tiếp cận nguồn vốn, vừa duy trì nợ xấu trong tầm kiểm soát.

01 THẨM ĐỊNH KHOẢN VAY

Dựa trên điểm tín dụng của khách hàng và giá trị của tài sản đảm bảo

ĐIỂM TÍN DỤNG

Đánh giá lịch sử tín dụng, thu nhập, hành vi trả nợ, phân nhóm khách hàng...

+

GIÁ TRỊ TÀI SẢN ĐẢM BẢO

Định giá tài sản chính xác, minh bạch

→ **QUYẾT ĐỊNH GIẢI NGÂN**

02 KIỂM SOÁT TỶ LỆ CHO VAY TRÊN GIÁ TRỊ TÀI SẢN ĐẢM BẢO

Duy trì tỷ lệ cho vay (LTV) quanh mức 50%

LTV ~ 50%

Giúp kiểm soát rủi ro và đảm bảo khả năng thu hồi vốn ngay cả khi giá trị tài sản biến động

03 TUÂN THỦ MỨC TRẦN CHẤP NHẬN RỦI RO

TỈ LỆ NỢ XẤU TỐI ĐA CHO PHÉP

~ 5,5%
Tổng giải ngân

~ 11%
Tổng dư nợ

Hệ thống cảnh báo sớm khi tỷ lệ nợ quá hạn có xu hướng tăng/bối cảnh vĩ mô/ngành biến động

04 THEO DÕI SÁT KHOẢN NỢ TỪ KHI CÒN TRONG HẠN

Theo dõi định kỳ và hành vi trả nợ → Chủ động liên hệ, nắm bắt khó khăn → Hợp tác cùng khách hàng tìm phương án xử lý phù hợp → Giảm thiểu rủi ro, duy trì mối quan hệ

05 KÍCH HOẠT CHÍNH SÁCH CHO VAY THẬN TRỌNG HƠN KHI RỦI RO TĂNG

- Siết chặt tiêu chí thẩm định
- Giảm hạn mức cho vay
- Tăng tỉ lệ tài sản đảm bảo yêu cầu
- Tăng cường giám sát sau giải ngân

06 CHÍNH SÁCH TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG THẬN TRỌNG

>91 ngày

TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG 100%

↓

Phản ánh rủi ro tín dụng sớm

↓

Bảo vệ chất lượng lợi nhuận và bảng cân đối kế toán

F88 THẬN TRỌNG HƠN THÔNG LỆ NGÀNH

NỢ QUÁ HẠN 11-30 NGÀY	2%
NỢ QUÁ HẠN 31-90 NGÀY	25%
NỢ QUÁ HẠN TRÊN 90 NGÀY	100%

Trích lập dự phòng cao hơn giúp ghi nhận rủi ro sớm và củng cố nền tảng tài chính vững chắc

07 QUY TRÌNH THU HỒI NỢ & THANH LÝ TÀI SẢN

1. Nhắc nợ chủ động
2. Làm việc trực tiếp, đề xuất phương án
3. Chuyển nợ quá hạn, áp dụng biện pháp thu hồi
4. Thu giữ tài sản đảm bảo (nếu cần)
5. Thanh lý tài sản minh bạch, đúng quy định
6. Thu hồi nợ, hạch toán và đóng hồ sơ

Tăng trưởng tạo ra quy mô, quản trị rủi ro quyết định chất lượng lợi nhuận. Khả năng duy trì tỷ lệ tổn thất thấp, kiểm soát LTV hợp lý và quản lý hiệu quả tài sản bảo đảm là yếu tố cốt lõi quyết định ROE và giá trị doanh nghiệp trong dài hạn.

V. Khả năng huy động vốn - nền tảng cốt lõi để mở rộng hoạt động

Đặc thù hoạt động trong lĩnh vực cho vay cầm đồ, F88 không được vay vốn từ Ngân hàng để cho vay lại. Nguồn vốn phục vụ hoạt động cho vay của F88 do vậy phụ thuộc vào nguồn vốn chủ sở hữu, phát hành trái phiếu, vốn vay từ các tổ chức kinh tế và việc hợp tác cho vay với đối tác Ngân hàng.

Huy động vốn PE ngay từ ngày đầu thành lập

F88 là doanh nghiệp tiên phong trong ngành cầm đồ thế hệ mới với việc huy động vốn quốc tế ngay từ giai đoạn đầu thành lập từ các quỹ cổ phần đầu tư có tiếng trên thế giới (Granite Oak, Mekong Enterprise Fund). Sau đó, công ty mở rộng sang kênh trái phiếu nội địa và vay vốn quốc tế (CLSA Capital Partners, Lendable). Trong giai đoạn tới, việc thực hiện niêm yết và phát hành ra công chúng trong năm 2026 giúp F88 tiếp cận dòng vốn đại chúng từ thị trường chứng khoán, mở rộng thêm một kênh huy động quan trọng để phục vụ tăng trưởng.

