

Tổ trưởng nghiệp vụ
Đoàn Thị Ánh Nguyệt
nguyet.dta@shs.com.vn

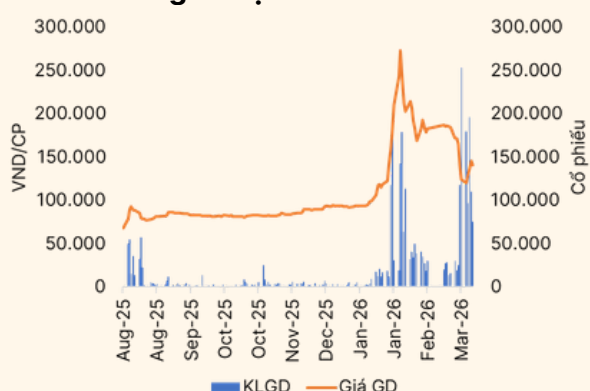
Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Giá hiện tại (VND):	139.100
Giá mục tiêu (VND):	158.000
% tăng/giảm giá:	13,6%

Thông số cơ bản:

Giá 52T cao/thấp (VND)	68.300 - 273.200
KLTB (10N) (CP)	110.483
Vốn hóa (Tỷ.đ)	15.485
SLCPLH (CP)	110
Giới hạn sở hữu NN	100,0%
Tỷ lệ sở hữu NN	57,6%
CP thả nổi	15,0%
Cổ đông lớn	Skydom (31,3%) CT HĐQT (12%)

Diễn biến giao dịch



TỐI ƯU NỀN TẢNG - KÍCH HOẠT BỨT PHÁ

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu F88 dựa trên các luận điểm đầu tư sau:

Quy mô rộng lớn của thị trường cho vay cầm đồ và tương lai rộng mở đối với mảng cho vay cầm đồ thế hệ mới. Quy mô thị trường cho vay cầm đồ hiện đạt ~8 tỷ USD (chỉ tính các tổ chức đăng ký kinh doanh, chưa tính tín dụng đen), tốc độ tăng trưởng kép trong 5 năm gần đây đạt 19,5%, tệp khách hàng tiềm năng ước tính gần 50 triệu người, chiếm 50% dân số. Cho vay cầm đồ thế hệ mới hiện chỉ chiếm 3% thị phần, tuy nhiên đang tăng trưởng nhanh chóng nhờ ưu thế vượt trội so với các tiệm cầm đồ truyền thống.

F88 được hưởng lợi cao nhất phân khúc nhờ thị phần và chuỗi cửa hàng chiếm ưu thế vượt trội. Sau 12 năm hoạt động, học hỏi từ các thị trường quốc tế, F88 đã “đóng gói” thành công mô hình lấy lõi cầm cố cà vẹt xe máy/ô tô và phân phối bảo hiểm. Nhờ đó, số cửa hàng tăng từ 46 (2018) lên 950 (2025), CAGR ~53%/năm, phục vụ 1,4 triệu khách hàng lũy kế, chiếm 2% dư nợ toàn ngành với tổng giải ngân gần 16.500 tỷ đồng (2025). Cửa hàng tinh gọn (3 nhân viên/cửa hàng, hòa vốn 6–12 tháng, giải ngân 15–30 phút) kết hợp công nghệ giúp giảm CIR từ 80% xuống 51% chỉ sau 5 năm, kiểm soát tỷ lệ nợ xấu quanh 5% tổng giải ngân và RACV >50%. Hiệu quả hoạt động: ROE đạt 34,4%, cao nhất so với các công ty cùng ngành thuộc khu vực Đông Nam Á.

Bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ sau thời gian xây nền. F88 lên kế hoạch tiếp tục tăng số lượng cửa hàng nhằm mở rộng thị phần, tận dụng ưu thế vượt trội về thương hiệu và mô hình hoạt động. Giai đoạn 2025–2027 F88 kỳ vọng duy trì CAGR ~30% về doanh thu và lợi nhuận, tạo nền tảng vững chắc cho kế hoạch IPO vào năm 2026. Trong đó, dư nợ tăng gấp rưỡi mỗi năm, số lượng cửa hàng lên 1.500 vào năm 2027, gần gấp đôi so với hiện tại. Song song, công ty định hướng tăng tỷ trọng doanh thu từ bảo hiểm và dịch vụ tài chính lên 30% và đẩy mức độ tự động hóa vận hành đạt 70%.

Định giá cổ phiếu hấp dẫn so với tốc độ tăng trưởng và hiệu quả hoạt động. Kết quả kinh doanh của F88 trong giai đoạn 2025–2026 tăng trưởng tương ứng với tốc độ mở rộng chuỗi cửa hàng và hợp tác cho vay với các tổ chức kinh tế. Chúng tôi dự báo F88 ghi nhận 1.245 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong năm 2026, tăng 37% YoY, vượt 10% kế hoạch F88 dự kiến. Mức định giá hợp lý của cổ phiếu F88 là 158.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 13,6% so với thị giá hiện tại. F88 đang giao dịch với P/E dự phóng 2026 khoảng 15 lần, là mức định giá hấp dẫn so với tốc độ tăng trưởng.

RỦI RO

- Khung pháp lý chưa hoàn thiện có thể ảnh hưởng tới chính sách trần lãi suất và điều kiện mở cửa hàng tại các khu vực.
- Định kiến xã hội về ngành nghề ảnh hưởng đến khả năng mở rộng thị trường, hợp tác kinh doanh và huy động vốn. Tuy nhiên là cơ hội đối với doanh nghiệp đã xây dựng mô hình hoạt động chuyên nghiệp và tuân thủ pháp luật.
- Rủi ro tín dụng cao do đặc thù nhóm khách hàng thu nhập thấp là nhóm chịu ảnh hưởng lớn nhất từ các biến động của nền kinh tế.

MỤC LỤC

NGÀNH TÀI CHÍNH THAY THẾ:

- Tài chính thay thế – mảnh ghép thiết yếu của tài chính tiêu dùng
- Bộ 3 ấn tượng: Quy mô tăng trưởng hai chữ số, vòng quay 10x, biên lợi nhuận vượt trội
- Động lực tăng trưởng trong tương lai: nhu cầu tín dụng đại chúng bùng nổ
- Ngành phân mảnh, các chuỗi cầm đồ thế hệ mới đang trỗi dậy
- Pháp lý, tính địa phương và rủi ro – ba rào cản lớn
- Từ bức tranh toàn cầu đến thị trường mới nổi Việt Nam: Kỳ lân tài chính thay thế có thể xuất hiện?

F88 - DOANH NGHIỆP DẪN ĐẦU NGÀNH TÀI CHÍNH THAY THẾ:

- F88: Hành trình thay đổi định kiến đến vị thế số 1 trong ngành
- Xây dựng viên gạch chuyên nghiệp ngay từ đầu
- Người tiên phong tìm ra “công thức mở cửa hàng” thành công
- Các khía cạnh tạo nên số 1 và duy trì số 1

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- Cho vay cầm cố – sản phẩm lõi
- Bảo hiểm – sản phẩm sáng tạo ngoài lề
- Các sản phẩm tài chính khác – vệ tinh để mở rộng tệp khách hàng

KẾT QUẢ KINH DOANH

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2026

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026-2030

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

PHỤ LỤC

TÀI CHÍNH THAY THẾ – MẢNH GHÉP THIẾT YẾU CỦA TÀI CHÍNH TIÊU DÙNG

Mảnh ghép của thị trường tài chính tiêu dùng rộng lớn

Dư nợ thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam đạt khoảng 110 tỷ USD tại thời điểm cuối năm 2023 (~2,8 triệu tỷ VND), phần lớn khách hàng được phục vụ bởi các ngân hàng và công ty tài chính lớn. Để được giải ngân, khách hàng cần đáp ứng một trong các điều kiện chính: (1) có tài sản đảm bảo (2) có dòng tiền hoặc (3) lịch sử tín dụng tốt.

Trước các quy định nghiêm ngặt của tổ chức tín dụng, một bộ phận lớn người dân không đạt điều kiện chưa thể tiếp cận các sản phẩm dịch vụ tài chính cơ bản. Ước tính gần 50 triệu người trong độ tuổi lao động (15-60 tuổi) nằm trong nhóm này, với nhu cầu tín dụng vẫn luôn hiện hữu.

Ba nhóm khách hàng mục tiêu chính

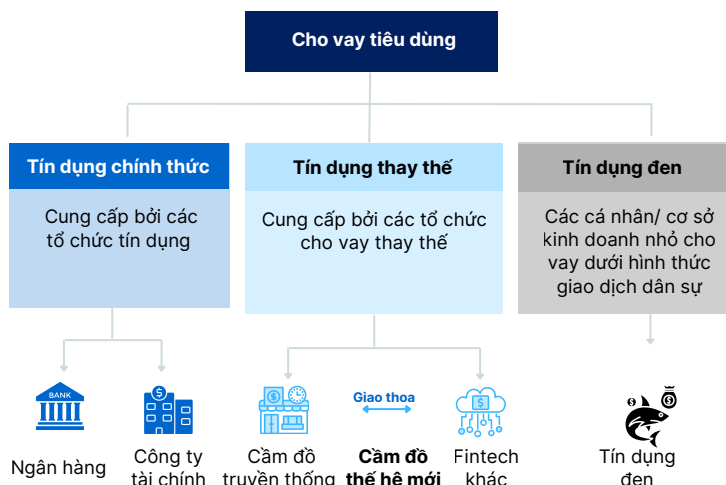
Nhóm khách hàng chưa đạt điều kiện tiếp cận dịch vụ từ ngân hàng và công ty tài chính được chia thành ba nhóm nhỏ: **(1) Unbanked** – chưa có tài khoản ngân hàng. Theo dữ liệu của Ngân hàng Nhà nước, vẫn còn gần 13% người trưởng thành chưa có tài khoản ngân hàng (~13 triệu người); **(2) Underbanked** – có tài khoản nhưng không đủ điều kiện vay do thiếu tài sản thế chấp hoặc từng có nợ xấu; **(3) Nhóm khách hàng thu nhập thấp - trung bình & lao động phi chính thức** – không chứng minh được dòng tiền/thu nhập.

Do không tiếp cận được kênh chính thống, nhóm khách hàng này thường phải tìm đến các kênh tín dụng phi chính thức (như tín dụng đen), có lãi suất cao gấp nhiều lần so với ngân hàng và thiếu cơ chế bảo vệ người vay. Điều này để lại nhiều hệ lụy xã hội và **cho thấy tồn tại nhu cầu về một kênh cho vay thay thế** minh bạch, an toàn, với các sản phẩm được thiết kế phù hợp cho nhóm chưa đạt điều kiện tiếp cận dịch vụ từ các tổ chức tín dụng.

Nhu cầu này thúc đẩy sự phát triển của các tổ chức cho vay thay thế, đứng trung gian giữa các tổ chức tín dụng và tín dụng đen. Các tổ chức “cho vay thay thế” như “cánh tay nối dài” của tổ chức tín dụng chính thức, góp phần bình đẳng hoá việc tiếp cận các sản phẩm tài chính tiêu dùng đến bất kỳ đối tượng nào trong nền kinh tế, cũng như thu hẹp hoạt động các tổ chức tín dụng đen.

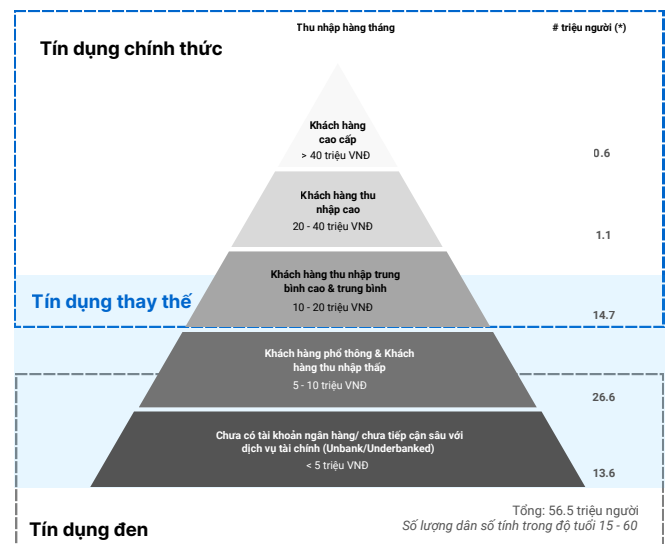
Hình 1: “Bản đồ” hệ sinh thái cho vay tiêu dùng

Cho vay thay thế là một mảnh ghép của thị trường tài chính tiêu dùng



Hình 2: Phân khúc khách hàng của các tổ chức cho vay tiêu dùng

Trong hệ sinh thái này, tài chính tiêu dùng tập trung phục vụ nhóm đối tượng: (1) Chưa có tài khoản ngân hàng; (2) dưới chuẩn ngân hàng; (3) Thu nhập thấp - trung bình & lao động phi chính thức



Định nghĩa “Thị trường tài chính thay thế”

Định nghĩa: **Thị trường tài chính thay thế⁽¹⁾** (Alternative Finance Market) bao gồm các mô hình tài chính hoạt động ngoài hệ thống định chế tài chính truyền thống, ứng dụng công nghệ và đổi mới để cung cấp các giải pháp tài chính linh hoạt. Các dịch vụ trong lĩnh vực này gồm: **cầm đồ** (truyền thống và hiện đại), **cho vay ngang hàng** (P2P lending), **huy động vốn cộng đồng** (crowdfunding), **tiền mã hóa, tài chính phi tập trung** (DeFi) và các hình thức tài chính sáng tạo khác.

BỘ 3 ẤN TƯỢNG: QUY MÔ TĂNG TRƯỞNG HAI CHỮ SỐ, VÒNG QUAY 10X, BIÊN LỢI NHUẬN VƯỢT TRỘI

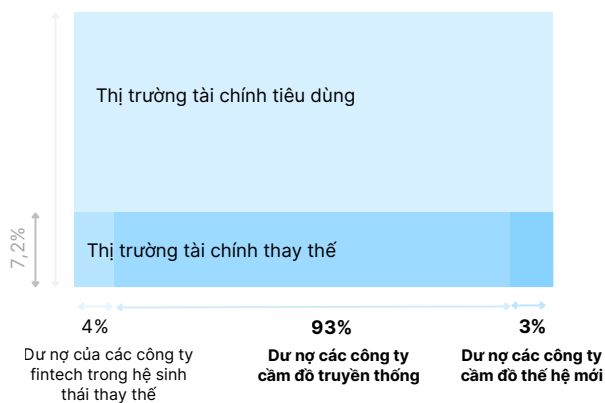
CAGR 2019 - 2024 đạt 19,5% toàn ngành

Tốc độ tăng trưởng kép ấn tượng: Cuối năm 2024, quy mô dư nợ toàn ngành tài chính thay thế ước tính đạt khoảng 8 tỷ USD, CAGR giai đoạn 2019–2024 đạt ~19,5%. Lưu ý, con số này mới chỉ phản ánh các doanh nghiệp chính thống có đăng ký kinh doanh với các cơ quan chức năng, chưa bao gồm tín dụng đen và các kênh phi chính thức khác. Quy mô thực tế có thể còn lớn hơn nhiều so với con số thống kê.

Dịch vụ cầm đồ hiện là mảng phát triển nhất giữa các mô hình cho vay thay thế, chiếm 96% dư nợ toàn ngành, ghi nhận CAGR ~20% giai đoạn 2019–2024. Trong đó, mô hình dịch vụ cầm đồ truyền thống - chiếm 96,8% dư nợ, tăng trưởng ổn định quanh 20%/năm, còn **cầm đồ thể hệ mới hiện chỉ chiếm ~3% dư nợ nhưng lại nổi bật với CAGR ~52,4%/năm**, tương đương dư nợ tăng gần gấp rưỡi mỗi năm.

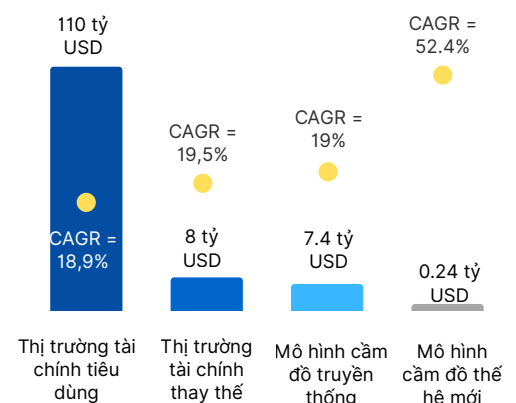
Hình 3: Tỷ trọng dư nợ tín dụng ngành tài chính tiêu dùng

Dư nợ thị trường tài chính bị chi phối bởi mô hình cầm đồ truyền thống



Hình 4: CAGR 2019-2024 ngành tài chính tiêu dùng

Dư nợ mô hình cầm đồ có dư nợ tín dụng nhỏ nhất nhưng tốc độ tăng trưởng gấp rưỡi qua từng năm



Ngành cầm đồ có vòng quay vốn đạt 10-12x trên năm

Tổng giá trị giải ngân vượt xa dư nợ cuối kỳ nhờ vòng quay vốn lớn: nhóm khách hàng tiềm năng thường vay mượn tự phát/đột xuất, không có kế hoạch dài hạn và sẵn sàng trả toán ngay khi có dòng tiền quay trở lại. Đặc điểm hành vi này giải thích kỳ hạn cho vay trung bình của các sản phẩm tài chính thay thế thường là ngắn hạn, dưới 1 năm. Mô hình cầm đồ truyền thống phổ biến dưới 1 tháng, mô hình cầm đồ thể hệ mới dưới 6 tháng, còn paydayloan thậm chí chỉ kéo dài 7-14 ngày hoặc gói “nay vay – mai trả”.

Chính vì đặc thù kỳ hạn ngắn, các khoản vay có thể giải ngân và thu hồi nhiều vòng trong năm. Theo ước tính, **hệ số vòng quay vốn trung bình ngành cầm đồ đạt 10-12 lần/năm**. Và con số dư nợ tuyệt đối tại một thời điểm nhỏ hơn rất nhiều so với tổng giá trị giải ngân thực tế trong kỳ - phản ánh nhu cầu mạnh mẽ và thường xuyên từ phân khúc khách hàng bình dân.

Lãi và phí thấp nhất
đạt 55%/ năm

Biên lợi nhuận vượt trội: mức lãi và phí của các tổ chức tài chính thay thế cao vượt trội so với các tổ chức tín dụng truyền thống. Theo khảo sát thị trường, một khoản cầm đồ hiện đại có thể có **tổng lãi & chi phí** lên tới **55%/năm**, trong khi **Payday loan** ngắn hạn có thể dao động **30-70%/tháng**. Nếu các mô hình có kết hợp bán chéo các sản phẩm khác ngoài cho vay như bảo hiểm, hoặc các dịch vụ tài chính khác sẽ có biên lợi nhuận cao hơn.

Mô hình	Kỳ hạn cho vay trung bình	Lãi suất & chi phí vay trung bình
Cầm đồ truyền thống	Dưới 1 tháng	-
Cầm đồ hiện đại	Dưới 6 tháng	Lãi và chi phí vay (%/năm) 23% - 55%
Cho vay ngắn (Payday)	7-14 ngày	Lãi và chi phí vay (%/ tháng) 30-70%
Mua trước trả sau	Đa dạng, nhưng phần lớn dưới 3 tháng	Lãi và chi phí vay (%/ tháng) dao động 2,5% - 14,4%

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN: NHU CẦU TÍN DỤNG ĐẠI CHÚNG BÙNG NỔ

50 triệu khách hàng
tiềm năng

50 triệu khách hàng tiềm năng: Theo thống kê năm 2024, số lượng người trưởng thành (15-65 tuổi) có mức thu nhập dưới trung bình và thấp (dưới 10-15 triệu/tháng) trong nền kinh tế chiếm phần đa trong thị trường lao động và 50% dân số Việt Nam (tương đương 50 triệu người). Trong đó, theo ghi nhận của Ngân hàng Nhà nước, có 13 triệu người chưa có tài khoản ngân hàng. Số còn lại là những khách hàng có tài khoản ngân hàng nhưng không đủ điều kiện vay do không có tài sản, chứng minh dòng tiền và có nợ xấu.

Gen Z thế hệ “Spend-
First” yêu cầu hàm
lượng công nghệ cao

Trong đó, Gen Z – “thế hệ vàng” có nhu cầu tiêu dùng mạnh mẽ so với thế hệ trước: Đây sẽ là lực lượng lao động và tiêu dùng chủ chốt trong thập kỷ tới. Toàn bộ Gen Z (sinh 1997-2012), chiếm 43% dân số trưởng thành vào năm 2030, sẽ bước vào độ tuổi đạt mức đỉnh chi tiêu (15-35 tuổi). Khác với Millennials hay Gen X, Gen Z lớn lên cùng Internet, smartphone và fintech, do đó hành vi tiêu dùng mang tính “spend-first”: ưu tiên trải nghiệm, tốc độ và số hóa. Theo báo cáo “Spend Z” của NielsenIQ, Gen Z có mức tiêu dùng bình quân cao hơn bất kỳ thế hệ nào khác khi ở cùng độ tuổi. Tại Việt Nam, khảo sát Decision Lab (2023) ghi nhận 80% Gen Z chi tiêu qua ví điện tử ít nhất một lần/tuần, tỷ lệ cao nhất trong các thế hệ.