Cho vay hợp tác với các Ngân hàng uy tín

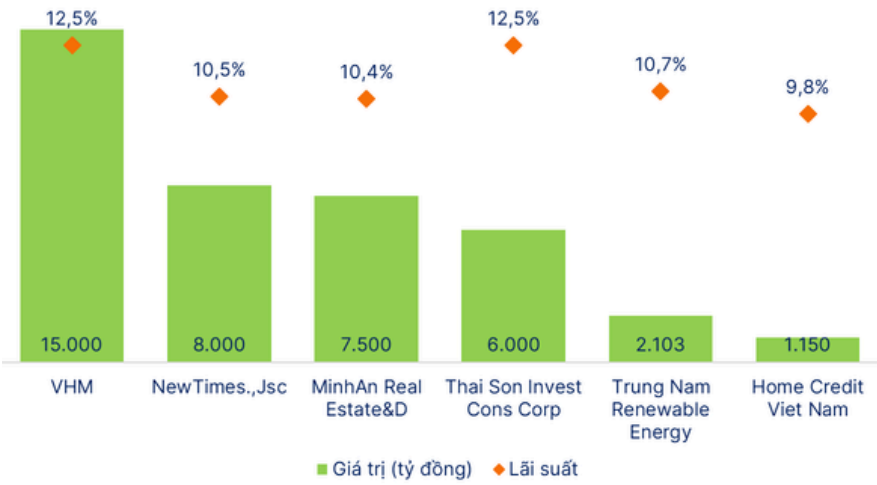
Việc hợp tác cho vay với đối tác Ngân hàng cũng đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc mở rộng tín dụng của F88. Hiện F88 đang hợp tác cho vay với CIMB và MB với tỷ lệ dư nợ hợp tác tại thời điểm cuối Q1.2026 chiếm 26% tổng dư nợ. F88 cho biết đang xúc tiến việc hợp tác cho vay với thêm 2 Ngân hàng thuộc Big4.

Năng lực huy động vốn được đánh giá cao

F88 là một trong số ít doanh nghiệp được chấp thuận phát hành trái phiếu ra công chúng. Trong 6T2026, F88 đã hoàn thành 2 đợt phát hành trái phiếu ra công chúng với quy mô 600 tỷ đồng, lãi suất huy động 10%, ở mức thấp khi so với mức lãi suất phát hành của một số doanh nghiệp lớn và so với đặc thù ngành cho vay cầm đồ.

Một số khoản huy động trái phiếu doanh nghiệp lớn 6T2026

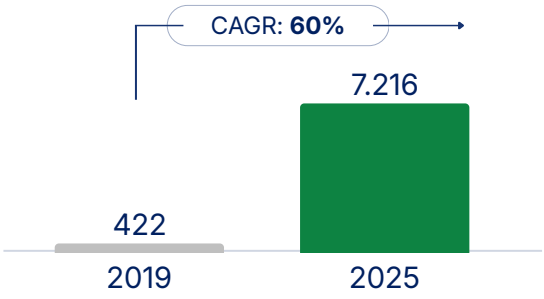
Nhóm ngành phi Ngân hàng



VI. Kết quả đã được kiểm chứng

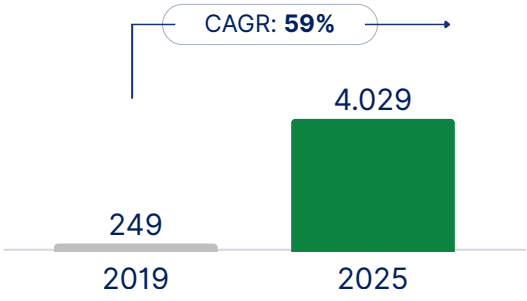
Dư nợ tăng trưởng 60%/năm giai đoạn 2019-2025

Tỷ đồng



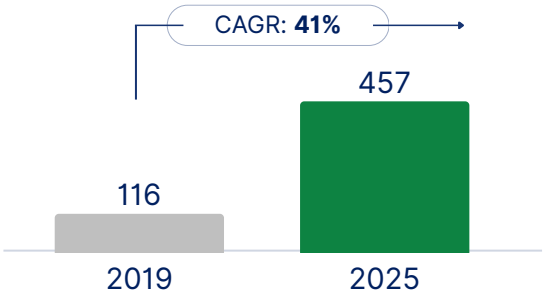
Tăng trưởng doanh thu tương đương dư nợ

Tỷ đồng



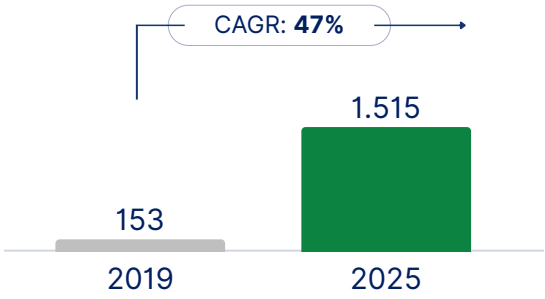
Doanh thu bảo hiểm diễn biến tích cực

Tỷ đồng

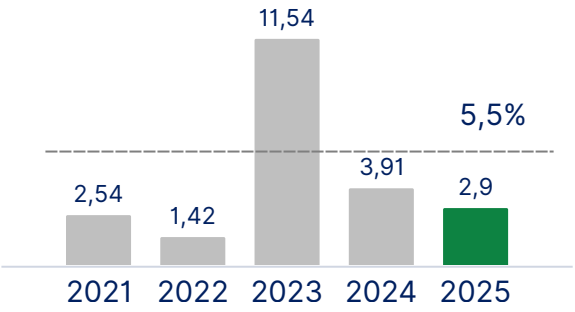


Số lượng hợp đồng bảo hiểm phát hành

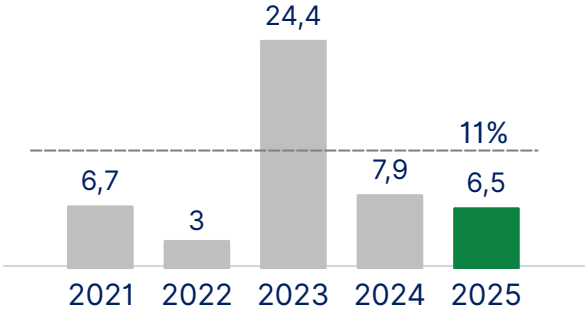
Nghìn hợp đồng



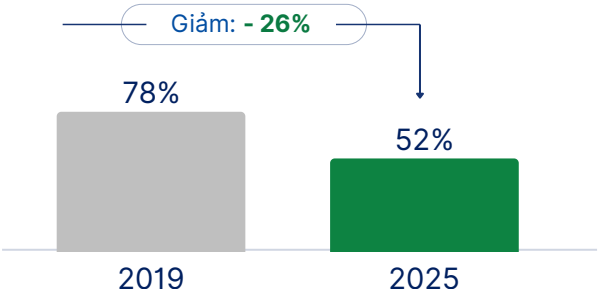
Kiểm soát tỷ lệ xóa nợ ròng trên giải ngân