Hình 6: Quy mô dân số & tỷ lệ tăng dân số bình quân năm (1999 - 2024)

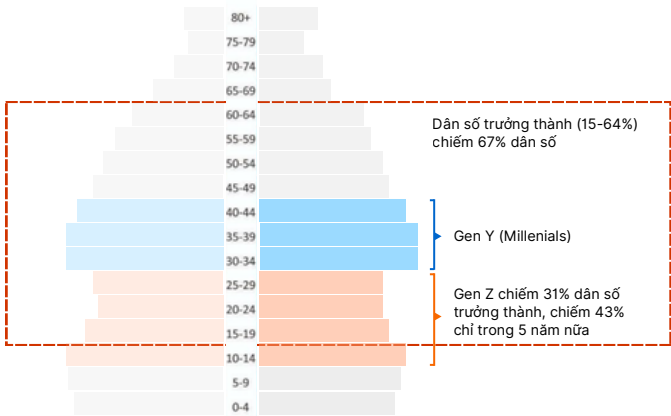
Tỷ lệ tăng dân số giảm đều qua các năm, gần 1 nửa sau 25 năm

Năm	Dân số (triệu người)	Tỷ lệ tăng dân số bình quân năm
1999	76.3	1.7%
2009	85.5	1.18%
2014	90.5	1.06%
2019	96.2	1.22%
2024	101.1	0.99%

Nguồn: GSO

Hình 7: Tháp dân số Việt Nam 2024

Dân số tuổi trưởng thành (15-64 tuổi) chiếm 67% dân số



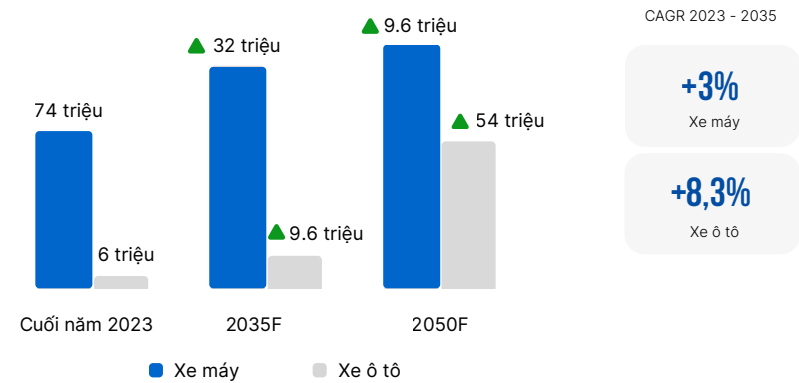
Nguồn: GSO

Nguồn tài sản cầm cố
đồi dào

Phương tiện di chuyển chủ yếu của người dân Việt Nam vẫn là xe máy và ô tô. Tính đến 9/2024, cả nước có hơn 77 triệu xe máy và 6,3 triệu ô tô. Theo Ngân hàng thế giới, trong giai đoạn từ nay đến năm 2035, dự kiến có tổng cộng khoảng 32 triệu xe máy và 9,6 triệu ô tô được bán ra. Giai đoạn từ 2035-2050 sẽ có 9,6 triệu xe máy và gần 54 triệu ô tô bán ra. Đây là những tài sản phổ biến, dễ định giá và là điều kiện đầu vào (tài sản cầm đồ), đóng vai trò then chốt trong việc mở rộng quy mô giải ngân của các đơn vị kinh doanh cầm đồ.

Hình: Dự đoán số lượng xe máy & ô tô tới 2050

Xe máy vẫn là tài sản chủ đạo và dự báo có tốc độ tăng trưởng 19.7% trong giai đoạn từ 2023 - 2035



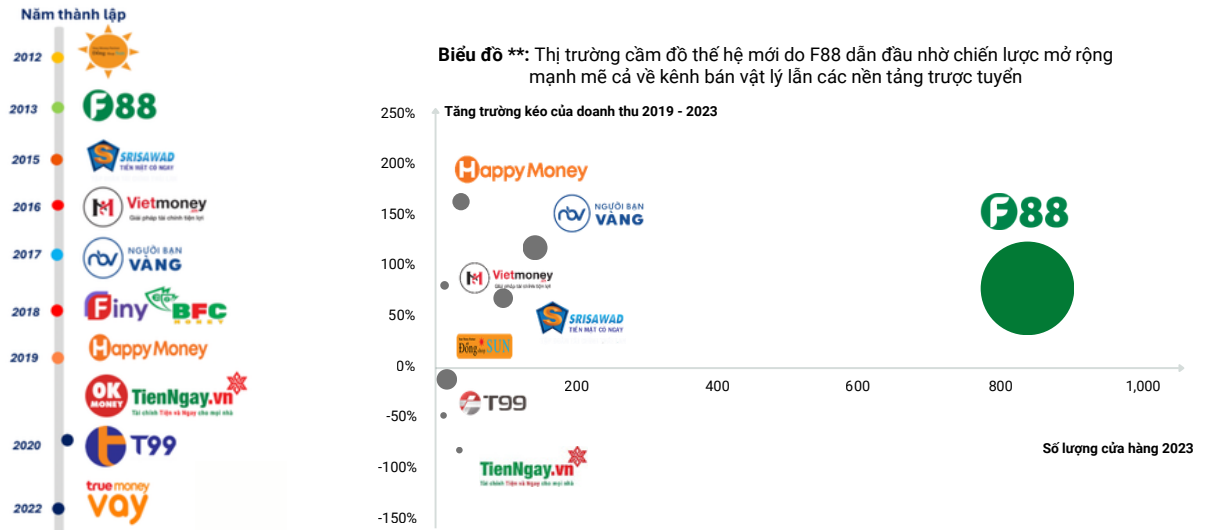
Nguồn: SHS Research tổng hợp

NGÀNH PHÂN MẢNH, CÁC CHUỖI CẦM ĐỒ THỂ HỆ MỚI ĐANG TRỖI DẬY

Thị trường thay thế là
một thị trường phân
mảnh

Ngành cầm đồ Việt Nam có quy mô dư nợ ước tính khoảng 8 tỷ USD tại thời điểm cuối năm 2024, phát triển với gần 25.000 đơn vị kinh doanh. Trong đó, số lượng cơ sở dịch vụ cầm đồ truyền thống hơn 23.700 (*hoạt động thông qua các cửa hàng vật lý, phục vụ khách hàng địa phương*) chiếm 93%; và các doanh nghiệp cầm đồ thể hệ mới hơn 1.260 cửa hàng (*Hoạt động thông qua các chuỗi cửa hàng cầm đồ và ứng dụng công nghệ*), chiếm xấp xỉ 3,2% quy mô dư nợ toàn thị trường cầm đồ.

F88 – doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô dư nợ và số lượng cửa hàng (888 cửa hàng trên toàn quốc) – cũng mới chỉ chiếm khoảng 2% dư nợ toàn ngành. Điều này cho thấy thị trường tài chính thay thế hiện vẫn rất phân mảnh, chưa có doanh nghiệp nào thống trị thị trường, mở ra tiềm năng lớn cho những doanh nghiệp có khả năng nhân rộng nhưng đồng thời đặt ra thách thức cho các cửa hàng truyền thống vốn hoạt động nhỏ lẻ, khó cạnh tranh trong dài hạn.



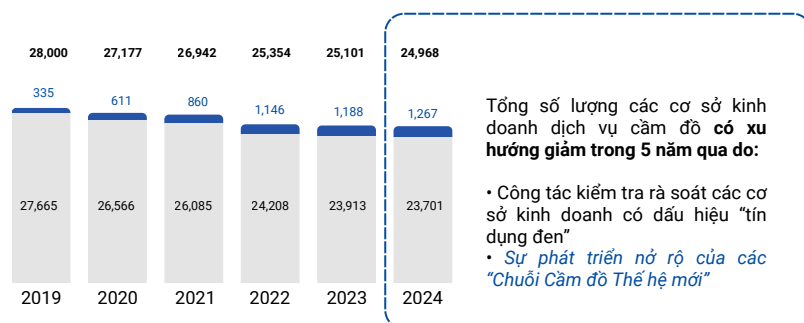
Nguồn: FiinGroup

Xu hướng dịch chuyển từ mô hình truyền thống sang mô hình hiện đại

Trong 5 năm qua, xét riêng mô hình cầm đồ, số lượng cơ sở cầm đồ truyền thống đã giảm hơn 10% (từ 27.665 cửa hàng năm 2019 xuống còn 23.701 cửa hàng năm 2024), trong khi số lượng cửa hàng thuộc chuỗi cầm đồ thể hệ mới đã tăng gấp đôi (từ 335 lên 1.267 trong cùng giai đoạn).

Xu hướng này có sự dịch chuyển do những nguyên nhân: (1) Trong năm 2022-2023, Bộ Công an đã triệt phá nhiều đường dây tín dụng đen với quy mô lên tới hàng nghìn tỷ đồng. Cùng với những hệ lụy lớn trong thu hồi nợ, khách hàng ngày càng có nhu cầu tìm đến các đơn vị minh bạch, có thương hiệu rõ ràng để sử dụng dịch vụ tài chính; (2) Các cơ sở cầm đồ truyền thống chủ yếu chỉ cung cấp dịch vụ cầm cố đơn lẻ, trong khi thiếu vắng các sản phẩm tài chính bổ sung như bảo hiểm, khoản vay tuần hoàn hay hỗ trợ thanh toán – vốn là nhu cầu thiết thực của nhóm khách hàng thu nhập thấp. Khoảng trống sản phẩm này tạo ra cơ hội cho các chuỗi cầm đồ hiện đại có khả năng mở rộng dịch vụ tài chính đa dạng và phù hợp hơn.

Biểu đồ: Số lượng cơ sở kinh doanh dịch vụ cầm đồ qua các năm



Nguồn: FiinGroup

Số lượng cơ sở dịch vụ cầm đồ truyền thống
Số lượng cửa hàng của các chuỗi cầm đồ thể hệ mới

Ba lợi thế cạnh tranh của mô hình cầm đồ thế hệ mới

Ngành cầm đồ vốn mang tính địa phương hóa cao, đòi hỏi sự am hiểu khu vực đang hoạt động. Điều này khiến việc vận hành một cửa hàng đơn lẻ tương đối dễ, nhưng mở rộng chuỗi lại phát sinh thách thức lớn trong quản lý vận hành và kiểm soát rủi ro.

Sự phát triển mạnh mẽ của mô hình cầm đồ thế hệ mới trong thời gian qua nhờ sở hữu ba ưu điểm nổi bật:

- (1) Quy trình, sản phẩm được chuẩn hóa và quản lý dữ liệu tập trung, tạo nền tảng cho sự minh bạch và vận hành thống nhất;
- (2) Doanh nghiệp có khả năng huy động vốn trung – dài hạn từ nhiều kênh ngoài vốn chủ, nhờ đó duy trì tốc độ tăng trưởng mà không phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn lực tự có;
- (3) 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. 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.

Biểu đồ **: So sánh mô hình cầm đồ truyền thống và mô hình cầm đồ hiện đại

Chỉ tiêu	Mô hình cầm đồ truyền thống	Mô hình cầm đồ thế hệ mới
Hệ thống pháp luật	Đây là ngành nghề kinh doanh có điều kiện, để mở cửa hàng cần các loại giấy phép sau (1) giấy phép đăng kí kinh doanh; (2) giấy phép an ninh trật tự; (3) giấy phép phòng cháy chữa cháy.	
Mô hình hoạt động	Hộ kinh doanh cá thể	Doanh nghiệp: thường hoạt động theo dạng chuỗi, với yêu cầu cao về hình ảnh và xây dựng thương hiệu.
Sản phẩm	Tài sản thế chấp (ô tô, xe máy, điện thoại, các tài sản có giá trị)	Đa dạng hơn về sản phẩm: Ngoài cầm đồ các tài sản có giá trị, cầm đồ thế hệ mới còn cung cấp các sản phẩm bảo hiểm và dịch vụ tài chính khác như thanh toán điện nước,...
Hợp đồng	Có hợp đồng thỏa thuận cầm đồ hai bên cùng ký, mức lãi suất tuân thủ Luật Dân Sự.	Có hợp đồng & chính sách công khai: lãi suất, phí dịch vụ và điều khoản cho vay trong hợp đồng, giúp khách hàng hiểu rõ quyền lợi và nghĩa vụ.
Quy trình hoạt động	Thường không xây dựng quy trình hoạt động	Quy trình được chuẩn hóa: từ bước giới thiệu sản phẩm tới khi kết thúc hợp đồng cho vay cầm cố
Mô hình quản lý rủi ro	Chưa đầy đủ, chưa chuẩn hóa quy trình định giá tài sản cầm cố và thẩm định khả năng trả nợ của khách hàng.	Quy chuẩn trong việc thẩm định tài sản, đánh giá khách hàng và xử lý giao dịch.
Ứng dụng công nghệ	Chưa áp dụng công nghệ hiện đại và hệ thống quản lý thông tin, tương tác khách hàng và quản lý dữ liệu chưa tối ưu.	Hàm lượng công nghệ cao: Xây dựng các kênh cho vay online, sử dụng phần mềm quản lý và công nghệ thanh toán hiện đại, cho phép khách hàng đăng ký cho vay tiện lợi, cũng như giúp chuỗi cầm đồ quản lý thông tin và giao dịch hiệu quả.

Nguồn: SHS Research

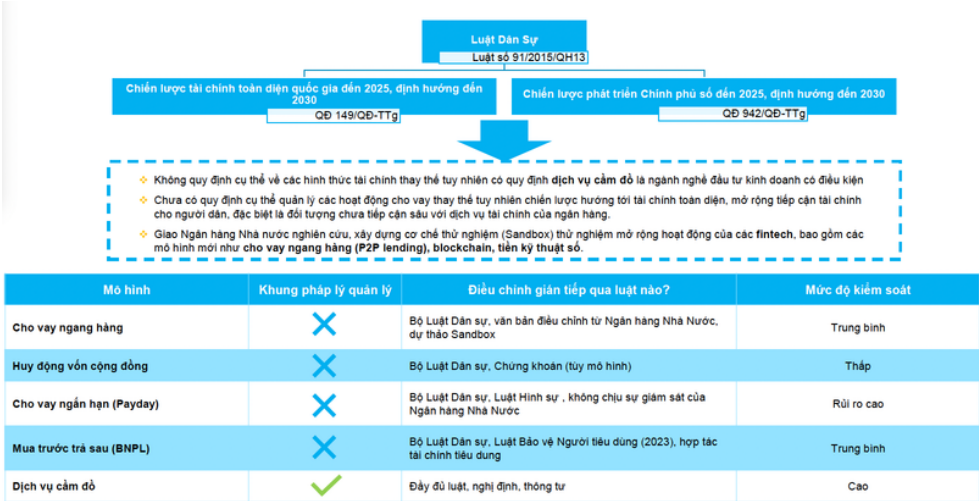
PHÁP LÝ, TÍNH ĐỊA PHƯƠNG VÀ RỦI RO – BA RÀO CẢN LỚN

Ngành tài chính thay thế có khung pháp lý chưa hoàn thiện

Việt Nam hiện chưa có một khung pháp lý tập trung cho các mô hình cho vay thay thế. Các doanh nghiệp trong lĩnh vực này đang chịu sự điều chỉnh đồng thời của nhiều luật (Luật Dân sự, Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư...) và được giám sát bởi cả Bộ Công an lẫn cơ quan quản lý địa phương, dẫn đến tình trạng phân mảnh và thiếu đồng bộ.

Trong đó, cầm đồ là mô hình có hành lang pháp lý rõ ràng nhất

Mặc dù mô hình cầm đồ có hành lang pháp lý rõ ràng nhất nhưng vẫn mang tính rời rạc: mỗi cửa hàng phải xin cấp phép và chịu giám sát riêng tại địa phương, khiến việc chuẩn hóa và mở rộng chuỗi nhanh trên toàn quốc gặp nhiều khó khăn. Ngược lại, các mô hình fintech như cho vay ngang hàng (P2P lending) hiện chỉ đang được triển khai trong khuôn khổ sandbox thí điểm, nên chưa có hành lang pháp lý chính thức. Điều này đồng nghĩa với việc rủi ro pháp lý vẫn hiện hữu, đặc biệt nếu cơ quan quản lý điều chỉnh trần lãi suất hoặc điều kiện kinh doanh.



Ngành này có tính địa phương rất cao

Rào cản địa phương – đặc thù của phân khúc cầm đồ: Khác với các mô hình fintech như P2P lending hay BNPL – vốn phát triển trên nền tảng số và ít phụ thuộc địa bàn – phân khúc cầm đồ, chiếm tới ~96% dư nợ tài chính thay thế, lại mang tính địa phương hóa rất cao.

Đối với khách hàng, tài sản đem đi cầm cố (xe máy, ô tô...) thường là tài sản giá trị nhất của hộ gia đình. Họ có xu hướng thận trọng và chỉ tin tưởng các cửa hàng quen thuộc. Ở chiều ngược lại, người cho vay cần hiểu rõ nơi cư trú và khả năng trả nợ để hạn chế rủi ro tín dụng. Đồng thời, việc mở rộng chuỗi cũng phụ thuộc vào quy định và sự chấp thuận của cơ quan chức năng tại từng khu vực, khiến quá trình nhân rộng càng phức tạp. Đây là lý do thị trường vẫn tồn tại hàng chục nghìn cửa hàng nhỏ lẻ, trong khi các chuỗi hiện đại, dù có lợi thế công nghệ và quản trị, vẫn cần nhiều thời gian để xây dựng niềm tin với cả chính quyền và cộng đồng tại từng địa phương.

Rủi ro tín dụng là một trong những rào cản trọng yếu

Tài chính thay thế chủ yếu phục vụ nhóm thu nhập thấp, thiếu hồ sơ tín dụng hoặc từng có nợ xấu. Đây là nhóm khách hàng dễ tổn thương, với xác suất vỡ nợ cao hơn mức trung bình, và trên mạng xã hội thậm chí đã hình thành các cộng đồng chia sẻ cách “bùng nợ”. Điều này khiến nợ xấu trở thành vấn đề nổi bật, được thị trường đặc biệt quan tâm và là “điểm nghẽn” mà các doanh nghiệp trong ngành phải xử lý.

Điểm tích cực là Ngân hàng Nhà nước đang thí điểm sandbox fintech với cơ chế chia sẻ dữ liệu qua Open API, mở ra khả năng cải thiện quản lý rủi ro. Những doanh nghiệp có năng lực công nghệ mạnh sẽ tận dụng dữ liệu tín dụng số để chấm điểm khách hàng chính xác hơn, sàng lọc sớm nhóm rủi ro cao, từ đó kiểm soát nợ xấu hiệu quả hơn so với các cửa hàng nhỏ lẻ.

TỪ BỨC TRANH TOÀN CẦU ĐẾN THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI VIỆT NAM:
KỶ LÂN TÀI CHÍNH THAY THẾ CÓ THỂ XUẤT HIỆN?

Khi Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn sơ khai, còn trong quá trình định hình vị thế của tài chính thay thế trong hệ thống tài chính, thì trên thế giới, lĩnh vực này đã trải qua nhiều thập kỷ phát triển. Nhiều mô hình đã vươn lên trở thành kỳ lân – từ P2P lending (LendingClub, Lufax), BNPL (Klarna, Afterpay, Affirm) cho đến digital pawn (FirstCash, EZCORP) – nhờ khai thác nhu cầu tín dụng chưa được đáp ứng và tận dụng công nghệ để mở rộng quy mô.

Điều này đặt ra câu hỏi quan trọng: Liệu Việt Nam, với dân số trẻ và nhu cầu tài chính tiêu dùng ngày càng lớn, có thể sản sinh kỳ lân tài chính thay thế trong thập kỷ tới?

Quốc gia	GDP/người	Dân số	Các doanh nghiệp niêm yết đại diện	Doanh nghiệp tiêu biểu	Thời gian hoạt động	Vốn hóa ⁽³⁾	Quy mô & phát triển
Singapore	90,700	6.0	Maxi-Cash (Cầm đồ, đá quý), ValueMax (Cầm đồ), MoneyMax (Cầm đồ)	Maxi-Cash (ASPIAL LIFESTYLE LIMITED)	Thành lập: 2008 Niêm yết: 2012 (SGX)	280 M USD	45 cửa hàng (2023)
Mỹ	85,800	335	FirstCash (Cầm đồ), EZCORP (Cầm đồ)	FirstCash	Thành lập: 1988 Niêm yết: 2016 (NASDAQ)	6.6 B USD	3,000 cửa hàng tại Mỹ & LatAm
Thái Lan	7,300	71	Muangthai Capital (MTC) (Cho vay có tài sản đảm bảo), TIDLOR (Cho vay cầm đồ, bảo hiểm); SAWAD (Người mua “thuê để dùng”, sở hữu chuyển giao sau khi trả đủ - hire purchase)	MTC	Thành lập: 1992 Niêm yết: 2014 (SET)	2.7 B USD	6,000 chi nhánh, 6 triệu khách hàng, dư nợ 4.3 B USD (2024)
Việt Nam	4,700	101	F88 (cầm đồ hiện đại, Sirawad (cầm đồ hiện đại đến từ Thái Lan)	F88	Thành lập: 2013 Giao dịch UPCoM: 2025	344 M USD	888 cửa hàng (2024), dư nợ 0,24 B USD (chiếm 2% thị trường thay thế Việt Nam)

Nguồn: SHS tự tổng hợp, Báo cáo thường niên các doanh nghiệp, World Bank

Bất kì quốc gia nào trên thế giới từ phát triển đến đang phát triển, tài chính thay thế luôn tồn tại

Singapore – quốc gia có GDP/người cao nhất thế giới (90.700 USD) – vẫn có ba chuỗi cầm đồ niêm yết công khai gồm Maxi-Cash (vốn hóa ~150 triệu USD), MoneyMax (vốn hóa ~120 triệu USD) và ValueMax (vốn hóa ~200 triệu USD). Tại Mỹ, có chuỗi FirstCash – chuỗi cầm đồ lớn nhất – hiện có vốn hóa 6,6 tỷ USD trên sàn Nasdaq.

Điều này cho thấy rằng dù thu nhập của người dân có cao hay thấp thì nhu cầu về tài chính thay thế vẫn luôn tồn tại, bởi đây là giải pháp tài chính sau cùng (last resort credit) cho nhóm khách hàng chưa được phục vụ. Đồng thời, mô hình cầm đồ truyền thống đã xuất hiện từ rất lâu, nhưng chỉ trong hai thập kỷ trở lại đây mới được chuẩn hóa thành các chuỗi hiện đại và tiến tới niêm yết công khai.