Tỷ lệ xóa nợ ròng trên dư nợ

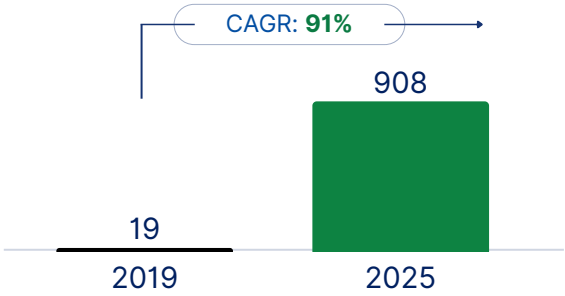


Chi phí hoạt động giảm nhờ số hóa



LNTT tăng trưởng tích cực

Tỷ đồng



VII. MỤC TIÊU ĐẾN 2030

2030

5
Triệu Khách hàng

30%
BH độc lập/Tổng DT phí BH

20%
Đóng góp DT phi tín dụng

30%
ROE trung bình (2026-2030)

Cho vay cầm đồ

17%-20%
Tăng trưởng toàn thị trường

5
Triệu KH

32%
CAGR doanh thu '25-'30

5%
Thị phần F88 tại năm 2030

1,2 tỷ USD
Dư nợ cho vay 2030

49%
Lợi suất cho vay bình quân

Đại lý Bảo hiểm

5
Triệu KH

6.000
Tỷ đồng Phí BH

60'
Thời gian bồi thường

43%
CAGR doanh thu '25-'30

Dịch vụ khác

Đại lý Ngân hàng
Tiết kiệm
Đầu tư

100%
CAGR doanh thu '25-'30

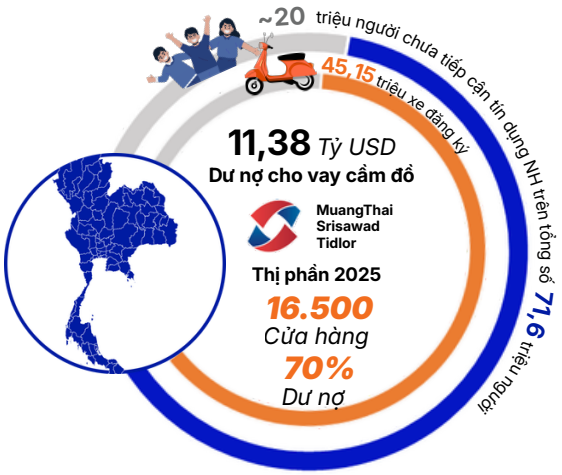
3%
Tổng doanh thu năm 2030

Cho vay cầm đồ - Tiềm năng rộng mở gia tăng thị phần

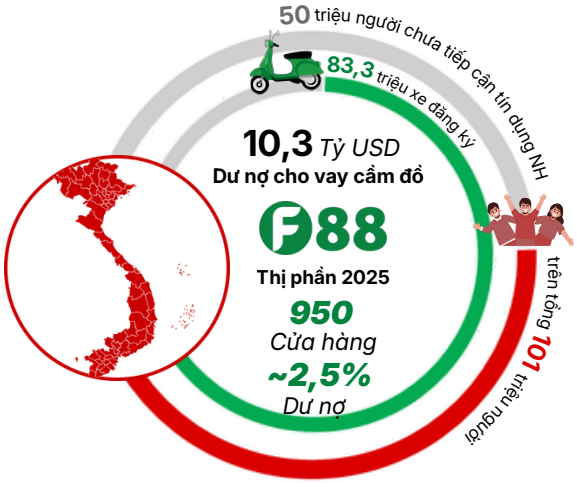
Cho vay cầm đồ hiện đại Việt Nam - giai đoạn đầu phát triển

Việt Nam và Thái Lan là 2 quốc gia có mức độ tương đồng cao về văn hóa và xu hướng tiêu dùng. So với Thái Lan, thị trường cho vay cầm đồ tại Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn sơ khai. F88 đang thấp hơn đáng kể cả về quy mô cửa hàng, quy mô dư nợ và dư nợ tính trên một cửa hàng so với TOP 3 doanh nghiệp cho vay cầm đồ tại Thái Lan.