Ngành tài chính thay thế của thế giới: Không thiếu “kỳ lân”

Trên thế giới, ngành tài chính thay thế đã chứng kiến sự xuất hiện của nhiều doanh nghiệp tỷ đô, cho thấy “kỳ lân” không phải là điều hiếm hoi trong lĩnh vực này.

Ngay cả phân khúc cầm đồ truyền thống cũng có những minh chứng rõ rệt: tại Mỹ, FirstCash sau hơn 40 năm phát triển đã xây dựng mạng lưới hơn 3.000 cửa hàng tại Mỹ và Mỹ Latin, với vốn hóa khoảng 6,6 tỷ USD; hay tại một thị trường nhỏ hơn nhiều như Thái Lan, Muangthai Capital (MTC) vẫn vươn lên thành doanh nghiệp tỷ đô với hơn 6.000 chi nhánh, 6 triệu khách hàng và vốn hóa khoảng 2,7 tỷ USD.

Bên cạnh các mô hình truyền thống, fintech mới như BNPL cũng đã chứng minh sức bật mạnh mẽ: Affirm của Mỹ niêm yết trên Nasdaq năm 2021, từng đạt vốn hóa hơn 20 tỷ USD nhờ tích hợp trực tiếp giải pháp BNPL vào những nền tảng thương mại điện tử lớn như Amazon và Shopify.

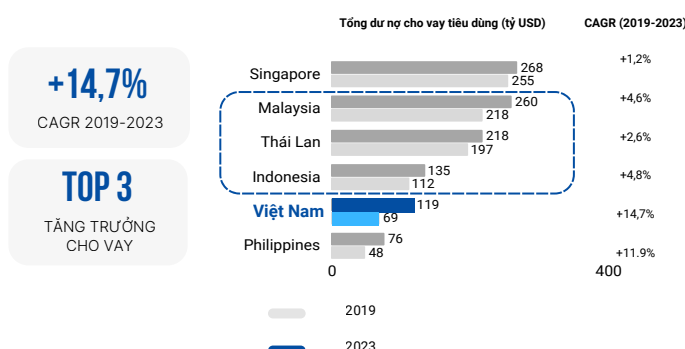
Những ví dụ này cho thấy, bất kể là mô hình truyền thống hay mô hình mới, điểm chung để trở thành kỳ lân trong ngành này vẫn nằm ở việc ứng dụng công nghệ nhằm chuẩn hóa vận hành, nhân rộng quy mô và kiểm soát rủi ro một cách hiệu quả.

Tiềm năng nuôi dưỡng “kỳ lân” của thị trường Việt Nam:

Những ví dụ quốc tế khẳng định rằng tài chính thay thế không chỉ là nhu cầu tất yếu mà còn có khả năng mở rộng bền vững để hình thành doanh nghiệp tỷ đô. Việt Nam, với GDP năm 2024 khoảng 430 tỷ USD – gần tương đương Thái Lan (~540 tỷ USD) nhưng có dân số lớn gấp rưỡi – hội tụ nhiều điều kiện để nuôi dưỡng những “kỳ lân” tương tự. Tăng nhu cầu cũng rõ rệt: tỷ lệ dân số chưa tiếp cận dịch vụ ngân hàng còn cao, trong khi nhu cầu vay tiêu dùng của nhóm thu nhập trung bình – thấp ngày càng lớn. Bên cạnh đó, độ phủ smartphone và internet thuộc nhóm cao nhất khu vực, tạo điều kiện thuận lợi cho việc ứng dụng công nghệ vào thẩm định tín dụng, quản trị rủi ro và chăm sóc khách hàng.

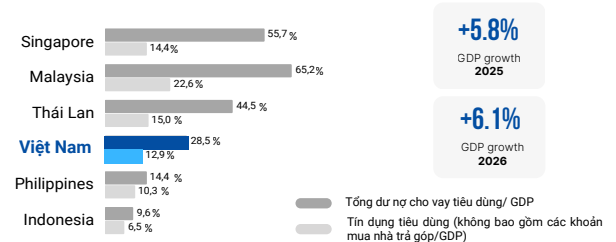
Biểu đồ rút gọn: Quy mô thị trường cho vay tiêu dùng của các nước trong khu APAC

Với tốc độ CAGR hiện tại, trong 7-10 năm quy mô có thể bằng hoặc vượt các nước như Malaysia, Thái Lan, Indonesia



Biểu đồ rút gọn: Tỷ trọng tổng dư nợ do vay tiêu dùng trên GDP với tín dụng tiêu dùng không bao gồm mua nhà trả góp với các nước trong khu APAC (2023)

Đối với các nước trong khu vực tỉ lệ thâm nhập tín dụng của Việt Nam còn thấp mở ra dư địa rất lớn cho tương lai



+5.8%

GDP growth 2025

+6.1%

GDP growth 2026

— Tổng dư nợ cho vay tiêu dùng/ GDP
— Tín dụng tiêu dùng (không bao gồm các khoản mua nhà trả góp/GDP)

Chúng tôi kỳ vọng rằng, khi hành lang pháp lý ngày càng hoàn thiện giống như Thái Lan, thị trường Việt Nam hoàn toàn có cơ sở để xuất hiện những kỳ lân tài chính thay thế trong thập kỷ tới.

F88: HÀNH TRÌNH THAY ĐỔI ĐỊNH KIẾN ĐẾN VỊ THẾ SỐ 1 TRONG NGÀNH

Từ những cửa hàng màu đỏ được thay thế bằng màu xanh

Để trở thành người tiên phong trong một thị trường tiềm năng nhưng nhiều thách thức, F88 đã trải qua một quá trình không chỉ dừng ở việc mở rộng quy mô hay phát triển sản phẩm. Điểm bắt đầu của hành trình này là **sự thay đổi định kiến xã hội về mô hình cầm đồ**: từ hình ảnh các cửa hàng truyền thống, nhỏ lẻ, thường nằm trong ngõ hẻm và gắn với sự e ngại, đến mô hình cửa hàng nhận diện thống nhất, dễ tiếp cận và hiện diện ở các vị trí trung tâm.



Dưới đây là những trụ cột F88 đã xây dựng trong 12 năm phát triển (từ 2013) – vừa là thành quả của hành trình tăng trưởng, vừa là khác biệt so với các cửa hàng cầm đồ truyền thống và các chuỗi khác. Từ đó tạo nên vị thế dẫn đầu của công ty và góp phần tái định hình xu hướng tài chính thay thế tại Việt Nam.

01

Cơ cấu nguồn vốn đa dạng, đặc biệt thị trường vốn quốc tế

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 từ các quỹ cổ phần đầu tư (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, với kế hoạch IPO dự kiến vào năm 2026-2027, F88 sẽ có khả năng **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.

02

Nội địa hóa mô hình – học hỏi quốc tế

Trong những năm đầu, F88 tham khảo kinh nghiệm từ các chuỗi cầm đồ nổi tiếng trên thế giới như FirstCash (Mỹ) và một số hệ thống hiện đại tại Singapore. Đến năm 2018, **công ty xác định Ngern Tid Lor (NTL) của Thái Lan là mô hình có nhiều điểm tương đồng về văn hoá và hành vi khách hàng, từ đó điều chỉnh chiến lược để phù hợp hơn với thị trường Việt Nam**. Đáng chú ý, NTL không phải là doanh nghiệp lớn nhất trong ngành này tại Thái Lan, nhưng lại là đơn vị hoạt động hiệu quả nhất trong ngành. Chính vì vậy, tại ĐHCĐ 2025, F88 đã mời ông Piyasak Ukritnukun – CEO của Tidlor – tham gia HĐQT với vai trò thành viên độc lập, trực thuộc tiểu ban chiến lược. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp F88 học hỏi được những kinh nghiệm quốc tế “nhạy” & “sâu” hơn.

Trên nền tảng đó, F88 đã “đóng gói” được hai dòng sản phẩm chủ lực: (1) cho vay cầm cố bằng đăng ký xe; và (2) phân phối bảo hiểm. Song song, công ty hoàn thiện công thức vận hành, kết hợp giữa thẩm định – quản trị rủi ro – công nghệ (eKYC, scoring data, ứng dụng My F88). Nhờ vậy, từ năm 2018 đến 2025, F88 đạt tốc độ tăng trưởng ấn tượng, mở rộng mạng lưới từ 46 cửa hàng lên 888 cửa hàng, với CAGR đạt 52,6%.

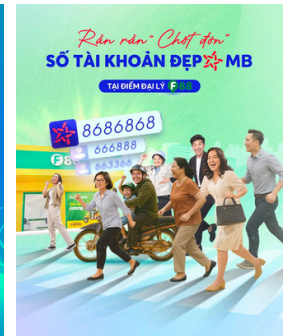
FirstCash

TIDLOR

03

**Danh mục sản phẩm
không chỉ là cho vay
cầm đồ**

Từ nền tảng cho vay cầm cố, F88 đã mở rộng sang các dịch vụ tài chính bán lẻ khác như cho vay thế chấp, phân phối bảo hiểm, thanh toán hóa đơn và mở tài khoản ngân hàng. Các sản phẩm này đều được thiết kế phù hợp với phân khúc khách hàng bình dân, đóng vai trò là điểm tiếp cận giúp **F88 mở rộng nhanh cơ sở người dùng (user base)**. Nhờ đó **tạo điều kiện để F88 bán chéo sang các sản phẩm lõi – vay cầm đồ và bảo hiểm**, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu.



04

**Hợp tác chiến lược
cùng các doanh nghiệp
hàng đầu**

Cùng với việc mở rộng sản phẩm, F88 phát triển hệ sinh thái thông qua hợp tác với các tổ chức tài chính và công nghệ. Tiêu biểu, công ty trở thành “đại lý ngân hàng” của **MB Bank**, cho phép khách hàng mở tài khoản, chuyển tiền và trong tương lai có thể triển khai thêm tiết kiệm, đầu tư; đồng thời hợp tác với **CIMB** để bổ sung sản phẩm tín dụng tiêu dùng. Các liên kết với **Zalopay, Payoo, Momo, VNPost** và các đối tác dữ liệu tín dụng tạo thêm hạ tầng và kênh phân phối, giúp F88 tận dụng hiệu quả mạng lưới cửa hàng hiện hữu.

05

**Không chỉ là tăng
trưởng mà là phát
triển bền vững**

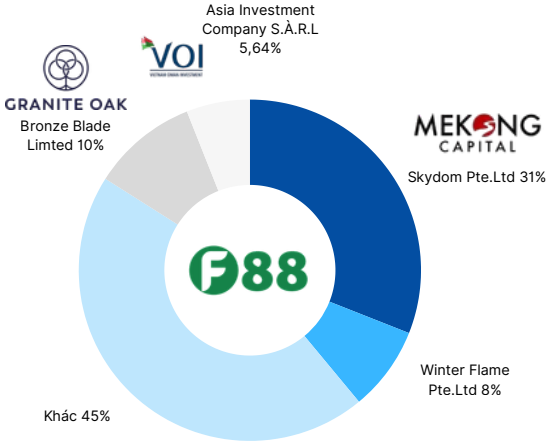
Trong những năm gần đây, F88 đã nhận được nhiều giải thưởng trong các lĩnh vực khác nhau. **Về trải nghiệm khách hàng**, công ty được The Asian Banking and Finance trao giải Customer Experience Initiative of the Year 2024, và năm 2025 tiếp tục ghi nhận tại ABF Awards ở các hạng mục Mobile App of the Year, External Social Initiative of the Year và Sustainability Initiative of the Year. **Về bảo vệ người tiêu dùng**, F88 ba năm liền đạt Gold-Level Client Protection Certification từ M-CRIL, với tỷ lệ tuân thủ 98,3% các chuẩn mực bảo vệ khách hàng. **Trong lĩnh vực nhân sự**, công ty được trao giải HR Excellence – Gắn kết nhân viên 2025. Các giải thưởng này phản ánh nỗ lực của F88 trong nhiều khía cạnh: dịch vụ khách hàng, quản trị bền vững và quản trị nội bộ.



XÂY DỰNG VIÊN GẠCH CHUYÊN NGHIỆP NGAY TỪ ĐẦU

Tiếp cận vốn PE sớm & cấu trúc sở hữu cô đặc, hướng đến đại chúng hóa

Chỉ ba năm sau khi thành lập (2013), F88 đã nhận vốn từ Mekong Capital (MEF III, 2016–2017) – một trong những quỹ PE uy tín nhất Việt Nam, sau đó là Granite Oak (2019) và Vietnam Oman Investment – VOI (2023). Việc tiếp cận vốn PE quốc tế sớm cho thấy công ty đáp ứng được các chuẩn mực minh bạch và quản trị ngay từ giai đoạn đầu. (Phụ lục III: Diễn biến tăng vốn điều lệ F88)



Đến ngày 02/06/2025, cơ cấu cổ đông của F88 mang tính cô đặc với 6 cổ đông lớn nắm 78,26% vốn điều lệ, trong khi 423 cổ đông còn lại sở hữu 21,74% (tương đương 1,8 triệu cổ phiếu). Trong đó, cổ đông nước ngoài chiếm 57,52%, bao gồm Mekong Capital, Granite Oak, VOI cùng một số tổ chức và cá nhân quốc tế khác.

Động thái gần nhất: Tại ĐHĐCĐ ngày 04/09/2025, F88 đã thông qua phương án chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ 1:12, với cổ phiếu sau chia tách đã được giao dịch từ tháng 3/2026. Việc chia tách cổ phiếu giúp giảm thị giá trên mỗi cổ phần, qua đó mở rộng tệp nhà đầu tư cá nhân và cải thiện thanh khoản giao dịch. Động thái này diễn ra trong bối cảnh công ty đang chuẩn bị các điều kiện cần thiết cho kế hoạch niêm yết dự kiến vào giai đoạn 2026–2027.

Xây dựng nền tảng quản trị chuyên nghiệp từ rất sớm

Khác với nhiều doanh nghiệp chỉ thiết lập cơ cấu quản trị bài bản sau khi đại chúng hóa, F88 đã xây dựng HĐQT theo chuẩn mực quốc tế ngay từ giai đoạn đầu, với sự tham gia của nhà sáng lập, các quỹ PE quốc tế và thành viên độc lập – qua đó sớm hình thành nền tảng minh bạch và kỷ luật quản trị như một công ty niêm yết.

Chính vì vậy, sau ĐHĐCĐ 2025, HĐQT F88 chính thức gồm 8 thành viên: 2 thành viên điều hành đến từ F88, 4 thành viên đại diện vốn của các quỹ lớn và 2 thành viên độc lập. Trong số này **có hai gương mặt đặc biệt đáng chú ý: ông Chris Freund – Nhà sáng lập Mekong Capital**, một trong những tên tuổi tiên phong PE tại Việt Nam, sự hiện diện của ông được xem như “chứng chỉ niềm tin” từ thị trường vốn chuyên nghiệp; và **ông Piyasak Ukritnukun – CEO Tidlor (Thái Lan)**, lãnh đạo một trong những kỳ lân tài chính thay thế thành công nhất trong khu vực, niêm yết trên SET năm 2021. (Phụ lục 1: Tiểu sử về ông Piyasak)

“Kỳ lân” Tidlor hiện sở hữu hơn 6.000 chi nhánh tại Thái Lan, và mô hình này đã chứng minh hiệu quả vượt trội trong chuẩn hóa vận hành, quản trị rủi ro và mở rộng chuỗi. Chúng tôi kỳ vọng sự tham gia của một lãnh đạo quốc tế như ông Piyasak sẽ giúp F88 rút ngắn quá trình thử - sai, đồng thời tiếp cận trực tiếp công thức vận hành cực kỳ hiệu quả đã được kiểm chứng - yếu tố từng tạo ra lợi thế cạnh tranh khác biệt cho Tidlor tại thị trường Thái Lan. Đây có thể trở thành một lợi thế cạnh tranh dài hạn nếu F88 biết cách nội địa hóa và phát huy.

Nói cách khác, F88 không chỉ có vốn từ các quỹ PE, mà còn có cả “chất xám quốc tế” trong HĐQT – một điểm cộng đáng chú ý khi đánh giá về cơ cấu quản trị và định hướng chiến lược của công ty.

Biểu đồ **: 8 thành viên HĐQT F88 được bầu ra sau ĐHĐCD 2025

 ÔNG CHRISTOPHER E. FREUND Nhà sáng lập của MekongCap	 ÔNG PHÙNG ANH TUẤN Nhà sáng lập & chủ tịch HĐQT F88	 ÔNG NGÔ QUANG HÙNG Nhà sáng lập & thành viên HĐQT
 ÔNG CHRISTOPHER E. FREUND Nhà sáng lập của MekongCap	 BÀ NGUYỄN NGỌC NHƯ UYÊN Đại diện cho Quỹ MekongCap	 ÔNG NGUYỄN XUÂN GIAO Đại diện cho Quỹ Vietnam - Oman
 ÔNG ĐỖ LONG Thành viên HĐQT độc lập	 ÔNG ĐỖ LONG Thành viên HĐQT độc lập	 ÔNG PIYASAK UKRITNUKUN Thành viên HĐQT độc lập & CEO Công ty Tài chính Vi mô Nghern Tid Lor (NTL), “Kỳ lân” Thái Lan trong lĩnh vực cầm đồ.

Nguồn: ĐHĐCD thường niên F88 2025

Chủ động xếp hạng đánh giá tín nhiệm để tiếp cận các dòng vốn trung & dài hạn

F88 là một trong những doanh nghiệp đầu tiên tham gia cùng FiinGroup trong quá trình xếp hạng tín nhiệm nội địa, qua đó cải thiện dần các chỉ số tài chính và tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành trái phiếu. Nhờ vậy, công ty đã huy động được hàng nghìn tỷ đồng qua kênh trái phiếu, hợp tác với nhiều ngân hàng thương mại để phân phối và chưa từng vi phạm bất kỳ nghĩa vụ nào – yếu tố thể hiện mức độ tín nhiệm cao trên thị trường nợ.

Ngoài trái phiếu, F88 còn triển khai các giải pháp sáng tạo để đa dạng hóa nguồn vốn, tiêu biểu là việc hợp tác chiến lược với ngân hàng CIMB trong các sản phẩm liên kết. Cách tiếp cận này giúp công ty **giải quyết bài toán vốn trong bối cảnh không phải tổ chức tín dụng nên không được huy động tiền gửi như ngân hàng**, đồng thời tạo lợi thế cạnh tranh so với các chuỗi nhỏ lẻ vốn chủ yếu dựa vào vốn chủ sở hữu. (Hạn mức của cuộc hợp tác này lên tới 2.500 tỷ).

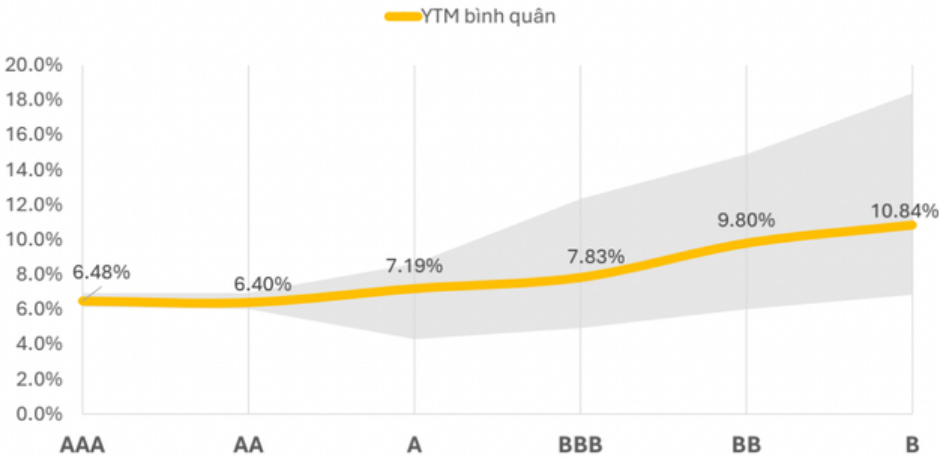
Lịch sử xếp hạng tín nhiệm dài hạn của F88 bởi FiinRatings

Ngày công bố	Xếp hạng	Triển vọng	Thay đổi chính	Lý do chính (tóm tắt)
12/10/2021	BBB-	Ổn định	Xếp hạng lần đầu	Đánh giá ban đầu dựa trên tăng trưởng nhanh, mạng lưới chi nhánh rộng, và vị thế thị trường trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng.
12/04/2023	BBB-	Không thuận lợi	Hạ triển vọng từ Ổn định sang Không thuận lợi	Lo ngại về chất lượng tài sản suy giảm do nợ xấu tăng trong bối cảnh kinh tế khó khăn, dù xếp hạng chính giữ nguyên.
23/05/2024	BBB-	Ổn định	Nâng triển vọng từ Không thuận lợi sang Ổn định	Cải thiện khả năng thu hồi nợ và dư nợ cho vay tăng trở lại (giảm 21,4% năm 2023 nhưng phục hồi từ Q3/2023), phản ánh quản lý rủi ro tốt hơn.
02/04/2025	BBB-	Thuận lợi	Nâng triển vọng từ Ổn định sang Thuận lợi	Chất lượng tài sản cải thiện mạnh mẽ (dư nợ tăng 22,7% năm 2024, vượt trung bình ngành 3,84%), đa dạng hóa nguồn vốn, và lợi nhuận tăng.
10/10/2025	BBB	Ổn định	Nâng xếp hạng tín nhiệm từ BBB- lên BBB	Cải thiện đáng kể trong năng lực huy động vốn và vị thế thanh khoản, hiệu quả hoạt động và vị thế rủi ro được củng cố.

Nguồn: FiinRatings, SHS Research

Nhận định: Việc kết hợp kỷ luật tài chính (không vi phạm trái phiếu) và các sáng kiến huy động vốn (hợp tác ngân hàng CIMB) cho thấy F88 đã xây dựng được một **nền tảng vốn đa dạng và bền vững**. Trong tương lai nếu tiếp tục cải thiện được điểm xếp hạng tín nhiệm, chúng tôi cho rằng F88 có thể giảm được chi phí vốn trong tương lai.

Biểu đồ 10: Lợi suất tới ngày đáo hạn (Yield-to-Maturity) bình quân theo điểm xếp hạng tín nhiệm sơ bộ



Nguồn: FiinRatings tính toán và tổng hợp từ 62 TCPH có thanh khoản giao dịch trái phiếu lớn nhất trên thị trường thứ cấp trong giai đoạn tháng 8/2023 đến tháng 3/2024. Ghi chú: điểm XHTN sơ bộ chỉ dựa vào chỉ dựa trên thông tin công khai. Đây không phải là kết quả Xếp hạng Tín nhiệm Nhà phát hành ("ICR") cuối cùng. Để có được điểm ICR chính thức, FiinRatings tiến hành đánh giá các yếu tố định tính các tổ chức phát hành, bao gồm phỏng vấn ban lãnh đạo, đánh giá mô hình kinh doanh của từng tổ chức phát hành cụ thể

Nguồn: FiinRatings tổng hợp

NGƯỜI TIÊN PHONG TÌM RA “CÔNG THỨC MỞ CỬA HÀNG” THÀNH CÔNG

Khởi đầu hành trình thay đổi định kiến

2013 – Khởi đầu hành trình thay đổi nhận thức: F88 ra đời với tham vọng tái định nghĩa một cửa hàng cầm đồ: màu xanh thay vì đỏ, xuất hiện ở nơi dễ thấy nhất thay vì nép mình trong ngõ nhỏ, kang trang, mình bạch. Đây là bước đi tiên phong nhằm thay đổi hình ảnh một ngành vốn bị định kiến xã hội.

Công thức đã tìm ra

2013–2018 – Đóng gói sản phẩm: Giai đoạn đầu, F88 gần như chấp nhận cầm cố mọi tài sản có giá trị. Tuy nhiên, sau quá trình học hỏi từ các mô hình tại Mỹ và Singapore, công ty nhận thấy Ngern Tid Lor (Thái Lan) là hình mẫu gần gũi nhất với văn hóa tiêu dùng Việt Nam. Từ đó, F88 xác định xe máy – tài sản phổ biến, dễ định giá và có tính thanh khoản cao – là sản phẩm lõi. Năm 2018 trở thành cột mốc quan trọng khi công ty định hình rõ hai trụ cột: cà vẹt xe máy/ô tô và bảo hiểm, trong khi các sản phẩm tài chính khác đóng vai trò vệ tinh.

Nhân rộng thành công với tốc độ ấn tượng

2018–2025 – Nhân rộng chuỗi và tìm ra công thức: Từ 46 cửa hàng (2018), F88 đã mở rộng lên 950 cửa hàng vào năm 2025 – tương ứng CAGR ~54,7%/năm. Trong quá trình nhân rộng, công ty vẫn duy trì nợ xấu ổn định (trung bình <5% trên tổng giải ngân), trong khi chỉ số CIR giảm mạnh từ ~80% xuống 51%. Mô hình cửa hàng tinh gọn (3 nhân sự/cửa hàng, bao gồm cả quản lý) và thời gian hòa vốn nhanh (6 tháng tại đô thị, 1 năm tại nông thôn) cho thấy F88 đã tìm ra “công thức mở điểm” hiệu quả mà chưa đối thủ nào trong ngành đạt được.



6 THÁNG

HOÀ VỐN/ CỬA HÀNG THÀNH THỊ

12

tháng
hoà vốn ở nông thôn

3

Nhân viên/
chỉ nhánh

30

PHÚT
giải ngân khoản vay

Kế hoạch tăng trưởng nhảy vọt

Chiến lược 2025++ - Trở nhà bán lẻ tài chính công nghệ dành cho tầng lớp bình dân: Sau giai đoạn chứng nhẹ về tốc độ mở mới 2022–2024, F88 đặt mục tiêu đạt 1.500-2.000 cửa hàng vào năm 2030, gần gấp đôi so với mức 888 hiện tại. Để thực hiện kế hoạch này, F88 đang triển khai theo ba hướng chính: **(1) Tăng số lượng người dùng (user):** bằng cách tiếp tục mở mới cửa hàng, đồng thời đẩy mạnh kênh đối tác và kênh số để tăng các điểm tiếp xúc và điểm chạm với các khách hàng tiềm năng; **(2) Tăng tốc độ chuyển đổi:** bằng đa dạng hóa dịch vụ, cho phép khách hàng chưa có nhu cầu vay vẫn có thể sử dụng các sản phẩm khác (bảo hiểm, thanh toán, POS...); **(3) Sau đó, tạo nền tảng cho Bán chéo sang trụ cột cốt lõi:** tận dụng hệ sinh thái để dẫn dắt khách hàng về hai nguồn doanh thu chủ lực – vay cầm cố và bảo hiểm.

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến lược này phản ánh cách tiếp cận “độ phủ trước – sản phẩm sau”, vừa mở rộng được tập khách hàng tiềm năng, vừa khai thác chiều sâu hệ sinh thái. Dưới đây là định hướng hành trình đến IPO: nâng tỷ trọng doanh thu từ bảo hiểm và các sản phẩm tài chính khác lên 30%, đồng thời đưa mức độ tự động hóa vận hành đạt 90%.

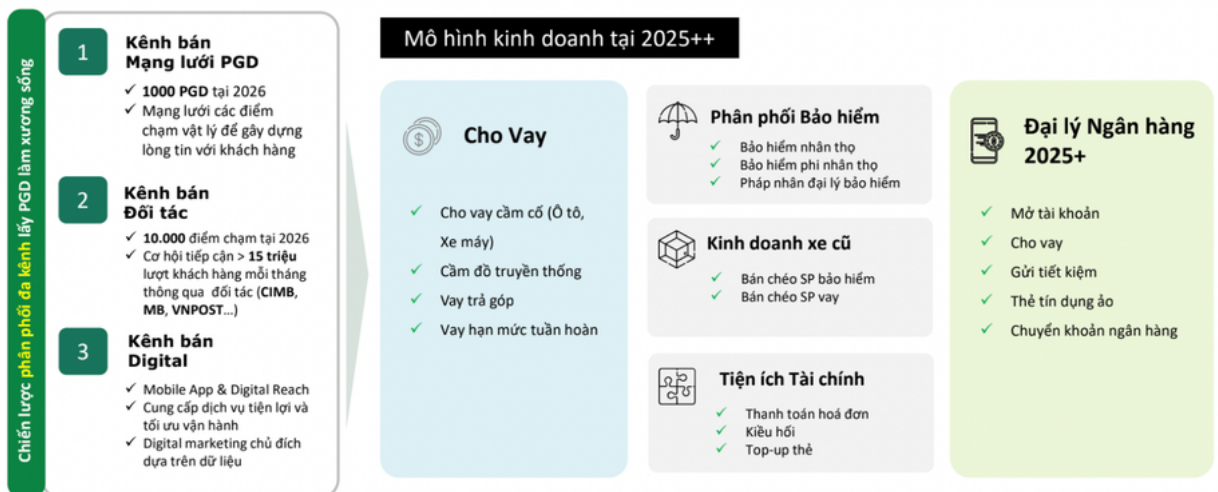
Tiếp tục đẩy mạnh đa dạng hoá kênh bán:

- (1) Kênh vật lý: vẫn là kênh “Xương sống” của hệ thống, năm 2025 số lượng cửa hàng gần 900, năm 2026 tăng lên 1.000 cửa hàng, 2027 sẽ đạt 1.500 cửa hàng và tất cả các cửa hàng đều có lãi.
- (2) Kênh đối tác: kỳ vọng tăng +10.000 điểm chạm và cơ hội tiếp cận 15 triệu lượt khách hàng mỗi tháng nhờ những kế hoạch hợp tác với các đối tác có hệ sinh thái số và điểm lớn như VNpost, Momo, Zalopay, ...
- (3) Kênh số: Tập trung phát triển Mobile app: Mục tiêu đưa My F88 trở thành 1 Neo-Bank trong tương lai, đạt được 3 triệu khách hàng qua kênh số, 80% quy trình đầu cuối (End-to-end) được số hoá trên app, và thúc đẩy 80% giao dịch trên kênh số.

Đa dạng hóa sản phẩm tài chính ngoài hai trụ cột chính (cầm cố và bảo hiểm):

F88 xác định kim chỉ nam là phục vụ đúng phân khúc khách hàng bình dân, sau đó khai thác hiệu quả bán chéo để củng cố doanh thu bền vững. Các sản phẩm “vệ tinh” tuy không phải nguồn thu lớn nhất nhưng đóng vai trò mở rộng tập khách hàng và gia tăng điểm chạm.

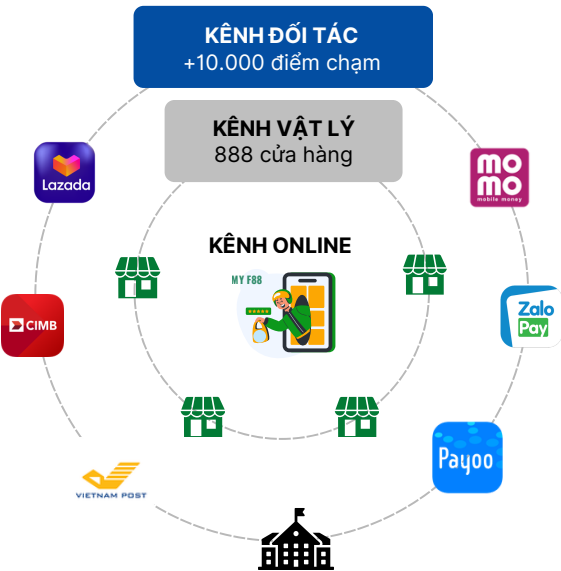
Trong giai đoạn tới, công ty dự kiến đẩy mạnh ba nhóm sản phẩm mới: (1) Sản phẩm hỗ trợ bảo hiểm TPA – nổi bật là dịch vụ giám định bồi thường, hợp tác cùng các công ty bảo hiểm. Khách hàng có thể tới trực tiếp các chi nhánh F88 để được tư vấn, giám định và thực hiện thủ tục claim bảo hiểm ngay tại chỗ. Dòng sản phẩm này không chỉ gia tăng doanh thu ngoài hoạt động cho vay, mà còn góp phần “giáo dục” khách hàng quen dần với F88 như một trung tâm dịch vụ bảo hiểm. (2) Sản phẩm trung tâm thanh toán – dự kiến triển khai từ 2026, bao gồm dịch vụ thu hộ, chi hộ, phát triển **hệ thống máy POS** cho các hộ kinh doanh nhỏ lẻ quanh cửa hàng F88, và sản phẩm kiều hối khi hợp tác thành công với ngân hàng. (3) Các sản phẩm vay mới – sau khi thử nghiệm Vay tuần hoàn từ tháng 6/2025, F88 sẽ tiếp tục mở rộng sang các sản phẩm tín dụng tiêu dùng trả góp và thẻ cho khách hàng bình dân.



- **Đẩy mạnh hợp tác chiến lược:** trở thành “Đại lý ngân hàng” với MBbank để đẩy mạnh cung cấp các sản phẩm của ngân hàng cho đối tượng bình dân, đã triển khai mở tài khoản và chuyển tiền tại một số chi nhánh của MB, sau đó tiếp tục mở ra các sản phẩm “Tiết kiệm” và “Đầu tư”.

CÁC KHÍA CẠNH TẠO NÊN SỐ 1 VÀ DUY TRÌ SỐ 1

Mạng lưới đa kênh sau 12 năm: từ cửa hàng đến hệ sinh thái số. Mạng lưới kinh doanh của F88 hiện được xây dựng trên ba mảnh ghép chính:



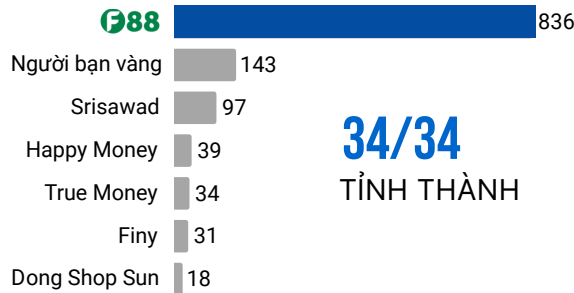
Kênh vật lý - Xương sống: Đầu năm 2025, F88 sở hữu 888 cửa hàng trên toàn quốc, không chỉ dẫn đầu tuyệt đối trong mô hình cầm đồ thế hệ mới mà còn gấp đôi số chi nhánh của các ngân hàng lớn như Techcombank (~315) hay VPBank (~260). Mạng lưới này phủ khắp 34 tỉnh/thành, phân bố đồng đều ở cả ba miền Bắc (38%) - Trung (13%) - Nam (49%)*, cho thấy độ phủ toàn diện và cân bằng hiếm thấy trong ngành.

Chúng tôi cho rằng mật độ cửa hàng cao không phải dấu hiệu “chưa số hóa”, mà phản ánh đặc thù mô hình: cửa hàng vật lý vẫn là điểm chạm cuối cùng để giữ và kiểm tra tài sản cầm cố, bảo đảm an toàn cho khoản vay. Đồng thời, mỗi cửa hàng cũng đóng vai trò như một “bản quảng cáo hiện hữu” tại địa phương, giúp F88 tăng nhận diện thương hiệu trực tiếp với cộng đồng.

Nhờ chiến lược mở rộng đồng đều theo vùng miền, F88 đã tích lũy 1,2 triệu khách hàng lũy kế sau 12 năm, đồng thời xây dựng lợi thế am hiểu đặc thù từng địa bàn. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng kế hoạch nâng lên 1.000 cửa hàng vào 2026 và 1.500 vào 2027 là khả thi, với rủi ro có thể kiểm soát được nhờ khả năng phân tích hành vi khách hàng theo từng vùng và “may đo” sản phẩm phù hợp với văn hóa địa phương. Quan trọng hơn, dữ liệu hành vi theo vùng này còn là nền tảng giảm thiểu rủi ro khi F88 mở rộng mạnh sang kênh trực tuyến.

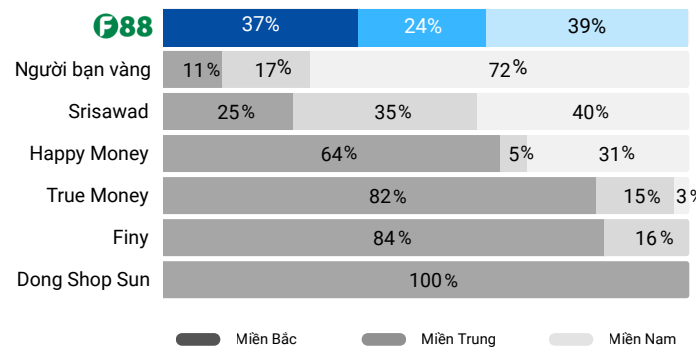
**Sự phân bố của hàng được tính tại thời điểm F88 đạt 888 cửa hàng trên toàn quốc*

Biểu đồ: Mạng lưới phân phối các chuỗi cầm đồ thế hệ mới



Chú thích: Số liệu thống kê tính hết 30/04/2024

Biểu đồ: Mạng lưới phân phối các chuỗi cầm đồ thế hệ mới theo khu vực



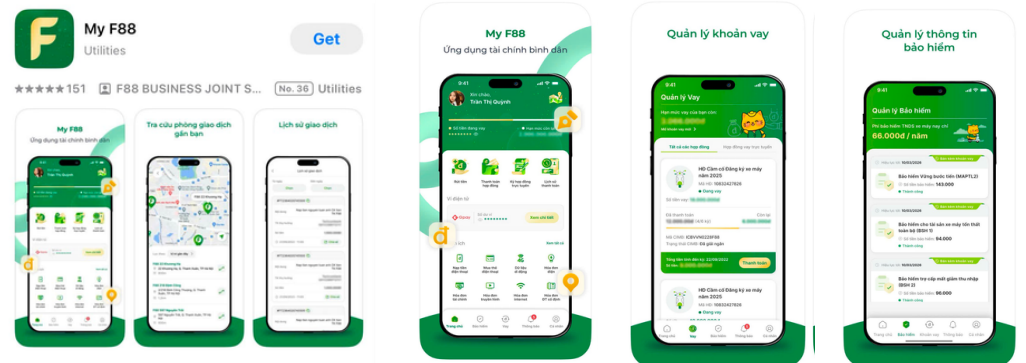
Kênh đối tác: hơn 10.000 điểm chạm với khách hàng thông qua hợp tác với các tổ chức trong hệ sinh thái tài chính – công nghệ (Momo, ZaloPay...) và các đối tác có mạng lưới rộng (VNPost...). Kênh này giúp F88 mở rộng độ phủ mà không cần đầu tư trực tiếp vào cơ sở vật chất.

Kênh online - Tiềm năng số hóa rõ rệt, nhưng cần thêm số liệu hiệu quả để kiểm chứng: Ứng dụng MyF88 được vinh danh tại Asian Banking & Finance Awards 2025 nhờ định vị là nền tảng tài chính dành cho khách hàng bình dân, nâng cao trải nghiệm số trong một ngành vốn mang tính truyền thống. Ban lãnh đạo kỳ vọng MyF88 sẽ dần phát triển thành một **“Neo Bank”** cho phân khúc này, với mục tiêu chuyển toàn bộ sản phẩm lên nền tảng số vào năm 2027.

Sản phẩm nổi bật nhất ra mắt tháng 6/2025 là “Hạn mức tuần hoàn”, cho phép khách hàng có lịch sử tín dụng tốt vay tiêu dùng với hạn mức định sẵn. Kết quả bước đầu cho thấy tỷ trọng giao dịch trực tuyến tăng mạnh: từ 5% trong Quý 1/2025 lên 14% trong Quý 4/2025, cho thấy khách hàng đang nhanh chóng tiếp nhận kênh online.

Tại sự kiện Analyst Meeting Quý 3/2025, Chủ tịch Phùng Anh Tuấn chia sẻ mục tiêu đạt 3 triệu khách hàng số trong những năm tới, so với mức 1,4 triệu khách hàng lũy kế hiện tại. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là có cơ sở nhờ tốc độ chuyển đổi hành vi người dùng, nhưng vẫn khá tham vọng và cần tiếp tục theo dõi kế hoạch triển khai sản phẩm số trong các giai đoạn tiếp theo và các số liệu để kiểm chứng sự hiệu quả.

Hình **: App My F88 - Ứng dụng có trên cả IOS và Android



App giúp xóa mờ khoảng cách vật lý, tạo điều kiện vay thuận tiện hơn cho người dùng, đồng thời là một pheo giúp đánh giá tín dụng người dùng thông qua sử dụng các dịch vụ

Các dịch vụ khác ngoài cầm đồ

Quản lý khoản vay

Quản lý & mua bảo hiểm

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đa dạng hóa danh mục sản phẩm: So với các doanh nghiệp cầm đồ khác trên thị trường, F88 có danh mục đa dạng hơn, vượt ra ngoài hình ảnh “chỉ cầm đồ” vốn quen thuộc với nhà đầu tư. Cơ cấu doanh thu cho thấy chiến lược tập trung rõ ràng vào hai trụ cột: cho vay cầm cố và bảo hiểm, và các sản phẩm tài chính khác đóng vai trò vệ tinh bổ trợ.

	CHO VAY CẦM CỐ					BẢO HIỂM		DỊCH VỤ KHÁC	
	 Xe máy	 Ô tô	 Cà vẹt	 Đá quý	 Khác	 Bảo hiểm độc lập	 Bảo hiểm khoản vay	 Vay tín chấp	 Khác
F88			✓			Bảo hiểm phi nhân thọ: trợ cấp năm viện, chăm sóc sức khỏe, tai nạn cá nhân, cứu hộ xe máy, tai nạn dân sự ô tô xe máy Đại lý bảo hiểm riêng biệt 	✓		- Dịch vụ giá trị gia tăng: Thanh toán hoá đơn, Nạp thẻ điện thoại, game, ví tài xế, ký gửi hàng Lazada - Ngân hàng đại lý  2025++
Công ty A				✓	Túi xách, đồng hồ, laptop, điện thoại...				- Thu mua & ký gửi đá quý, trang sức, đồ điện tử, ... - Spa đồ hiệu
Công ty B	✓	✓	✓						
Công ty C	✓	✓	✓		Điện thoại, ipad, laptop...	Bảo hiểm nhân thọ tử kỳ từ Map Life Bảo hiểm phi nhân thọ: Bảo hiểm bắt buộc trách nhiệm dân sự ô tô, xe máy	✓	✓	
Công ty D	✓	✓			Túi xách, đồng hồ, trang sức, thiết bị văn phòng, sim số đẹp, nhà đất,...	Bảo hiểm phi nhân thọ: vật chất tài sản, bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới			Shop thanh lý
Công ty E	✓		✓		Hoá đơn mua điện thoại, hoá đơn mua đồ điện tử - điện lạnh				

Chú thích: Vay cầm cố bằng xe máy, ô tô - tổ chức cho vay giữ tài sản ô tô, xe máy; Vay cầm cố bằng cà vẹt - tổ chức cho vay giữ giấy tờ xe và khách hàng có thể tiếp tục sử dụng tài sản

CHO VAY CẦM CỐ - SẢN PHẨM LỖI

Cho vay cầm cố – sản phẩm lỗi (87% doanh thu năm 2025). Từ năm 2018, sau khi “may đo” sản phẩm cho thị trường Việt Nam, F88 tập trung chủ yếu vào cầm cố xe máy và ô tô, trong đó hình thức cầm cả vệt chiếm tỷ trọng ngày càng lớn, thay thế dần cho giữ tài sản. Các khoản vay ô tô có ưu thế hơn về rủi ro và vòng quay vốn nhanh hơn, trong khi khoản vay xe máy lại mang về lợi suất ròng (RACV) cao hơn.