Quy mô thị trường tại Thái Lan



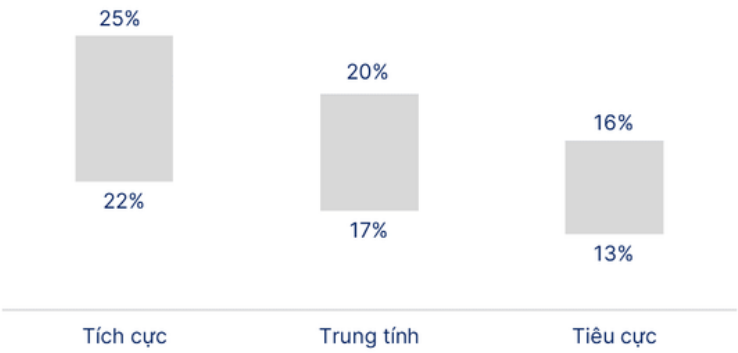
Quy mô thị trường tại Việt Nam



Tốc độ tăng trưởng kép CAGR về tín dụng tiêu dùng và dư nợ cho vay của 3 chuỗi cho vay cầm đồ lớn nhất Thái Lan

Nguồn: BCTC MuangThai, Srisawad, Tidlor và Báo cáo thường niên của NHTW Thái Lan

FiinGroup - Tăng trưởng ngành tài chính thay thế 2025-2030 theo 3 kịch bản



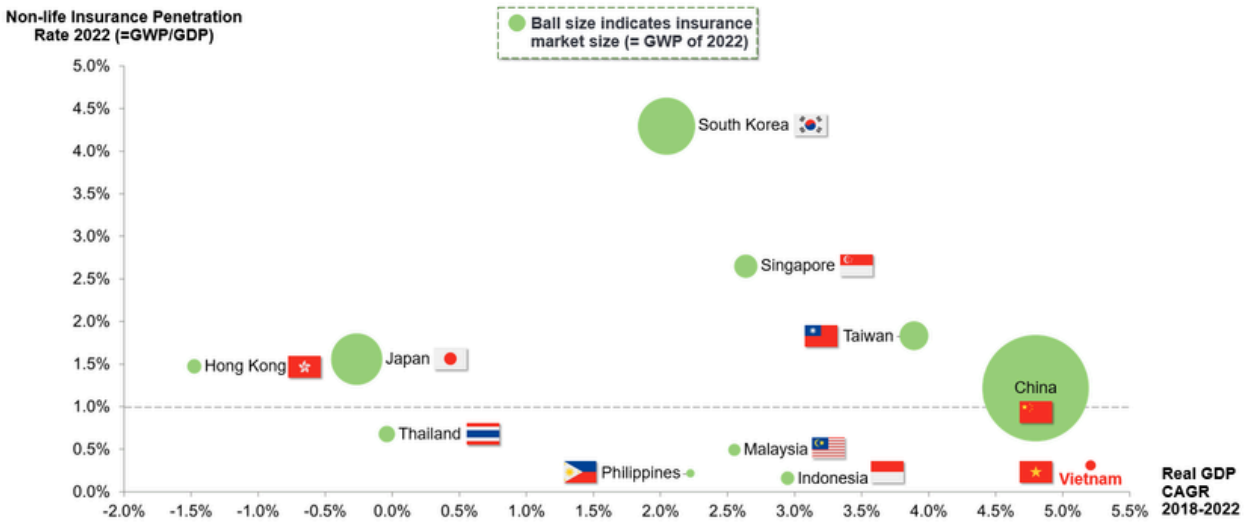
Nguồn: Báo cáo ngành Tài chính thay thế của FiinGroup

Theo dự báo của FiinGroup, tăng trưởng dư nợ ngành tài chính thay thế của Việt Nam giai đoạn 2025-2030 theo kịch bản trung tính là khoảng 17%-20%, trong đó cho vay cầm đồ vẫn là lĩnh vực đóng góp chủ đạo.

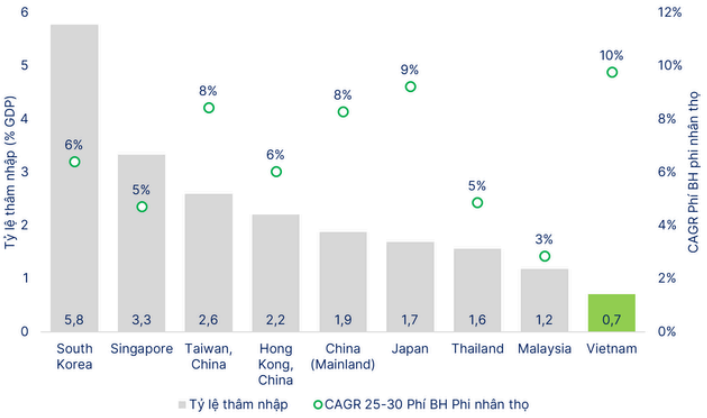
Tốc độ tăng trưởng của 3 chuỗi cho vay cầm đồ lớn nhất Thái Lan trong giai đoạn 2012-2024 đạt 35%, cao gấp hơn 6 lần tốc độ tăng trưởng kép trong cùng thời kỳ của cho vay tiêu dùng. Với quy mô còn rất nhỏ, chúng tôi kỳ vọng F88 có thể đạt được tốc độ tăng trưởng dư nợ tương đương 3 tên tuổi cho vay cầm đồ lớn tại Thái Lan, đạt 30-35% trong giai đoạn 2025-2030.