Hình: Đặc tính của 2 sản phẩm cho vay cốt lõi

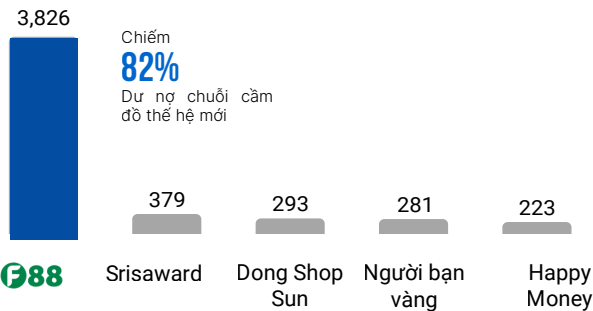
Vay cả vệt ô tô có lợi thế về mặt quản trị rủi ro, còn xe máy có lợi thế về mặt lợi nhuận

Các đặc tính	Cho vay cầm cố bằng cả vệt xe máy	Cho vay cầm cố bằng cả vệt ô tô
Tổng mức vay (LTV)	54,2%	48,1%
Kỳ hạn khoản vay	8,2 tháng	5,2 tháng
NIM (tháng)	6,7%	5,0%
Net Write-off (tháng)	1,4%	0,22%
RACV (tháng)	5,2%	3,3%

Nếu chỉ xét riêng mảng cầm cả vệt xe máy, F88 hiện nằm trong nhóm có mức lãi suất và phí thuộc “top” của ngành (dao động tối đa ~55%), nhưng lại đồng thời dẫn đầu về dư nợ giải ngân. Nguyên nhân do F88 đã xây dựng được lợi thế thương hiệu và độ tin cậy vượt trội so với các mô hình cạnh tranh, giúp khách hàng chấp nhận vay ở mức lãi suất cao hơn mặt bằng chung.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo F88 tại Analyst Meeting, F88 định hướng giảm dần lãi suất để mở rộng quy mô dư nợ. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược đáng theo dõi: lợi thế thương hiệu kết hợp với mức lãi suất cạnh tranh hơn có thể trở thành lực đẩy cho tăng trưởng mạnh mẽ. Tuy nhiên, để duy trì biên lợi nhuận tích cực như hiện nay, F88 cần đồng thời có lộ trình giảm chi phí vốn (COF) hoặc tiết giảm chi phí hoạt động (CIR), nhằm tránh việc mở rộng quy mô nhưng đánh đổi biên lợi nhuận.

Biểu đồ **: Dư nợ cho vay của các công ty lớn trong mảng Chuỗi cầm đồ thế hệ mới



Chú thích: Dư nợ các công ty được ước tính theo dư nợ cuối kỳ 2024 (tỷ VND)

Biểu đồ **: Lãi và chi phí vay theo dư nợ gốc cho sản phẩm cầm cố xe máy của các công ty cầm đồ thế hệ mới

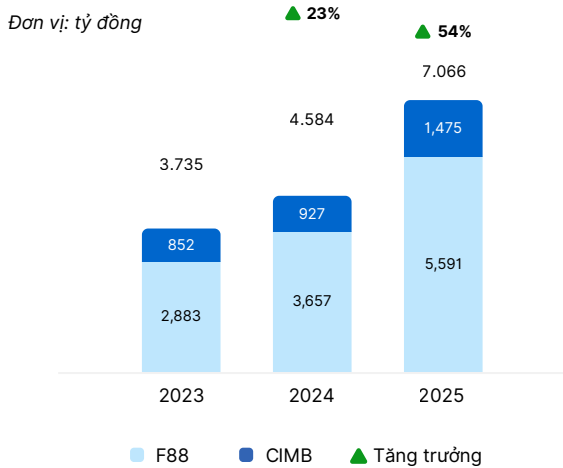


Chú thích: Lãi và chi phí vay bao gồm lãi suất dư nợ gốc (dưới 20%/năm theo quy định của luật dân sự) và các loại phí đi kèm như phí thẩm định, phí quản lý tài sản, v.v. Được thống kê và thu thập từ website và thông qua điều tra phỏng vấn. (Riêng Người bạn vàng được khảo sát từ lãi suất cho vay cầm cố các loại vàng nhân 9999)

Quy mô dư nợ cho vay tăng trưởng tích cực: Hoạt động cho vay của F88 tăng trưởng mạnh trong năm 2024-2025 sau năm 2023 khó khăn do ảnh hưởng của dịch Covid 19. Cuối năm 2025, F88 đạt 7.216 tỷ đồng dư nợ cho vay cầm đồ, tăng trưởng 57,4% so với năm 2024, trong đó dư nợ cho vay qua F88 đạt với 5.632 tỷ đồng, tăng 54% YoY và dư nợ hợp tác với Ngân hàng CIMB đạt 1.566 tỷ đồng, tăng 68,8% YoY. Doanh thu cho vay năm 2025 đạt 3.980 tỷ đồng, tăng 33,5% so với cùng kỳ. Đặc thù khoản vay cầm đồ có thời hạn ngắn giúp giá trị giải ngân trong kỳ cao hơn đáng kể so với dư nợ cuối kỳ. Vòng quay vốn của F88 trong năm 2025 là 2,4 lần, tăng so với mức 2,1 lần năm 2024, giúp tăng hiệu quả sử dụng vốn.

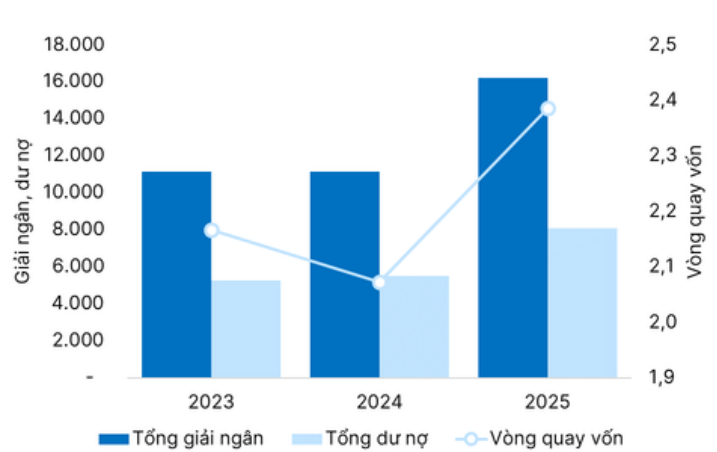
Biểu đồ **: Dư nợ cho vay cầm đồ giai đoạn 2023-2025

Năm 2025 dư nợ F88 đã tăng 54% so với năm ngoái



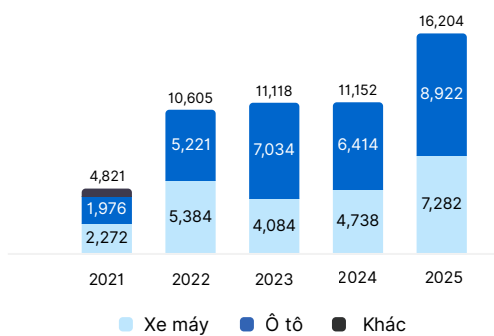
Biểu đồ **: Vòng quay vốn đạt 2,4 lần trong năm 2025

Chỉ số vòng quay vốn cải thiện tốt



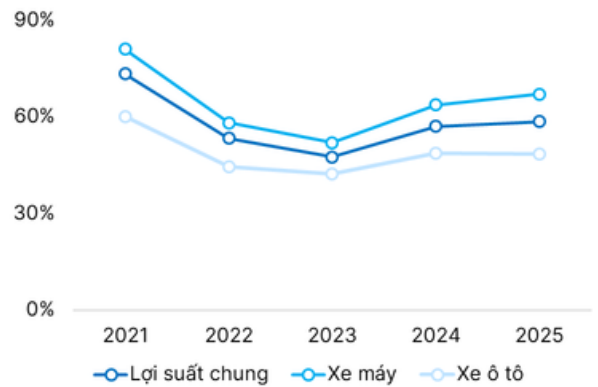
Biểu đồ **: Tổng tiền giải ngân phân theo sản phẩm

Chi tiết theo sản phẩm, mảng ô tô với giá trị lớn hơn đang đóng góp tỷ trọng 58% tổng tiền giải ngân trong năm 2024 và đóng góp 41% dư nợ cuối kỳ



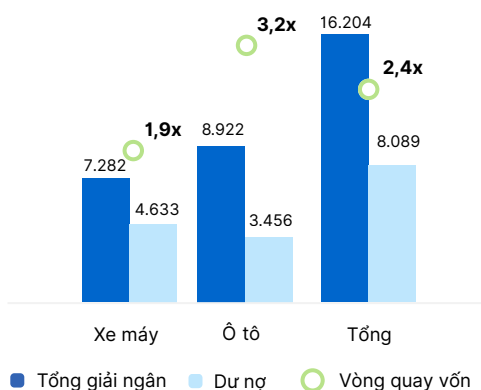
Biểu đồ **: Lợi suất từ hoạt động cho vay theo sản phẩm

Lãi suất cho vay của F88 đối với sản phẩm cầm đồ ô tô thấp hơn xe máy, do tài sản có giá trị hạn tạo động lực để người vay vốn trả nợ.



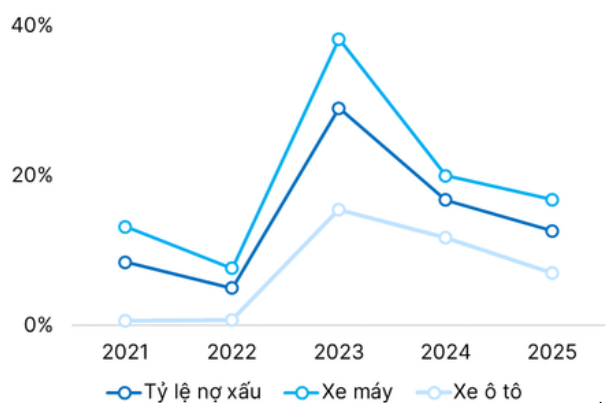
Biểu đồ **: Tổng tiền giải ngân và dư nợ phân theo sản phẩm năm 2025

Lợi suất thấp hơn cầm đồ xe máy, tuy nhiên hiệu quả cho vay sản phẩm ô tô đang tích cực hơn xe máy nhờ vòng quay vốn lớn hơn



Biểu đồ **: Tỷ lệ nợ xấu theo sản phẩm

và tỷ lệ nợ xấu thấp hơn đáng kể





Công ty công nghệ bảo hiểm (Ngôi nhà Xanh), nằm trong chiến lược 3-5 năm tới gia tăng tỷ trọng bảo hiểm trên tổng doanh thu

66,3 MIL USD
Doanh thu bảo hiểm đã bán ra lũy kế

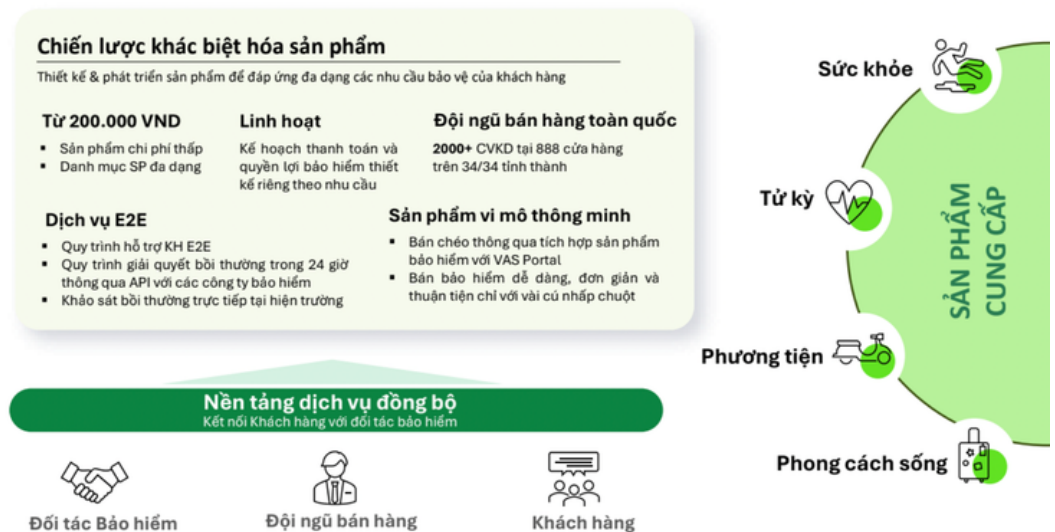
4.481.000+
Số lượng hợp đồng lũy kế được bán tính đến 31.12.2024

BẢO HIỂM - SẢN PHẨM SÁNG TẠO NGOÀI LÃI

Bảo hiểm – sản phẩm sáng tạo ngoài lãi: Đây là mảng được F88 “may đo” cho phân khúc bình dân, nơi trước đây các gói bảo hiểm y tế, xe cơ giới hay tử kỳ có giá trị vượt xa khả năng chi trả của khách hàng. Việc thiết kế các gói nhỏ, chi phí từ 200.000 VNĐ (dưới 10 USD) đã giúp F88 đại chúng hóa bảo hiểm, đưa sản phẩm tiếp cận nhóm khách hàng underbanked/unbanked.

Trong khi nhiều công ty bảo hiểm gặp hạn chế ở khâu dịch vụ hậu mãi và quy trình bồi thường phức tạp, F88 tận dụng lợi thế mạng lưới 888 cửa hàng để trở thành điểm tư vấn và khảo sát bồi thường trực tiếp. Cùng với đó, nền tảng công nghệ tích hợp giữa khách hàng và các đối tác bảo hiểm giúp xử lý yêu cầu bồi thường trong 24h – một trải nghiệm hiếm thấy ở phân khúc bình dân. Điều này không chỉ gia tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng, mà còn giúp F88 củng cố vai trò một kênh phân phối bảo hiểm hàng đầu cho phân khúc đại chúng.

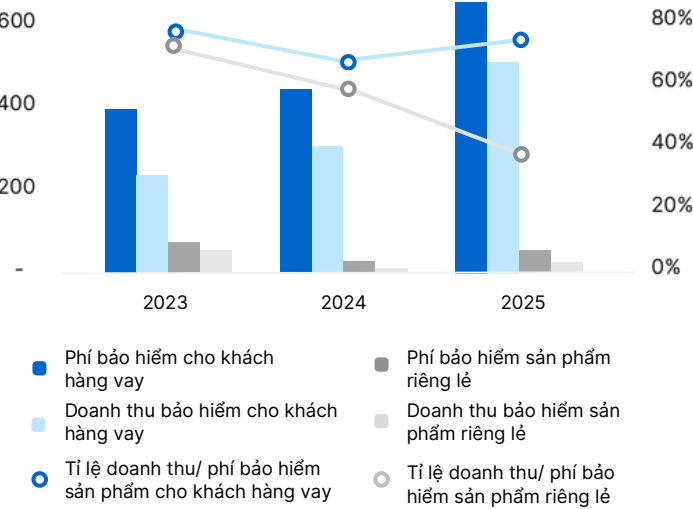
Triển vọng và rủi ro: Sau 7 năm triển khai, F88 đã bán ra 4,4 triệu hợp đồng bảo hiểm, mang về 66 triệu USD doanh thu lũy kế. Chúng tôi cho rằng đây là nền tảng vững chắc để công ty tiến tới mục tiêu tham vọng: đưa bảo hiểm và các sản phẩm tài chính ngoài lãi đóng góp 30% tổng doanh thu trong những năm tới. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng của mảng bảo hiểm vẫn phụ thuộc vào khả năng duy trì tỷ lệ bồi thường (claim ratio) ở mức hợp lý, cũng như sự gắn kết dài hạn với các đối tác bảo hiểm. Nếu tỷ lệ bồi thường gia tăng hoặc đối tác siết chặt chính sách, biên lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng.



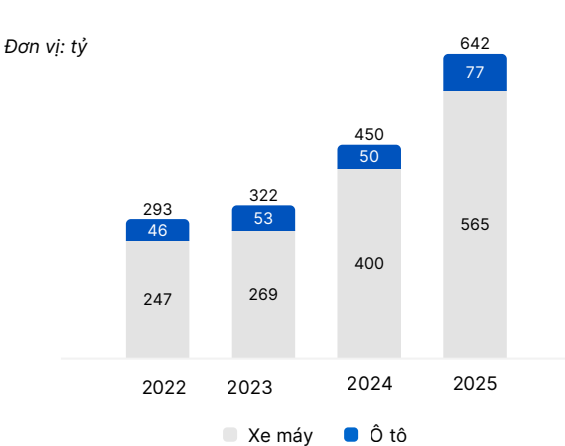
Doanh thu tăng trưởng khả quan: Đại lý bảo hiểm ngày càng trở thành mảng kinh doanh đem lại doanh thu lợi nhuận khả quan cho F88. 9T2025, F88 ghi nhận gần 200 tỷ đồng doanh thu từ mảng đại lý bảo hiểm, tăng 45% so với cùng kỳ năm 2024. Mảng bảo hiểm đóng góp 15% tổng doanh thu trong kỳ, từ mức 13% của năm 2024. Hoa hồng từ các sản phẩm bảo hiểm phân phối là nguồn thu phí ổn định (chiếm 68% phí bảo hiểm thu được trong năm 2024), không có rủi ro, biên lợi nhuận cao nhờ F88 tận dụng được hệ thống cửa hàng, công nghệ và nhân sự hiện hữu.

Với đặc thù cung cấp dịch vụ cho vay cầm đồ sử dụng cả vật xe và cho thuê lại tài sản, F88 có lợi thế trong việc cung cấp sản phẩm bảo hiểm dành cho phương tiện và chủ sở hữu xe. Tỷ trọng phí bảo hiểm cho khách hàng vay chiếm 96% tổng phí bảo hiểm của F88 trong năm 2024. Quy mô bán sản phẩm bảo hiểm lớn giúp F88 đàm phán được với doanh nghiệp bảo hiểm, thiết kế sản phẩm phù hợp nhất đối với phân khúc khách hàng bình dân.

Biểu đồ: Phí bảo hiểm và Doanh thu F88 ghi nhận

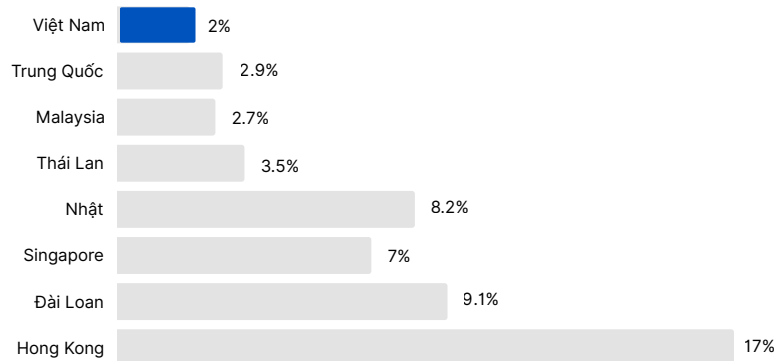


Biểu đồ: Phí bảo hiểm cho khách hàng vay chia theo sản phẩm



Phí bảo hiểm sản phẩm riêng lẻ của F88 có xu hướng giảm trong giai đoạn 2023-2024, cùng xu hướng với thị trường bảo hiểm nói chung, khi doanh thu phí bảo hiểm toàn thị trường giảm trong giai đoạn 2023-2024 sau khủng hoảng niềm tin về sản phẩm bảo hiểm nhân thọ. Phí bảo hiểm sản phẩm riêng lẻ của F88 tăng trưởng trong năm 2025 với tỷ lệ hoa hồng ghi nhận giảm khá mạnh, cho thấy F88 đang đẩy mạnh cạnh tranh tăng thị phần. Chúng tôi đánh giá lạc quan về triển vọng doanh thu đại lý bảo hiểm của F88, bao gồm cả sản phẩm bảo hiểm riêng lẻ, khi tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm của Việt Nam hiện còn rất thấp so với khu vực, đặc biệt tại phân khúc bình dân.

Biểu đồ **: Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ theo tỷ lệ phí bảo hiểm/ GDP năm 2023



Nguồn: Allianz Research

Địa điểm giao dịch phủ rộng, đầu tư về đội ngũ tư vấn, chú trọng tư vấn sau bảo hiểm, thiết kế sản phẩm phù hợp với phân khúc bình dân, thực hiện nghiệp vụ kiểm định và bồi thường bảo hiểm là những lợi thế của F88 trong mảng đại lý bảo hiểm. Hiện mảng bảo hiểm của F88 vẫn hoạt động dưới mức tiềm năng khi sản phẩm bảo hiểm bán cho khách hàng vay vẫn chiếm tỷ trọng gần như tuyệt đối. Chúng tôi kỳ vọng F88 có thể mở rộng ra nhóm khách hàng bình dân không phải khách hàng vay nhờ những lợi thế tích cực về bảo hiểm và sau bảo hiểm F88 đang gây dựng. Trên thực tế, 90% sản phẩm bảo hiểm của Tidlor - thương hiệu dẫn đầu mảng cho vay cầm đồ tại Thái Lan - là sản phẩm bảo hiểm riêng lẻ, được bán cho các đối tượng không phải là khách hàng vay.

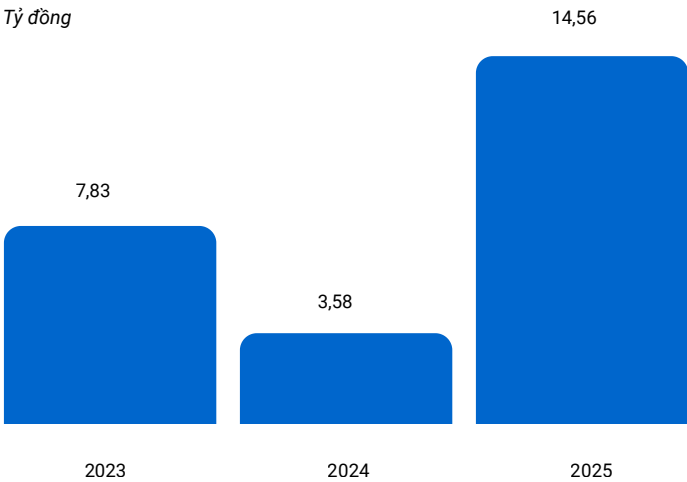
F88 đặt mục tiêu tốc độ tăng trưởng kép hàng năm về doanh thu mảng đại lý bảo hiểm trong giai đoạn 2024-2030 đạt 30% với tỷ trọng doanh thu bảo hiểm đóng góp 30% tổng nguồn thu vào năm 2030. F88 lên kế hoạch tăng vốn tại công ty con ngôi nhà xanh lên 20 tỷ đồng trong năm 2026 để tiếp tục đẩy mạnh mảng bảo hiểm.

SẢN PHẨM TÀI CHÍNH KHÁC - VỆ TINH ĐỂ MỞ RỘNG TẬP KHÁCH HÀNG

Các sản phẩm tài chính khác – vệ tinh để mở rộng tập khách hàng: Nhóm sản phẩm này bao gồm thanh toán hóa đơn, nạp thẻ điện thoại, chuyển tiền, mở tài khoản ngân hàng (qua vai trò đại lý MB Bank) và các dịch vụ tài chính cơ bản khác. Dù đóng góp doanh thu hiện tại chưa lớn, chúng tôi đánh giá cao vai trò vệ tinh của các sản phẩm này: giúp F88 thu hút thêm người dùng mới, tăng tần suất giao dịch và tạo nền tảng để bán chéo sang hai sản phẩm lõi là cầm cố và bảo hiểm.

Quan trọng hơn, các sản phẩm này đều được thiết kế xoay quanh đúng phân khúc khách hàng mục tiêu của F88 – nhóm lao động phổ thông, hộ kinh doanh nhỏ và underbanked. Điều này đảm bảo F88 không “lệch tập” khi mở rộng danh mục, mà tiếp tục củng cố vị thế như một “cửa hàng tiện lợi tài chính” dành cho đại chúng.

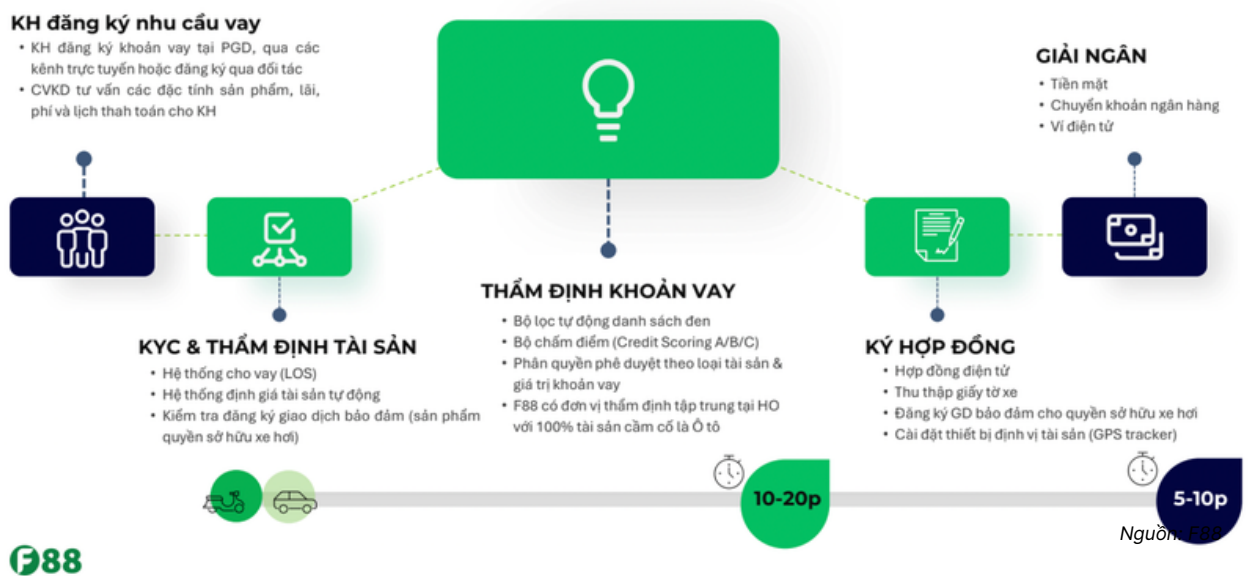
Biểu đồ : Doanh thu sản phẩm tài chính khác giai đoạn 2023 - 2025



DỮ LIỆU & CÔNG NGHỆ: BỆ ĐỖ QUẢN TRỊ RỦI RO VÀ HIỆU QUẢ VẬN HÀNH

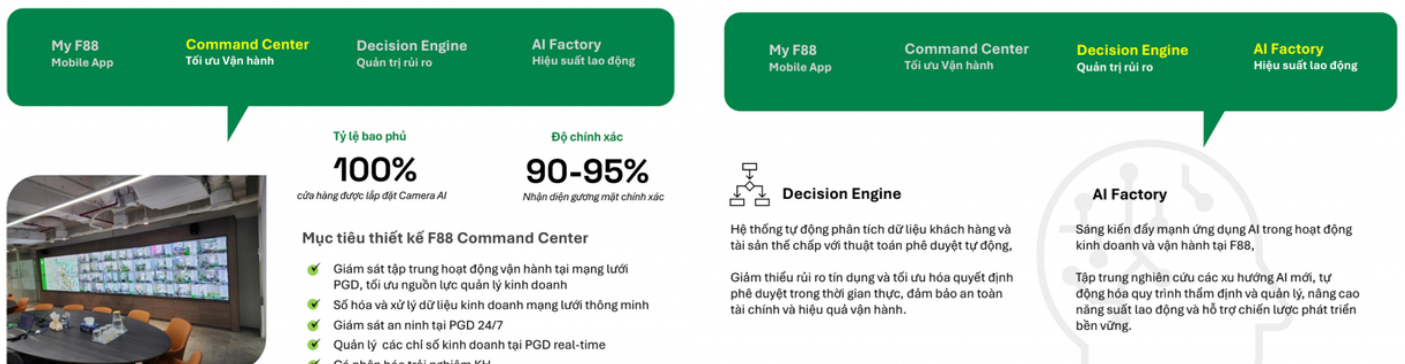
Cơ sở dữ liệu khách hàng - tài sản quan trọng nhất của F88. F88 đang sở hữu cơ sở dữ liệu hơn 1,3 triệu khách hàng vay và còn tiếp tục mở rộng, vượt trội so với các đối thủ trong cùng phân khúc. Dữ liệu khách hàng đủ lớn với lịch sử tín dụng cụ thể giúp F88 ứng dụng được công nghệ trong việc đánh giá khoản vay, tối ưu hóa việc phê duyệt tín dụng và quản trị rủi ro, cá nhân hóa sản phẩm, tăng hiệu quả hoạt động.

Kết hợp công nghệ giúp tăng hiệu quả vận hành: F88 xây dựng hệ thống công nghệ như “xương sống” cho toàn bộ hoạt động – từ thẩm định tín dụng, quản lý vận hành đến giải ngân. Hệ thống credit scoring nội bộ kết hợp eKYC và định giá tài sản tự động giúp rút ngắn thời gian phê duyệt, đưa thời gian giải ngân trung bình xuống chỉ ~15 phút, đồng thời giảm thiểu rủi ro sai sót từ con người. Chuỗi quy trình số hóa từ đăng ký đến ký hợp đồng không chỉ nâng cao minh bạch mà còn giảm tải công việc tại từng cửa hàng.



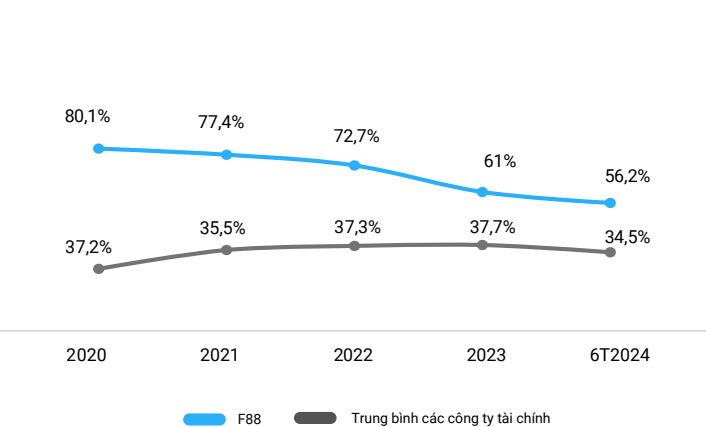
Nâng cao năng lực quản trị: F88 đặt trọng tâm vào việc số hóa toàn diện quy trình và khai thác tối đa dữ liệu để quản trị rủi ro. Hệ thống Command Center giám sát tập trung 100% cửa hàng qua camera AI, phân tích dữ liệu vận hành theo thời gian thực và cảnh báo sớm các phòng giao dịch gặp vấn đề. Hệ thống cảnh báo rủi ro được triển khai với GPS gắn trên tài sản có giá trị cao như ô tô. Decision Engine được thiết kế để phê duyệt và giải ngân trên 90% hồ sơ chỉ trong 15 phút, đảm bảo tỷ lệ nợ xấu dưới 5% tổng giải ngân. Song song, AI Factory hướng tới tự động hóa 70% công việc lặp lại, giúp duy trì mô hình tinh gọn chỉ với 3 nhân viên mỗi cửa hàng.

Quản trị rủi ro chủ động: Điểm khác biệt lớn nhất của F88 không nằm ở mức độ ứng dụng công nghệ, mà ở quy mô dữ liệu 1,4 triệu khách hàng đã được tích lũy. Quy mô này đủ lớn để các mô hình machine learning và AI hoạt động chính xác, giúp công ty sàng lọc tín dụng hiệu quả hơn nhiều so với các đối thủ mới chỉ ở giai đoạn thử nghiệm công nghệ.

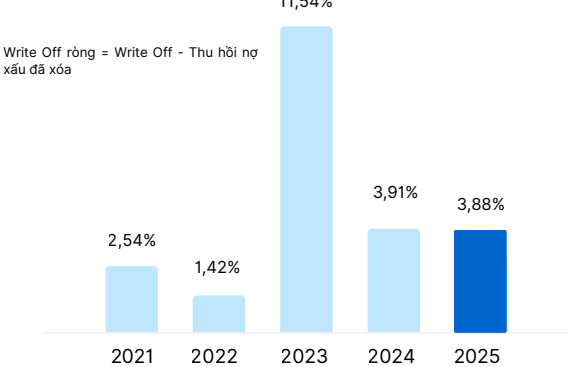


Kết quả đo lường: Hiệu quả công nghệ đã phản ánh rõ trong vận hành: CIR giảm mạnh từ ~80% những năm đầu xuống 55% hiện nay, tỷ lệ nợ xấu đã xóa ròng theo xu hướng giảm mạnh, hiện đang giảm xuống dưới mức mục tiêu 5% tổng giải ngân sau diễn biến kém tích cực năm 2023-2024 của ngành cầm đồ nói chung và cả ngành tài chính tiêu dùng nói riêng. Điều này cho thấy công nghệ không chỉ giúp F88 tiết giảm chi phí, mà còn duy trì chất lượng tín dụng trong bối cảnh mở rộng nhanh.

Biểu đồ **: Tỷ lệ chi phí trên doanh thu hoạt động (CIR) của F88 và trung bình các công ty tài chính (đã loại trừ chi phí dự phòng các khoản vay khó đòi)



Biểu đồ **: Nợ xấu đã xóa ròng trên tổng giải ngân (%)
Theo xu hướng giảm mạnh trong giai đoạn 2024-2025, xuống dưới mức mục tiêu 5% tổng giải ngân



Quản trị rủi ro thận trọng – Nền tảng duy trì biên lợi nhuận. Chính sách trích lập dự phòng khắt khe của F88 (write-off toàn bộ khoản vay quá hạn trên 91 ngày, thay vì 181–360 ngày như các TCTD, và không khấu trừ giá trị tài sản đảm bảo khi write-off) cho thấy cách tiếp cận thận trọng và ưu tiên kiểm soát rủi ro. Mặc dù điều này khiến chi phí dự phòng cao hơn trong ngắn hạn, nhưng lại giúp F88 duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh, giảm rủi ro tiềm ẩn và tạo dư địa để kiểm soát chất lượng tín dụng.

Theo quan điểm của chúng tôi, sự kết hợp giữa dữ liệu – công nghệ và quản trị rủi ro chặt chẽ là nền tảng giúp F88 duy trì biên lợi nhuận tích cực trong dài hạn, ngay cả khi lãi suất cho vay giảm hoặc chi phí vốn tăng. Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh công ty tiếp tục mở rộng nhanh về số lượng cửa hàng và tệp khách hàng mới.



Sự khác biệt giữa F88 và các Tổ chức tín dụng trong việc thực hiện trích lập dự phòng đối với các khoản nợ quá hạn & nợ xấu:

F88		Tổ chức tín dụng	
Phân loại	% trích lập DP	Phân loại	% trích lập DP
Nợ trong hạn & Nợ quá hạn đến 10 ngày	0%	Nợ trong hạn & Nợ quá hạn dưới 10 ngày	0%
Nợ quá hạn từ 11-30 ngày	2%	Nợ quá hạn từ 10-90 ngày	5%
Nợ quá hạn từ 31-90 ngày	25%	Nợ quá hạn từ 91-180 ngày	20%
Nợ quá hạn trên 91 ngày (Write off)	100%	Nợ quá hạn từ 181-360 ngày	50%
		Nợ quá hạn trên 360 ngày	100%

Chính sách trích lập dự phòng thận trọng vượt chuẩn Tổ chức tín dụng cho thấy F88 ưu tiên kiểm soát rủi ro và duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh ngay cả khi phải ghi nhận chi phí cao hơn. Khoản write off được theo dõi ngoại bảng và tiếp tục thu hồi bởi Trung tâm Quản lý tài sản.

Nguồn: F88, SHS Research

KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD CỦA F88 GIAI ĐOẠN 2023 - 2025 CHIA THEO TỪNG MẢNG KINH DOANH

Chỉ tiêu của Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024	YoY	2025	YoY
Cho vay ngắn hạn	2.730,95	3.070,27	12,4%	4.683,61	52,5%
Cho vay dài hạn	153,03	587,1	283,7%	948,02	61,5%
Cho vay hợp tác	851,71	927,45	8,9%	1.584,2	70,8%
Tổng cho vay	3.735,69	4.584,82	22,7%	7.215,83	57,4%
Write Off	1.549,53	907,43	-41,4%	980,47	8,0%
Vay và phát hành trái phiếu ngắn hạn	981,26	1.456,76	48,5%	1.705,88	17,1%
Vay và phát hành trái phiếu dài hạn	1.306,69	1.449,53	10,9%	1.878,88	29,6%

Chỉ tiêu của Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	YoY	2025	YoY
DOANH THU	2.716,0	3.341,2	23%	4.392	31,4%
Cho vay cầm đồ	2.388,4	2.993,4	25%	3.854	28,7%
• Phí thẩm định và quản lý tài sản	1.788,9	1.958,6	9%	2.607	33,1%
• Lãi vay	251,6	423,8	68%	735	73,4%
• Tiền phạt hợp đồng	105,6	125,3	19%	149	19,0%
• Thu từ khoản cho vay đã XLRR	242,3	485,8	100%	362	-25,4%
Bảo hiểm	284,9	318,4	12%	483	51,8%
Doanh thu/Thu nhập khác	42,8	29,4	-31%	55,0	87,0%
CHI PHÍ	3.388,4	2.891,9	-15%	3.484	20,5%
Chi phí vốn	398,9	406,0	2%	475	16,9%
Chi phí dự phòng	1.549,7	907,8	-41%	1.009	11,2%
Chi phí hoạt động	1.439,8	1.578,1	10%	2.000,5	26,8%
• GVHB	773,0	745,7	-4%	903	21,1%
• CFBH	138,2	163,2	18%	213	30,7%
• CFQLDN	496,6	660,8	33%	878	32,9%
• Chi phí khác	32,1	8,4	-74%	6	-22,9%
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	(672,3)	449,3	167%	908	102,0%

F88 công bố kết quả kinh doanh năm 2025 với 908 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 102% so với năm 2024, hoàn thành 135% kế hoạch năm. Kết quả kinh doanh của F88 được hỗ trợ từ mảng cho vay và bảo hiểm mở rộng tích cực, chi phí dự phòng giảm, chi phí vốn tăng thấp so với tăng trưởng doanh thu cho vay.

Cụ thể, mảng cho vay cầm đồ đạt 3.854 tỷ đồng doanh thu, tăng 29% so với cùng kỳ. Kết quả tăng trưởng của mảng cho vay cầm đồ được hỗ trợ nhờ quy mô cho vay mở rộng (+57% so với năm trước) và hiệu quả hoạt động cho vay cải thiện nhờ tỷ lệ nợ xấu giảm, dù nguồn thu từ khoản cho vay đã xử lý rủi ro giảm 25% so với cùng kỳ.

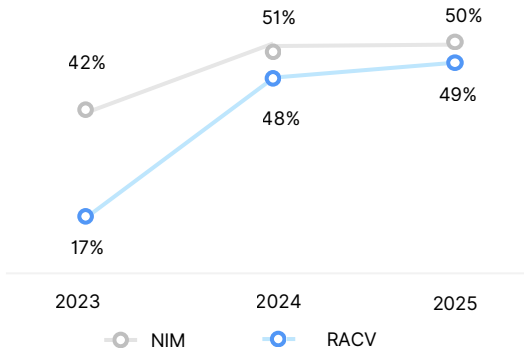
Mảng đại lý bảo hiểm ghi nhận 483 tỷ đồng doanh thu, tăng trưởng 51,8% so với năm trước, gần tương đương tốc độ tăng trưởng dư nợ và cao hơn nhiều mức tăng trưởng 4% của toàn ngành bảo hiểm.

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CHO VAY CẦM ĐỒ TĂNG MẠNH TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2025 NHỜ GIẢM CHI PHÍ VỐN VÀ CHẤT LƯỢNG NỢ CẢI THIẾN

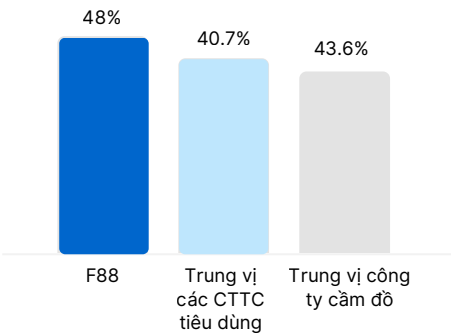
Biểu đồ : Hiệu quả hoạt động cho vay cầm đồ

$NIM = (Doanh\ thu\ cầm\ đồ - Chi\ phí\ tài\ chính) / Dư\ nợ\ ròng\ BQ$
 $RACV = (Doanh\ thu\ cầm\ đồ + Doanh\ thu\ từ\ phân\ phối\ bảo\ hiểm + Thu\ hồi\ nợ\ sau\ xóa\ sổ - Chi\ phí\ tài\ chính - Write\ Off - Trích\ lập\ dự\ phòng) / Dư\ nợ\ ròng\ bình\ quân$



Biểu đồ : Hệ số NIM của F88 so với các công ty cùng phân khúc trong nước

Số liệu theo tính toán của FiinGroup



Hiệu quả hoạt động cho vay cầm đồ được đánh giá thông qua hệ số NIM (biên lãi thuần) và tỷ lệ RACV (lợi nhuận ròng sau rủi ro tín dụng), với quan điểm mảng phân phối bảo hiểm có mối liên hệ chặt chẽ với hoạt động cho vay cầm đồ qua hợp đồng bảo hiểm cho phương tiện và chủ sở hữu xe. Hệ số NIM của F88 tăng trong năm 2024 do lợi suất cho vay tăng và vòng quay vốn cải thiện. Tỷ lệ RACV của F88 sau năm 2023 giảm mạnh do tỷ lệ nợ xấu tăng cao đã tăng mạnh trong năm 2024 và tiếp tục tăng trong năm 2025 nhờ tỷ lệ nợ xấu hoạt động cho vay cầm đồ giảm mạnh.

Bảng: Lãi suất cho vay và phí dịch vụ của F88

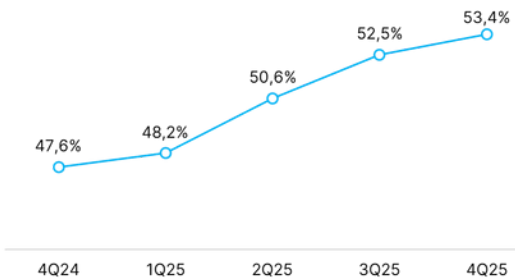
(Theo tháng)

Chỉ tiêu	2023	2024	2025
Lãi suất cho vay	1,10%	1,1%-1,6%	1,1%-1,6%
Phí dịch vụ	3,4%-6,4%	2%-6,5%	2%-6,4%

Theo số liệu từ FiinGroup, hệ số NIM của F88 cao hơn các đối thủ cạnh tranh trong ngành. Lợi thế về chuỗi hoạt động chuyên nghiệp và khả năng huy động vốn chủ tốt giúp F88 có được mức NIM cao hơn, dù lãi suất không cao hơn tương ứng.

Tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản đảm bảo (LTV) cải thiện theo điểm tín dụng khách hàng là yếu tố hỗ trợ NIM.