Đại dương xanh của mảng đại lý bảo hiểm

Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam rất thấp so với khu vực dù tăng trưởng kinh tế cao nhất nhóm các Quốc gia so sánh

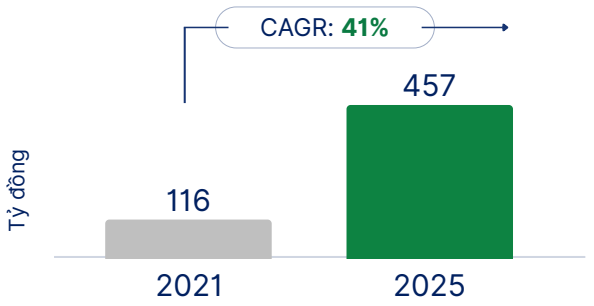


Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ năm 2025 và tốc độ tăng trưởng kép phí bảo hiểm giai đoạn 2025-2030 một số Quốc gia

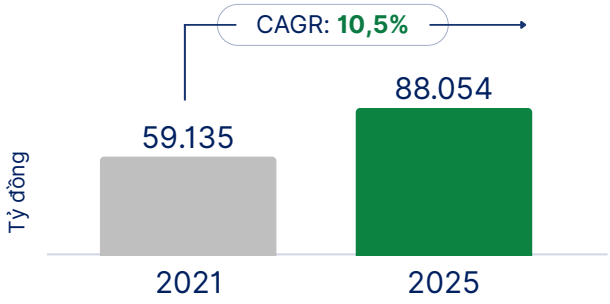


Nguồn: Dự báo của BMI

CAGR doanh thu phí bảo hiểm của F88 giai đoạn 2021-2025



CAGR doanh thu phí ngành BH PNT giai đoạn 2021-2025



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ của Việt Nam năm 2025 ước tính chỉ 0,7% GDP, thấp hơn đáng kể so với các quốc gia trong khu vực. Trong đó, tỷ lệ tham gia bảo hiểm phi nhân thọ của nhóm khách hàng thu nhập thấp còn hầu như chưa phổ biến, đến từ việc sản phẩm bảo hiểm truyền thống không phù hợp: phí cao, điều khoản phức tạp, thời hạn dài và quy trình bồi thường khó tiếp cận. Sự mất cân đối này tạo nên cơ hội lớn cho F88 khi với cơ sở khách hàng lớn và cửa hàng trực tiếp, F88 có điều kiện xây dựng hợp đồng với mức phí và các điều khoản phù hợp với phân khúc bình dân, tư vấn trực tiếp và xử lý sau bảo hiểm cho khách hàng. Phí bảo hiểm có thể được đóng theo hình thức trả góp, giúp việc mua bảo hiểm không còn là gánh nặng, thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm chuyển hóa thành hành vi mua trên thực tế. Khách hàng bình dân tiếp cận dịch vụ bảo hiểm của F88 do vậy kỳ vọng được mở rộng, không chỉ giới hạn ở khách hàng sử dụng dịch vụ vay.

Giai đoạn 2021-2025, tốc độ tăng trưởng kép CAGR doanh thu bảo hiểm của F88 đạt 41%, cao gấp 4 lần tốc độ tăng trưởng doanh thu phí của toàn ngành bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam.

Theo dự báo của BMI, tốc độ tăng trưởng kép doanh thu phí bảo hiểm giai đoạn 2025-2030 của Việt Nam là 10%, cao nhất trong nhóm các quốc gia so sánh.

Với diễn biến này, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm của F88 tiếp tục duy trì trên 40% giai đoạn 2025-2030, dựa trên tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm của tệp khách hàng bình dân rộng lớn còn quá thấp và những lợi thế nổi bật đối với mảng bảo hiểm của F88.

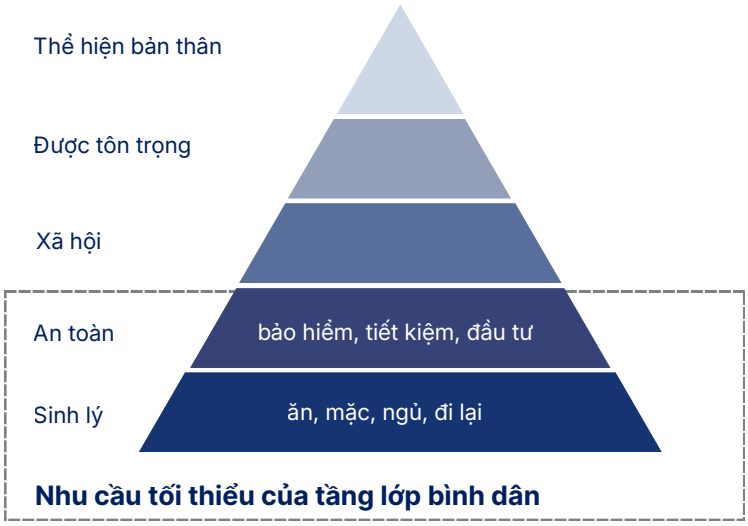
Dịch vụ Ngân hàng - Tiết kiệm - Đầu tư - Khép kín nhu cầu tài chính khách hàng

Lợi thế từ mô hình Ngân hàng đại lý

Nền tảng 1,6 triệu khách hàng hiện hữu và còn tiếp tục tăng trưởng, chủ yếu là tệp khách hàng dưới chuẩn chưa có tài khoản Ngân hàng tạo nguồn thu hoa hồng từ việc mở tài khoản, chia sẻ phí và giao dịch chuyển tiền. Ước tính đến năm 2030, F88 kỳ vọng mở được 1 triệu tài khoản ngân hàng từ lượng khách hàng hiện hữu, chia sẻ doanh thu từ tài khoản active và thu phí từ giao dịch chuyển tiền của từng tài khoản.

Động lực tăng trưởng đến từ sự gia tăng thu nhập và tích lũy tài sản

Tháp nhu cầu Maslow



Khảo sát nội bộ của F88 cho thấy 71% khách hàng của F88 vẫn dành một khoản nhỏ để tiết kiệm và 80% còn dư sau chi tiêu. Điều này cho thấy ngay cả ở tầng đáy tháp thu nhập, nhu cầu tích lũy (tầng An toàn) vẫn tồn tại mạnh mẽ đối với phân khúc khách hàng bình dân. Vấn đề là sản phẩm đầu tư tích lũy bị giới hạn về quy mô và công cụ, chưa được hệ thống ngân hàng phục vụ tốt. Khoảng trống không nằm ở nhu cầu mà ở nguồn cung sản phẩm tiết kiệm, đầu tư quy mô nhỏ, linh hoạt, phù hợp với đặc thù dòng tiền bất định của nhóm khách hàng bình dân.