Biểu đồ : Tỷ lệ LTV hoạt động cho vay cầm đồ

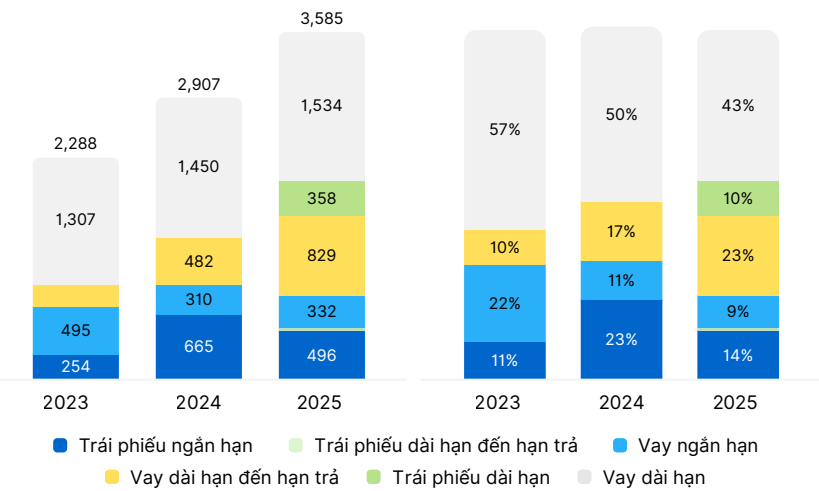


Với quy trình quản trị rủi ro chặt chẽ và tỷ lệ khách hàng quay trở lại đạt 67%, F88 có cơ sở tăng giá trị cho vay trên tài sản đảm bảo dựa trên điểm tín dụng khách hàng. Trên thực tế tỷ lệ LTV của F88 cải thiện đáng kể tại thời điểm cuối Q4.2025, lên 53,4% từ mức 47,6% thời điểm Q4.2024. F88 kỳ vọng tiếp tục tăng tỷ lệ LTV, trên cơ sở thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam ngày càng gia tăng.

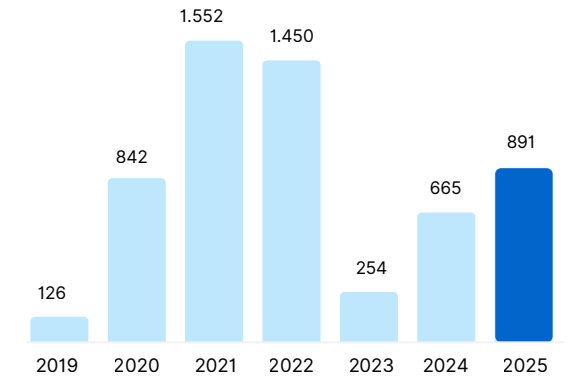
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP PHỤC HỒI GIÚP F88 HUY ĐỘNG ĐƯỢC NGUỒN VỐN VỚI LÃI SUẤT THẤP HƠN

Trong giai đoạn thị trường trái phiếu doanh nghiệp sôi động năm 2020 đến trước giai đoạn khủng hoảng năm 2022, nguồn vốn vay chính của F88 đến từ trái phiếu với dư nợ cao nhất năm 2021 đạt 1.552 tỷ đồng. Sau giai đoạn khủng hoảng trái phiếu, F88 giảm mạnh dư nợ trái phiếu trong năm 2023, chuyển hướng vay vốn từ quốc tế, chủ yếu bằng đồng USD. Tại thời điểm cuối năm 2024, 77% tổng nợ của F88 là bằng đồng USD với lãi suất vay trong khoảng 10,5% - 15%. F88 đã thực hiện phòng ngừa rủi ro tỷ giá qua hợp đồng mua bán ngoại tệ kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi tiền tệ, giúp giảm rủi ro biến động tỷ giá ngoài tầm kiểm soát. Tuy nhiên việc phụ thuộc chủ yếu vào nguồn vốn vay ngoại tệ trong bối cảnh áp lực tỷ giá tăng gây áp lực lên chi phí vốn của F88.

Biểu đồ: Quy mô nợ vay
Đơn vị: Tỷ đồng



Biểu đồ: Dư nợ trái phiếu của F88 giai đoạn 2019-2025
Đơn vị: Tỷ đồng



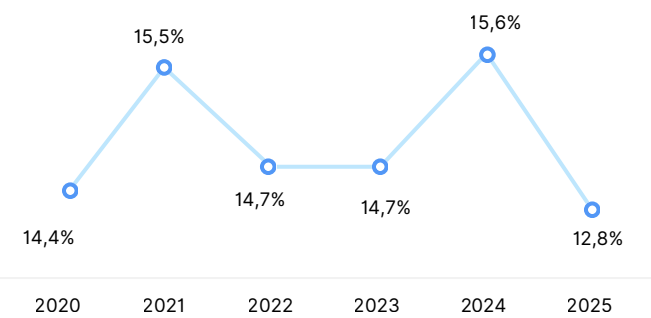
Tín hiệu tích cực là thị trường trái phiếu doanh nghiệp bước đầu phục hồi năm 2024-2025 giúp F88 tăng tỷ lệ nợ vay trái phiếu phát hành trong nước. Tỷ lệ dư nợ trái phiếu trên tổng nợ vay tăng từ mức 11% năm 2023 lên 23% năm 2024 và 25% trong năm 2025, đặc biệt F88 đã phát hành thành công trái phiếu dài hạn.

Lãi suất khoản vay trái phiếu thấp hơn các khoản vay USD và không cần chi phí phòng ngừa rủi ro tỷ giá giảm lãi suất huy động bình quân của F88 trong năm 2024-2025. Dựa trên chi phí tài chính F88 ghi nhận trong kỳ, chi phí vốn bình quân của F88 năm 2024 là 15,6%, tăng so với năm 2023 do áp lực tỷ giá tăng và đã giảm mạnh xuống 12,8% trong năm 2025. Chi phí vốn năm 2025 giảm khá mạnh một phần do F88 đẩy mạnh phát hành trái phiếu vào cuối năm, chi phí lãi vay chưa được ghi nhận trong kỳ, số liệu dựa trên nguồn vốn vay bình quân ngày theo F88 công bố là 14,3%. Chúng tôi đánh giá xu hướng chi phí vốn của F88 đang diễn biến tích cực và kỳ vọng chi phí vốn tiếp tục giảm trong năm 2026.

Bảng: Lãi suất huy động các khoản vay của F88

Lãi suất huy động	2023	2024	2025
Trái phiếu ngắn hạn	11,5%-12%	10,5%-11,5%	9%-10,5%
Trái phiếu dài hạn			10,5%-12%
Vay USD ngắn hạn	14%	10,5%-12%	7,47%-10,3%
Vay USD dài hạn	11%-13%	11,5%-15%	11%-15%

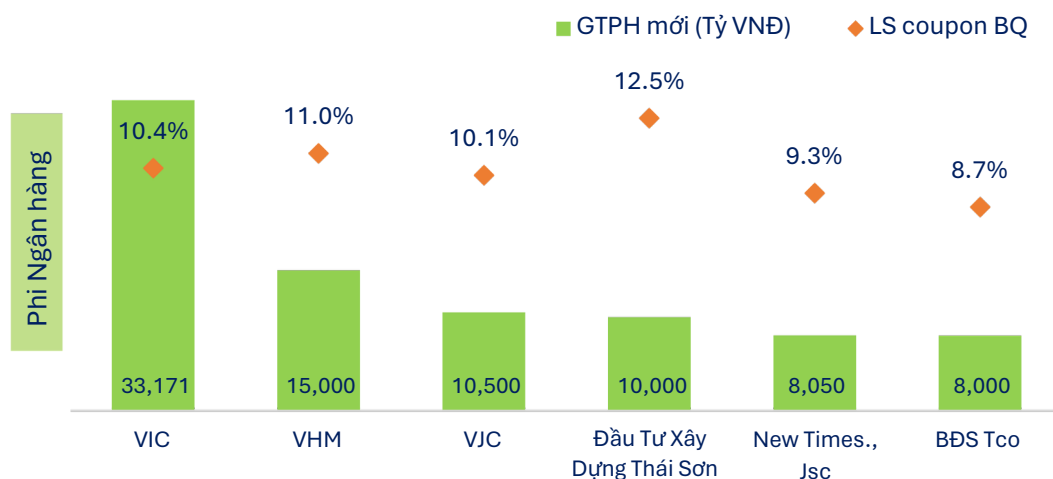
Biểu đồ: Chi phí tài chính trên dư nợ vay bình quân



Trong năm 2025, F88 đã phát hành 900 tỷ đồng trái phiếu với lãi suất huy động trong khoảng 9%-10,5%/năm, giảm 1-1,5% so với lãi suất huy động năm 2024, đồng thời đáo hạn 670 tỷ đồng trái phiếu lãi suất 10,5%-11,5%.

Lãi suất phát hành trái phiếu của F88 thấp hơn so với lãi suất phát hành của một số doanh nghiệp phi ngân hàng trong năm 2025 và tương đối thấp khi so sánh tương quan với ngành cho vay cầm đồ. Nguyên nhân do F88 có lịch sử thanh toán gốc và lãi trái phiếu tốt ngay cả trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp khủng hoảng. Tháng 11/2025, F88 đã được UBCKNN chấp thuận phát hành 10 triệu trái phiếu ra công chúng với tổng giá trị huy động 1.000 tỷ đồng, kỳ hạn 24 tháng, lãi suất 10% và đã phát hành thành công đợt 1 vào tháng 1/2026 với quy mô 300 tỷ đồng. Việc F88 được phát hành trái phiếu ra công chúng cho thấy đánh giá tích cực của cơ quan quản lý về hiệu quả kinh doanh, cấu trúc nợ, phương án sử dụng vốn và hồ sơ pháp lý của F88. Trong năm 2025, mới có 5 doanh nghiệp ngoài Ngân hàng thực hiện phát hành trái phiếu ra công chúng, tổng giá trị huy động 8.799 tỷ đồng.

Biểu đồ: Lãi suất huy động của một số Tổ chức phát hành có giá trị huy động cao nhất năm 2025



Chúng tôi kỳ vọng diễn biến thị trường trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục ấm lên sẽ tạo điều kiện thuận lợi giúp F88 tăng tỷ trọng dư nợ trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu dài hạn, thay thế khoản vay nước ngoài kỳ hạn dài, từ đó giảm chi phí vốn, tác động tích cực đến biên lợi nhuận.

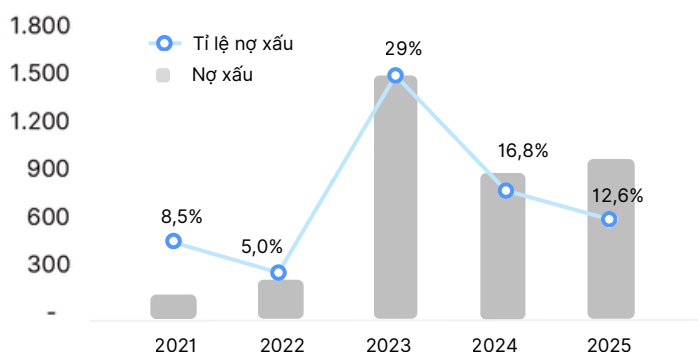
F88 định hướng giảm dần lãi suất cho vay trong điều kiện công ty tiếp cận được nguồn vốn với lãi suất thấp hơn, nhằm đem lại sự hỗ trợ bền vững đối với khách hàng.

TỶ LỆ NỢ XẤU GIẢM THEO DIỄN BIẾN PHỤC HỒI CỦA NỀN KINH TẾ

Diễn biến phục hồi của nền kinh tế hỗ trợ hoạt động kinh doanh của F88. Tỷ lệ nợ xấu của F88 (Write-Off) từ mức đỉnh điểm 29% năm 2023 khi nền kinh tế khó khăn sau dịch Covid 19 đã giảm trở lại từ năm 2024. Năm 2025, tỷ lệ nợ xấu của F88 giảm xuống 12,6%, giúp F88 giảm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. Tỷ lệ nợ xấu của F88 hiện tại ở mức trung bình so với các công ty tài chính tiêu dùng.

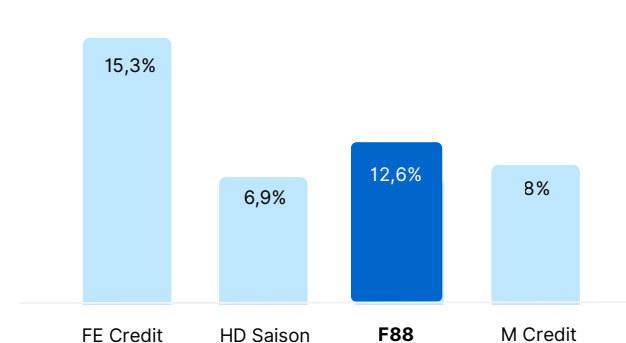
Tỷ lệ nợ quá hạn của F88 cũng có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2023-2025. Tại thời điểm cuối năm 2025, giá trị nợ quá hạn là 541 tỷ đồng, tương đương 7,6% dư nợ, giảm so với mức 7,7% cuối năm 2024. Theo F88, tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn giảm do công ty quản trị rủi ro tín dụng theo hướng toàn diện: Chặt chẽ từ bước thiết kế sản phẩm đến ra quyết định tín dụng & cấp hạn mức cho vay, bảo đảm bởi tài sản và áp dụng kiểm soát sau vay nghiêm ngặt.

Biểu đồ: Tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh

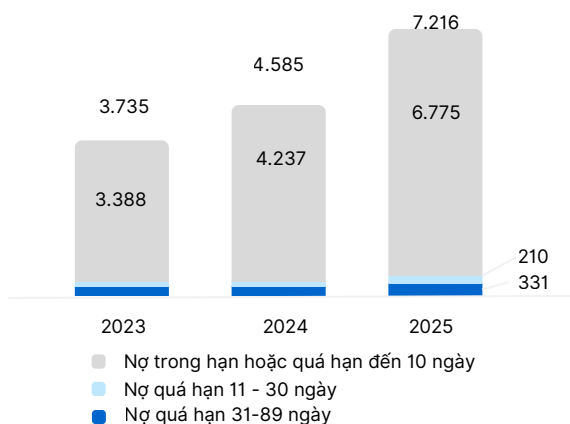


Biểu đồ: Tỷ lệ nợ xấu của F88 hiện tại ở mức trung bình so với các công ty tài chính tiêu dùng

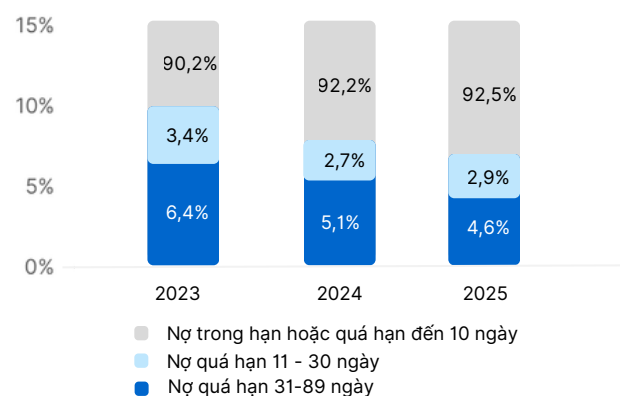
Chỉ tiêu năm 2025



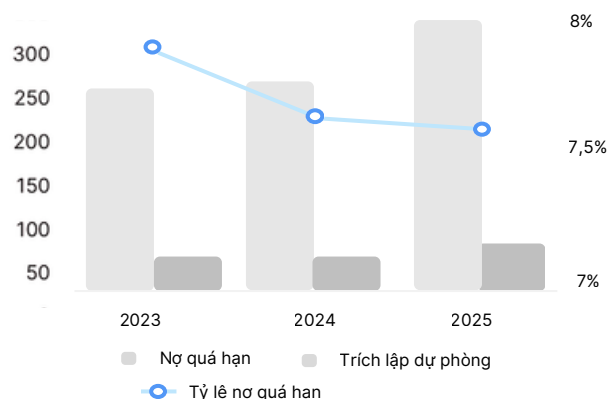
Biểu đồ: Tỷ lệ nợ quá hạn theo chiều hướng giảm



Biểu đồ: Tỷ trọng dư nợ cho vay của F88 phân theo nhóm nợ



Biểu đồ: Tỷ lệ nợ quá hạn và quy mô trích lập dự phòng



F88 có chế độ trích lập dự phòng rủi ro tín dụng chặt chẽ hơn tổ chức tín dụng và công ty tài chính, phù hợp với đặc thù ngành cho vay cầm đồ có tiêu chuẩn cho vay thấp hơn. Chúng tôi đánh giá cao về chất lượng tài sản của F88 khi khoản nợ vay quá hạn từ 91 ngày (nợ xấu) được trích lập 100% và đưa ra ngoại bảng, không còn ghi nhận trong dư nợ. Tỷ lệ trích lập dự phòng đối với nợ quá hạn đang ghi nhận của F88 là 2% đối với nợ quá hạn đến 30 ngày và 25% đối với nợ quá hạn đến 90 ngày, dựa trên quy mô khoản vay, không tính đến giá trị tài sản đảm bảo.

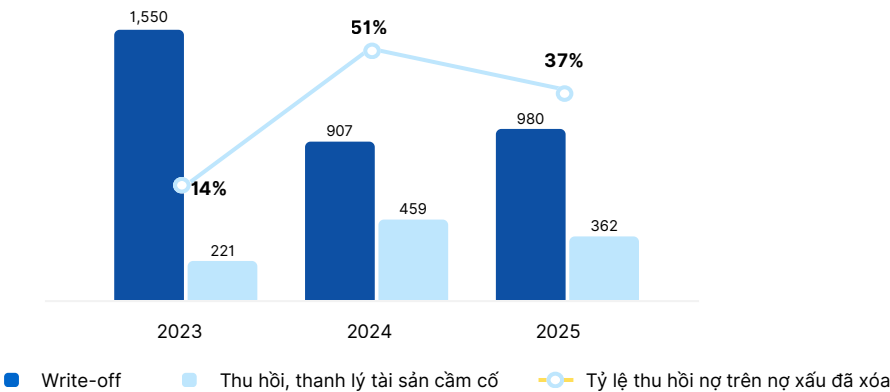
TỶ LỆ THU HỒI NỢ PHỤC HỒI HỖ TRỢ KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ lệ thu hồi nợ sau xóa sổ của F88 phục hồi từ năm 2024, sau tình hình khó khăn năm 2023 do điều kiện vĩ mô bất lợi.

Năm 2023, tỷ lệ thu hồi nợ sau xóa sổ của F88 chỉ đạt 14% khi hoạt động xuất khẩu sụt giảm mạnh sau thời gian Covid đã ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của phân khúc người lao động có thu nhập thấp - nhóm khách hàng chính của F88. Năm 2023 cũng là năm cơ quan quản lý đẩy mạnh thanh tra thị trường cho vay cầm đồ, xử lý hoạt động cho vay cầm đồ núp bóng tín dụng đen, làm ảnh hưởng đến niềm tin của khách hàng với hoạt động cho vay cầm đồ.

Biểu đồ: Quy mô nợ xấu đã xóa và tỷ lệ thu hồi nợ đã xóa sổ

Đơn vị: Tỷ đồng

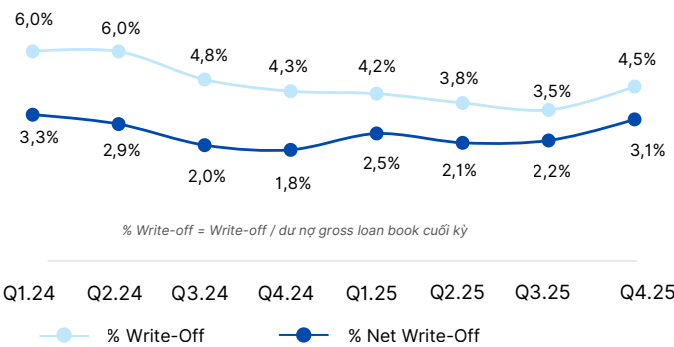


Năm 2024, tỷ lệ thu hồi nợ sau xóa sổ của F88 tăng mạnh lên 51% khi nền kinh tế dần phục hồi và F88 với phương châm hoạt động chuyên nghiệp lấy khách hàng làm trọng tâm, đảm bảo tuân thủ quy định pháp luật đã lấy được niềm tin của khách hàng. F88 đã được Chứng chỉ Vàng Bảo vệ Khách hàng từ M-CRIL, với tỷ lệ tuân thủ 98,3%, là lần thứ 3 F88 nhận được chứng chỉ này.

Năm 2025, tỷ lệ thu hồi nợ sau xóa sổ của F88 là 37%. F88 cho biết, tỷ lệ thu hồi nợ sau xóa sổ trong năm 2025 giảm so với năm 2024 do công ty đã chủ động phân loại nợ ngay từ khi còn trong hạn, thực hiện nhiều biện pháp đồng hành cùng khách hàng trong việc vay vốn và trả nợ đúng hạn, góp phần giảm tỷ lệ nợ chuyển quá hạn. Trong năm 2025, chỉ số khách hàng hài lòng (NPS) của F88 đạt 75%, tỷ lệ khách hàng quay lại sử dụng dịch vụ đạt 68%.