Mặt khác, Việt Nam đang bước vào giai đoạn mà tầng lớp trung lưu và cận trung lưu tăng nhanh. Các công ty cầm đồ có xu hướng mở rộng từ cho vay sang tiết kiệm, đầu tư và bảo hiểm, nhằm giữ chân khách hàng và tăng giá trị vòng đời khách hàng (Customer Lifetime Value - CLV) thay vì chỉ dựa vào thu nhập lãi vay.

Theo chia sẻ của F88, công ty đang hợp tác với Ngân hàng, CTCK, CT QLQ nhằm thiết kế sản phẩm tiết kiệm - đầu tư với đặc thù quy mô nhỏ, kỳ hạn ngắn, linh hoạt, phù hợp với phân khúc khách hàng bình dân, dự kiến ra mắt sản phẩm từ năm 2027. Nhu cầu sản phẩm đã được khảo sát với 75% khách hàng của F88 có nhu cầu đầu tư và gửi tiết kiệm và 60% cho biết sẵn sàng sử dụng dịch vụ khi F88 cung cấp.

VIII. Rủi ro cần chú ý

Chịu sự quản lý của NHNN liên quan đến trần lãi suất

Từ kinh nghiệm tại Thái Lan, khi thị trường cho vay cầm đồ có quy mô đủ lớn, hoạt động cho vay cầm đồ có thể được kiểm soát bởi NHNN với các quy định chặt chẽ hơn về trần lãi suất cho vay, tỷ lệ an toàn hoạt động.

Theo chia sẻ từ F88, hoạt động cho vay cầm đồ của F88 đã được xây dựng một cách hiệu quả, minh bạch, tuân thủ pháp luật. Công ty đánh giá ngành cho vay cầm đồ được kiểm soát càng góp phần tăng hiệu quả hoạt động đối với các doanh nghiệp hoạt động quy chuẩn, tuân thủ như F88, giảm quy mô tín dụng đen cũng như các cửa hàng nhỏ lẻ. Công ty cũng có kế hoạch chủ động giảm dần lợi suất cho vay nhằm hỗ trợ tích cực hơn đến khách hàng với lợi suất cho vay bình quân 49% tại năm 2030.

Cạnh tranh từ các hình thức cho vay thay thế

P2P lending - vẫn trong giai đoạn thử nghiệm
Thực tế triển khai tại Trung Quốc thất bại do việc cho vay hoàn toàn trên nền tảng số, thiếu thông tin để kiểm soát rủi ro, dẫn đến nợ xấu tăng mạnh.

Cạnh tranh từ các công ty tài chính
Nhóm công ty tài chính có thể mở rộng tệp khách hàng xuống phân khúc bình dân. Tuy nhiên với thực tế hoạt động cho vay tại phân khúc bình dân không đơn giản, kết hợp với những kinh nghiệm thực tế tích lũy từ khi hoạt động, nền tảng khách hàng lớn, F88 đang có lợi thế lớn trong ngành.

Rủi ro nợ xấu do đặc thù phân khúc khách hàng bình dân

F88 kiểm soát bằng quản trị rủi ro theo chân dung từng nhóm khách hàng, với mức độ đánh giá ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế/thiên tai ở từng mức khác nhau.

Rủi ro liên quan đến khả năng thoái vốn của cổ đông lớn Mekong Capital

Thông tin từ F88, Mekong Capital có 2 quỹ đang đầu tư vào F88, 1 quỹ đã đến kỳ hạn thoái vốn, 1 quỹ đầu tư vào F88 năm 2023, thời gian hoạt động 10 năm, vẫn tiếp tục đồng hành với công ty. Trong trường hợp quỹ Mekong thoái vốn, việc thoái vốn được thực hiện qua thỏa thuận giữa các nhà đầu tư, không gây áp lực lên giá cổ phiếu trên sàn.

Rủi ro liên quan đến nguồn vốn khi khoảng 1.000 tỷ đồng trái phiếu, nợ vay nước ngoài đến hạn

F88 cho biết dòng tiền của F88 luôn ổn định với uy tín khi vay vốn được đánh giá ở mức cao, không phát sinh trường hợp chậm trả nợ. Khoản vay nợ đến hạn sẽ được bù đắp bởi khoản vay mới, công ty không đánh giá cao vấn đề rủi ro này.

IX. Cập nhật KQKD và Định giá cổ phiếu

KQKD Q2.2026 tăng trưởng tích cực

Thông tin tại sự kiện Roadshow phát hành cổ phiếu ra công chúng, F88 cho biết dư nợ tại thời điểm cuối Q2.2026 đạt 8.827 tỷ đồng, tăng 22,3% kể từ đầu năm. LNST đạt 303,3 tỷ đồng, tăng mạnh 102% so với cùng kỳ và tăng 25,6% so với quý trước.

Lũy kế 6T2026, F88 đạt 545 tỷ đồng LNST, hoàn thành 55% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi. Diễn biến dư nợ cũng tích cực hơn dự báo, với mức tăng 22,3% YTD trong 6 tháng đầu năm, so với mức dự báo tăng trưởng 35% cho năm 2026 của chúng tôi.

Trao đổi với F88, công ty cho biết nhu cầu vay của khách hàng có xu hướng tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ, cả ở khách hàng mới và khách hàng quay lại, dù chưa vào mùa vụ cao điểm kinh doanh cuối năm. Ngoài nguyên nhân quy mô thị trường cho vay cầm đồ mở rộng với tốc độ 15% hàng năm, F88 vẫn đang chiếm giữ thêm thị phần nhờ lợi thế dẫn đầu toàn ngành. Tỷ lệ nợ xấu của F88 trong Quý 2 đã quay trở về mức thông thường sau tác động mang tính mùa vụ trong Quý 1 cũng như tình hình thời tiết bất lợi quý cuối năm 2025.

Trên cơ sở này, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo dư nợ và LNST năm 2026 của F88 lần lượt thêm 5% và 11% so với dự báo tại báo cáo lần đầu. Theo đó, LNST dự báo mới đạt 1.110 tỷ đồng, tăng 54% so với năm trước. Kết quả dư nợ và LNST 6 tháng của F88 đã hoàn thành lần lượt 56% và 49% con số dự báo điều chỉnh.

Bảng: Cập nhật dự báo kết quả kinh doanh năm 2026 của F88

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2025	6T2026	2026F				6T/Dự báo điều chỉnh
			Dự báo lần đầu	Dự báo điều chỉnh	Mức độ điều chỉnh	Dự báo điều chỉnh YoY	
Dư nợ	7.216	8.827	9.588	10.099	5%	40%	56%
LNST	719	545	996	1.110	11%	54%	49%

IX. Cập nhật KQKD và Định giá cổ phiếu

Cập nhật định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp PE và Phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50% để xác định giá hợp lý của cổ phiếu F88. Theo đó, giá mục tiêu của F88 là 86.000 đồng/cp, cao hơn 21% so với chào bán ra công chúng.

PHƯƠNG PHÁP P/E

Chúng tôi sử dụng hệ số P/E trung bình của nhóm doanh nghiệp cùng ngành nghề với F88 tại khu vực Đông Nam Á, có hệ số D/E tương đương làm cơ sở xác định P/E hợp lý của F88, có tính đến tương quan ROE của F88 và trung bình nhóm doanh nghiệp so sánh. Theo đó, P/E hợp lý của F88 được điều chỉnh theo công thức:

$$\textbf{P/E} = \textbf{P/E}\ \text{TB} \times \frac{\textbf{ROE}\ \text{F88}}{\textbf{ROE}\ \text{TB}}$$

Bảng: Hiệu quả sử dụng vốn và hệ số định giá của một số doanh nghiệp khu vực cùng phân khúc với F88

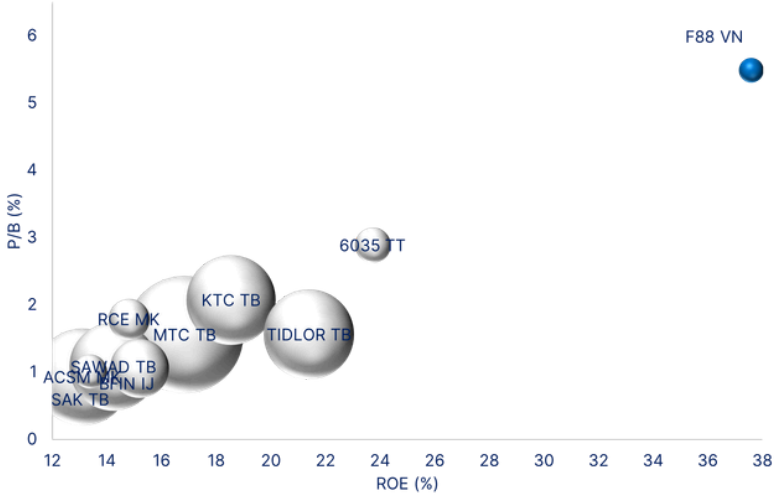
Ticker	ROA:Y	ROE:Y	Debt/Assets:Y	Cntry	P/E	P/B
MTC TB Equity	3,70	16,84	74,27	THAILAND	10,02	1,56
SAWAD TB Equity	4,66	14,23	59,28	THAILAND	8,14	1,08
TIDLOR TB Equity	4,53	21,39	65,91	THAILAND	10,44	1,56
BFIN IJ Equity	6,25	15,19	53,37	INDONESIA	7,65	1,06
RCE MK Equity	4,23	14,80	67,85	MALAYSIA	12,30	1,79
SAK TB Equity	5,69	13,37	53,51	THAILAND	8,12	1,01
Average	**4,84**	**15,97**	**62,37**	**-**	**9,45**	**1,34**
F88 VN Equity	**13,74**	**37,59**	**65,91**	**VIETNAM**	**17,26**	**5,49**

Nguồn: Bloomberg, ngày 13/7/2026
Số liệu của F88 được cập nhật tại thời điểm cuối Q1.2026

Với lợi thế ROE vượt trội so với trung bình các doanh nghiệp so sánh, F88 xứng đáng được chấp nhận với hệ số P/E cao hơn mức trung bình. Sử dụng tỷ lệ ROE dự báo năm 2026 của F88 so với trung bình nhân với hệ số P/E các doanh nghiệp so sánh, hệ số P/E hợp lý của F88 là 18,5 lần.

Với tốc độ tăng trưởng LNTT dự kiến 54% trong năm 2026, hệ số P/E này tương đương PEG 0,34 lần, thấp hơn 1, cho thấy tính hấp dẫn của hệ số định giá.