Tỷ lệ xóa nợ hàng quý theo xu hướng giảm

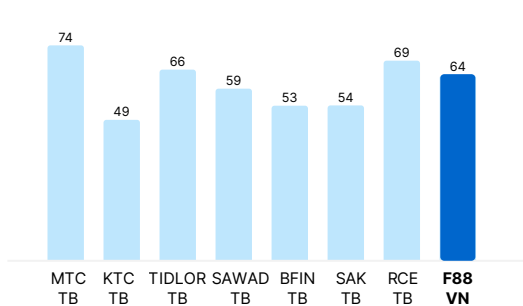
(Đơn vị: %)



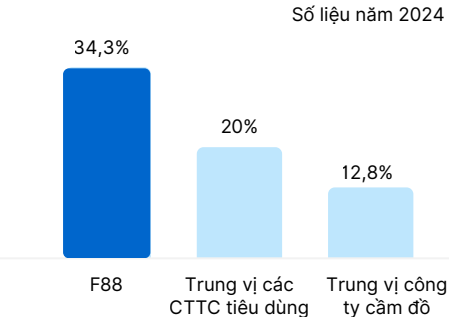
F88 đặt mục tiêu kiểm soát tỷ lệ xóa nợ ròng năm 2025 dưới 9%. Tính cả năm 2025, tỷ lệ xóa nợ ròng là 9,0%, tương đương giới hạn đã được ĐHCĐ phê duyệt.

CƠ CẤU NGUỒN VỐN Ở MỨC AN TOÀN SO VỚI CÁC CÔNG TY
TÀI CHÍNH TRONG NƯỚC VÀ KHU VỰC

Biểu đồ: Tỷ lệ Nợ phải trả/Tổng tài sản của F88 so với một số công ty lớn trong khu vực



Biểu đồ: Tỷ lệ VCSH/Tổng nguồn vốn của F88 so với các CTTC tiêu dùng và công ty cầm đồ tại Việt Nam



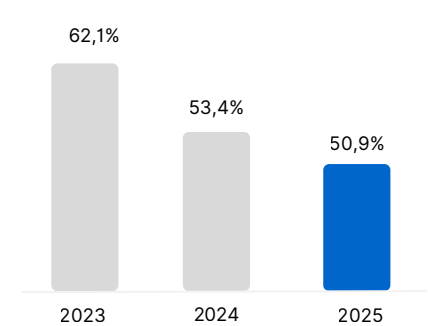
Số liệu năm 2024

Lợi thế của F88 là khả năng huy động vốn chủ và tiếp cận được nguồn vốn vay với lãi suất hợp lý. Tại thời điểm cuối năm 2024, VCSH của F88 chiếm 35% tổng nguồn vốn, cao hơn đáng kể so với trung vị các công ty tài chính tiêu dùng và công ty cầm đồ, theo thống kê của FiinGroup. Phần nợ vay và trái phiếu chiếm 56% tổng nguồn vốn, nợ phải trả chiếm 58% tổng nguồn vốn, ở mức trung bình so với các công ty tài chính lớn trong khu vực và thấp hơn đáng kể so với 3 doanh nghiệp cầm đồ lớn tại Thái Lan (Muang Thai - MTC TB, Tidlor - Tidlor TB và Srisawad - SAWAD TB). Từ đầu năm 2025, F88 đã phát hành 800 tỷ đồng trái phiếu với lãi suất 10-10,5%/năm và vay tín dụng 30 triệu USD kỳ hạn 3 năm từ Lendable SPC. Ngoài Lendable, F88 còn hợp tác với các quỹ quốc tế khác như Lending Ark và GreenArc Capital, với tổng hạn mức vay 170 triệu USD. F88 duy trì cơ cấu vốn vay cả trong và ngoài nước nhằm đảm bảo vùng đệm phòng ngừa những biến động bất ngờ.

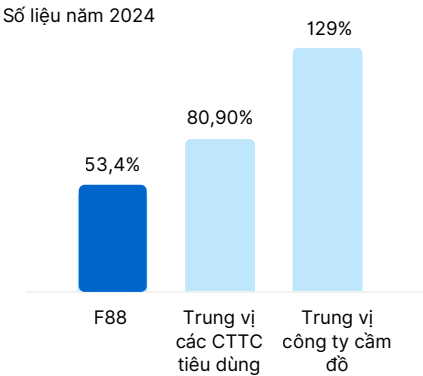
F88 có kế hoạch phát hành IPO cổ phiếu trong giai đoạn 2026-2027 nhằm tăng vốn chủ sở hữu, trong bối cảnh quy mô kinh doanh của công ty đang mở rộng nhanh chóng.

CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG CÓ CHIỀU HƯỚNG GIẢM NHỜ ĐÓNG GÓP
CỦA CÔNG NGHỆ

Biểu đồ: Tỷ lệ CIR của F88 giai đoạn 2023-2025



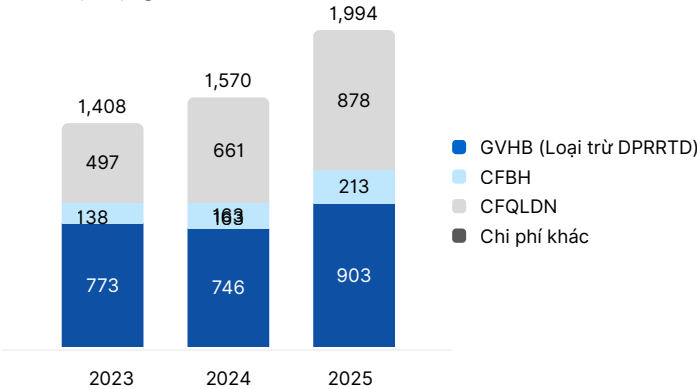
Biểu đồ: Tỷ lệ CIR của F88 so với trung vị các công ty cùng phân khúc



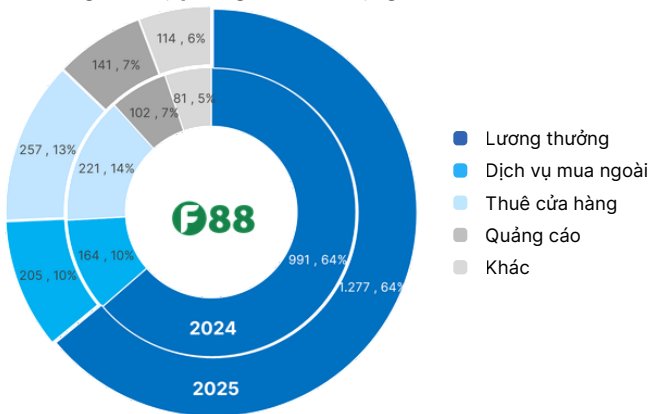
Số liệu năm 2024

Việc F88 đầu tư công nghệ vào hoạt động thẩm định, kiểm soát khoản vay và chuyển giao dịch lên kênh số qua App My F88 giúp cải thiện đáng kể tỷ lệ chi phí hoạt động. Tỷ lệ chi phí hoạt động của F88 có xu hướng giảm mạnh từ mức 62% năm 2023 xuống 50,9% năm 2025. Tỷ lệ CIR của F88 hiện tại ở mức thấp so với trung vị các công ty cùng phân khúc, theo thống kê của FiinGroup.

Biểu đồ: Chi tiết khoản mục chi phí hoạt động của F88



Biểu đồ: Tỷ trọng khoản mục chi phí hoạt động của F88 (Không tính dự phòng rủi ro tín dụng - DPRSTD)

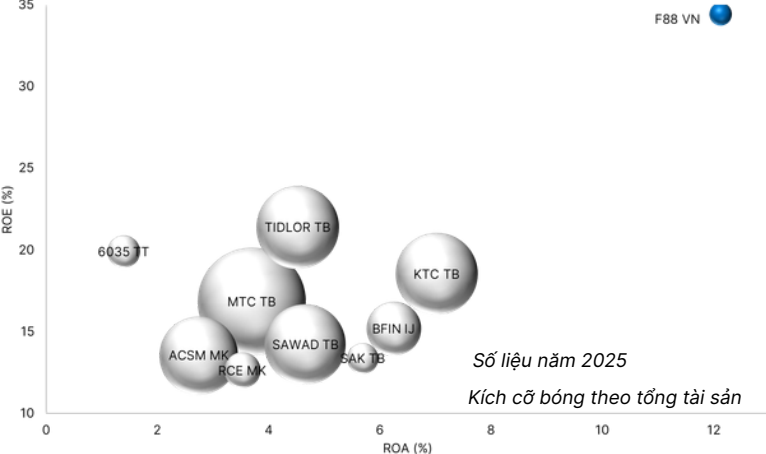


Xét chi tiết từng khoản mục chi phí hoạt động, chi phí nhân sự đang chiếm 64% chi phí hoạt động của F88 trong năm 2025. Tính theo bộ phận, chi phí nhân sự chiếm 64% trong giá vốn hàng bán, 32,5% chi phí bán hàng và chiếm 72% trong chi phí quản lý doanh nghiệp. Chi phí hoạt động của F88 trong năm 2025 tăng 28% so với cùng kỳ, trong đó chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 33%, một phần do số lượng chi nhánh tiếp tục mở rộng.

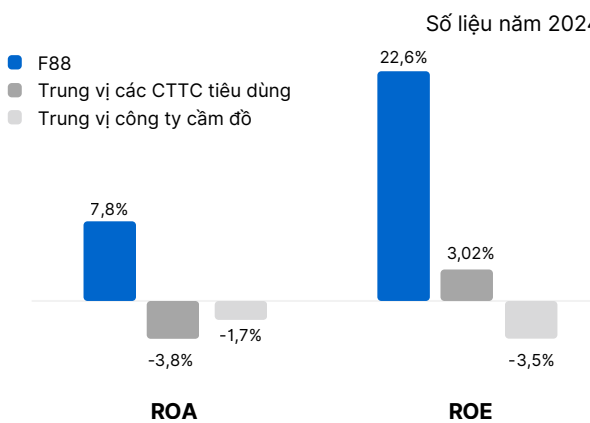
Đặc thù hoạt động cho vay cầm đồ với quy mô cửa hàng phủ rộng cần số lượng nhân sự lớn. Chi phí lương thưởng tính trung bình cho số lượng 4.681 nhân viên tương đương thu nhập 22,7 triệu đồng/tháng, không cao trong bối cảnh hiện nay. Tỷ lệ CIR của F88 cũng ở mức thấp so với các công ty cùng phân khúc. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho vay được mở rộng và áp dụng số hóa giúp tăng năng suất lao động sẽ giúp tỷ lệ CIR của F88 tiếp tục xu hướng giảm.

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CAO NHẤT PHÂN KHÚC CHO VAY CẦM ĐỒ TRONG KHU VỰC

Biểu đồ: Hiệu quả hoạt động của F88 cao vượt trội so với các công ty cùng phân khúc trong khu vực



Biểu đồ: Hiệu quả hoạt động của F88 cao vượt trội so với trung bình các công ty cùng phân khúc trong nước



Năm 2025, hiệu quả sử dụng vốn ROA và ROE của F88 đạt lần lượt 12,1% và 34,4%, thuộc nhóm cao nhất trong nhóm các công ty cho vay cầm đồ khu vực. Theo số liệu thống kê của Bloomberg ngày 14/03/2026, tỷ lệ ROA và ROE trung bình của các công ty cho vay cầm đồ khu vực Đông Nam Á lần lượt đạt 4,7% và 15,9%.

Tỷ suất sinh lời của F88 cũng ở mức cao vượt trội so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam, theo thống kê của FiinGroup giai đoạn 1H2204. Với vị thế dẫn đầu ngành, hoạt động của F88 phục hồi sớm hơn các công ty cùng phân khúc.

KẾ HOẠCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2026

Kế hoạch lợi nhuận

Bảng - Kế hoạch doanh thu lợi nhuận năm 2026 của F88

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2024	2025	YoY	2026	YoY
Số lượng cửa hàng	868	949	9%	1.000	5%
Dư nợ ròng	4.585	7.216	57%		
• F88	3.657	5.632	54%	7.502	33%
• Đối tác	928	1.584	71%		
Doanh thu bán hàng	2.704	3.840	42%	5.462	42%
Lợi nhuận trước thuế	449	908	102%	1.134	25%
Tổng tài sản	5.036	6.826	36%		

Theo tài liệu ĐHCĐ năm 2026, F88 lên kế hoạch năm 2026 với số lượng cửa hàng tăng thêm 5%, dư nợ ròng của riêng F88 tăng trưởng 33%, doanh thu tăng trưởng 42%, lợi nhuận trước thuế tăng trưởng 25%, đạt 1.134 tỷ đồng.

Tại hội nghị cập nhật kết quả kinh doanh Q4.2025, F88 cho biết công ty lập kế hoạch tương đối thận trọng trước rủi ro cao hơn của nền kinh tế toàn cầu. Kế hoạch tăng trưởng thấp hơn năm 2025 và F88 có nhiều tiềm năng tăng trưởng vượt kế hoạch.

Kế hoạch tăng vốn

Cũng theo tài liệu ĐHCĐ, F88 lên kế hoạch tăng vốn gấp 2,24 lần vốn điều lệ hiện tại qua phát hành cổ phiếu từ nguồn vốn chủ sở hữu cho cổ đông hiện hữu, IPO và phát hành cho cán bộ nhân viên (ESOP). Sau phát hành, vốn điều lệ của F88 sẽ tăng lên 2.466,82 tỷ đồng, tương đương 246.682.130 cổ phiếu lưu hành. F88 cũng sẽ thực hiện chuyển giao dịch sản từ UPCOM lên niêm yết trên sàn HSX trong năm 2026 nhằm tăng độ nhận diện và sự quan tâm của nhà đầu tư.

Bảng - Kế hoạch tăng vốn của F88 trong năm 2026

Hình thức tăng vốn	SLCP trước PH	VĐL trước PH	Tỷ lệ PH	SLCP tăng thêm	SLCP sau PH	VĐL sau PH	Giá bán	Thời gian PH
PHCP cho CDHH	110.125.951	1.101,26	1:1	110.125.951	220.251.902	2.202,52	Từ nguồn vốn chủ sở hữu	2026
Chào bán cổ phiếu ra công chúng (IPO)	220.251.902	2.202,52	10%	22.025.190	242.277.092	2.422,77	Không thấp hơn 70% giá đóng cửa BQ trong 5 phiên GD gần nhất trước ngày triển khai	2026
Phát hành cổ phiếu cho người lao động (ESOP)	242.277.092	2.422,77	1,82%	4.405.038	246.682.130	2.466,82	10.000 đ/cp	2026-Q1.2027

Kế hoạch tiếp tục phát hành cổ phiếu từ nguồn vốn chủ sở hữu cho cổ đông hiện hữu giúp tăng số lượng cổ phiếu lưu hành, giảm thị giá, từ đó kỳ vọng tăng tính thanh khoản cho F88.

Đối với kế hoạch IPO được nhiều nhà đầu tư trông đợi, F88 huy động 10% lượng vốn điều lệ trước phát hành. Tỷ lệ vốn điều lệ tăng thêm không lớn, tuy nhiên lượng vốn huy động tăng thêm với thặng dư cao kỳ vọng bổ sung nguồn vốn hoạt động cho F88.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026-2030

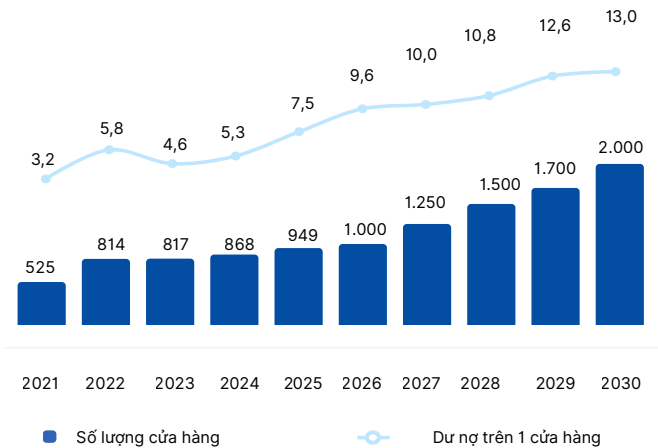
Kế hoạch mǎng cho vay của F88 giai đoạn 2026 - 2030

Chỉ tiêu	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	21-25 CAGR	25-30 CAGR
Số lượng cửa hàng	868	949	1.000	1.250	1.500	1.700	2.000	16%	16%
Dư nợ ròng	4.585	7.216	9.591	12.533	16.166	21.384	26.064	44%	30%
• F88	3.657	5.632	7.474	9.698	12.423	16.341	19.848	35%	29%
• Đối tác	928	1.584	2.117	2.836	3.743	5.042	6.215	-1%	33%
Tỷ trọng dư nợ hợp tác	21%	21%	22%	23%	23%	24%	24%	*	3%
Dư nợ/cửa hàng	5,3	7,5	9,6	10,0	10,8	12,6	13,0	24%	12%
Thị phần	2,3%	3,2%	4,0%	4,7%	5,5%	6,6%	7,4%	23%	18%

*: Tăng trưởng dư nợ phát vay qua đối tác bắt đầu từ năm 2022

Thị phần được ước tính với giả định CAGR dư nợ cho vay ngành cầm đồ giai đoạn 2025-2030 đạt 10%, so với mức 19% trong giai đoạn 2019-2024

Biểu đồ: Kế hoạch số lượng cửa hàng và dư nợ trên mỗi cửa hàng

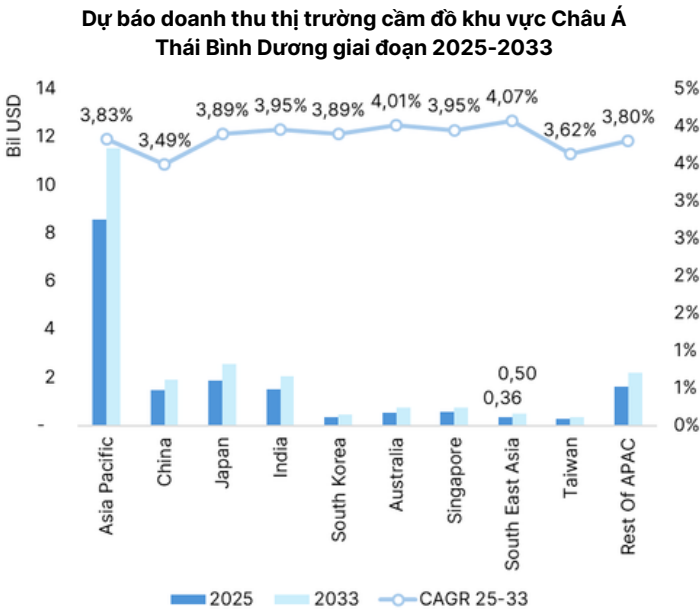


Giai đoạn 2026-2030, F88 lên kế hoạch tăng trưởng kép hàng năm đạt 16% với số lượng cửa hàng, 30% với dư nợ cho vay và 12% đối với dư nợ trên 1 cửa hàng. Tốc độ tăng trưởng kép dư nợ tại F88 giai đoạn 2025-2030 được lập kế hoạch thấp hơn giai đoạn 2021-2025, trong khi dư nợ hợp tác với đối tác tăng trưởng mạnh 33%. Tỷ trọng dư nợ đối tác tăng từ 21% năm 2025 lên 24% năm 2030.

Về hoạt động hợp tác, hiện F88 đang triển khai hợp tác với CIMB và MB. Hạn mức hợp tác với CIMB hiện là 2.500 tỷ đồng và có thể gia tăng tùy theo tình hình cho vay của F88. Về hợp tác với MB, năm 2025 F88 mới thực hiện triển khai thử nghiệm thí điểm tại 1 số cửa hàng nhằm hoàn thiện sản phẩm, chuẩn hóa quy trình vận hành và đánh giá hiệu quả mô hình hợp tác. Các kết quả thử nghiệm ban đầu cho thấy tính khả thi cao và phù hợp để nhân rộng. F88 dự kiến mở rộng triển khai hợp tác với MB trên toàn hệ thống từ năm 2026.

Chúng tôi đánh giá mức độ tăng trưởng dư nợ 30% trong giai đoạn 2025-2030 của F88 là khả thi trên cơ sở:

Thị trường cho vay cầm đồ khu vực Đông Nam Á tăng trưởng cao nhất khu vực Châu Á Thái Bình Dương APAC



Nguồn: Cognitive Market Research

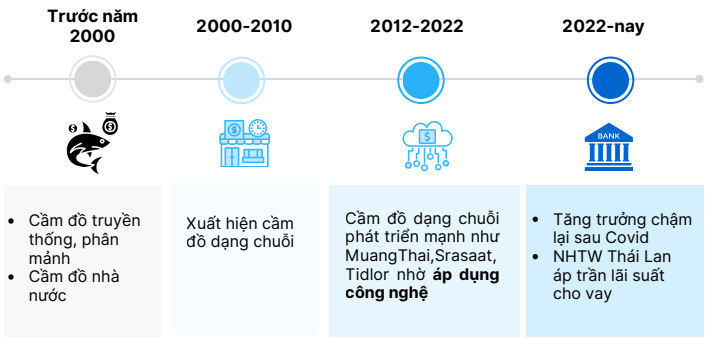
Theo Cognitive Market Research, năm 2024, quy mô doanh thu thị trường cửa hàng cầm đồ toàn cầu ước tính đạt 39,51 tỷ USD, trong đó khu vực Châu Á – Thái Bình Dương (APAC) chiếm tỷ trọng 23%. Quy mô doanh thu thị trường khu vực APAC đạt 9,09 tỷ USD vào năm 2024 và dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 5,5% từ 2024 đến 2031. Tốc độ tăng trưởng này cao nhất trong khu vực và cao hơn tốc độ tăng trưởng quy mô dư nợ trong giai đoạn 2019-2023 (ước tính khoảng 4,6%).

Thị trường cho vay tiêu dùng Việt Nam với quy mô nhỏ, tại thời điểm cuối năm 2023 mới chiếm 11% tổng dư nợ tại 6 quốc gia APAC so sánh, tuy nhiên đang ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt trội. Tăng trưởng dư nợ cho vay tiêu dùng tại Việt Nam giai đoạn 2019-2023 đạt 14,7%, gấp 3,2 lần tốc độ tăng trưởng 4,6% tại 6 quốc gia so sánh. Kết hợp với thực tế lượng khách hàng tiềm năng của thị trường cầm đồ còn rất lớn, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam tiếp tục ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt trội so với khu vực trong giai đoạn 2025-2033.