Biểu đồ: Tương quan ROE và hệ số định giá P/B một số công ty



Bảng: Giá trị hợp lý của F88 theo phương pháp P/E

Phương pháp P/E	
LNST 2026	1.109,75
SLCPLH BQ (CP)	222.429.065
EPS 2026E	4.837
PE mục tiêu	18,5
Giá mục tiêu	**89.500**

IX. Cập nhật KQKD và Định giá cổ phiếu

Cập nhật định giá cổ phiếu

PHƯƠNG PHÁP THU NHẬP THẶNG DƯ

Các giả định

Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)	4,18%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro	7,92%
Tỷ lệ chiết khấu	12,9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn sau năm 2030	5,5%

Kết quả định giá

Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	17.316.686
Giá trị sổ sách của VCSH	2.447.189
Giá trị hiện tại của VCSH	19.763.875
SLCP lưu hành	242.277.092
Giá mục tiêu (đồng)	**81.575**

Phân tích độ nhạy

		Long term growth rate (g)				
		4,5%	**5,0%**	**5,5%**	**6,0%**	**6,5%**
Tỷ suất chiết khấu	**11,9%**	81.091	85.024	89.571	94.891	101.197
	12,4%	77.884	81.333	85.283	89.851	95.195
	12,9%	75.059	78.111	81.575	85.543	90.132
	13,4%	72.551	75.272	78.337	81.818	85.803
	13,9%	70.311	72.752	75.485	78.564	82.060

Tổng hợp hai phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	50%	81.575
P/E target	50%	89.500
Bình quân 2 phương pháp		**86.000**

IX. Cập nhật KQKD và Định giá cổ phiếu

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
(tỷ đồng)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026F**
Doanh thu	2.082	2.281	3.105	4.680
Giá vốn hàng bán	2.323	1.654	1.912	2.871
Lợi nhuận gộp	-241	627	1.193	1.809
Chi phí hoạt động	635	824	1.091	1.435
Lợi nhuận hoạt động	-876	-197	102	374
Doanh thu tài chính	285	448	771	1.108
Chi phí tài chính	399	406	475	697
Lợi nhuận khác	317	604	509	602
Lãi/(lỗ) từ liên doanh	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	-672	449	908	1.387
Thuế TNDN	-127	98	188	277
Lợi nhuận sau thuế	**-545**	**351**	**719**	**1.110**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	-0,1	0,0	0,1
LNST của cty mẹ	-545	351	719	1.110
% Biên LNST	-26,2%	15,4%	23,2%	23,7%
EPS (Đồng)	-65.992	42.512	84.916	4.837
Các chỉ số tài chính				
(tỷ đồng)	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**
Chỉ số định giá				
Chỉ số P/E			21,30	14,68
EV/EBITDA			165,87	50,67
Chỉ số P/B			6,25	3,39
Chỉ số P/S			4,93	3,68
Tỷ suất cổ tức tiền mặt	0%	0%	0%	0%
Chỉ số sinh lời (%)				
Biên LN gộp	-11,58	27,49	38,43	39,20
Biên EBITDA	-41,72	-8,25	3,60	8,74
Biên LN ròng	-26,20	15,40	23,17	24,04
Tỷ số LN/VCSH	-39,62	22,63	34,44	28,20
Chỉ số đòn bẩy (lần)				
Chỉ số thanh toán lãi vay	(2,60)	(0,53)	0,24	0,57
Tỷ số nợ vay/tổng vốn	0,58	0,58	0,53	0,43
Tỷ số nợ vay/VCSH	1,66	1,68	1,46	0,91
H.số TT hiện hành	2,59	2,20	2,22	2,06
H.số thanh toán nhanh	2,56	2,18	2,20	2,05

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026F**
Tài sản ngắn hạn	3.285	4.091	5.455	9.093
Tiền/tương đương tiền	217	630	280	2.841
Các khoản phải thu	3.003	3.346	5.050	6.102
Hàng tồn kho	2	1	1	2
Đầu tư ngắn hạn	30	73	76	76
Tài sản khác	34	40	47	71
Tài sản dài hạn	667	946	1.371	2.093
Tài sản cố định	47	45	48	47
Đầu tư dài hạn	224	606	1.020	1.592
Xây dựng cơ bản dở dang	2	2	2	2
Tài sản khác	393	292	300	452
Tổng tài sản	**3.952**	**5.036**	**6.826**	**11.186**
Nợ ngắn hạn	1.269	1.859	2.455	4.613
Khoản phải trả	4	9	14	20
Vay nợ ngắn hạn	981	1.457	1.706	3.486
Nợ khác	284	393	736	1.107
Nợ dài hạn	1.307	1.450	1.921	1.494
Vay nợ dài hạn	1.307	1.450	1.879	1.494
Nợ khác	-	-	42	-
Tổng nợ	**2.576**	**3.309**	**4.376**	**6.107**
Vốn chủ sở hữu	**1.376**	**1.728**	**2.449**	**5.078**
Vốn góp	1.723	1.723	1.725	3.203
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	(347)	4	724	1.876
Vốn khác	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng nợ và vốn CSH	**3.952**	**5.036**	**6.826**	**11.186**
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ đồng)	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**
LCTT từ HĐ kinh doanh	(729)	(604)	(1.752)	(258)
LCTT từ HĐ đầu tư	291	418	740	(6)
LCTT từ HĐ tài chính	228	598	661	3.262
LCTT trong kỳ	(210)	413	(350)	2.998
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	427	217	630	280
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	217	630	280	3.279

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS 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.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội
Tòa nhà SHS, Số 43 Lý Thường Kiệt, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Đà Nẵng
Tầng 2, Tòa nhà SHB Đà Nẵng, số 06 Nguyễn Văn Linh, phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779

Chi nhánh Hồ Chí Minh
Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369

SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Website: shs.com.vn

Tel: 1900 63 8588

Email: hotrokhachhang@shs.com.vn

GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn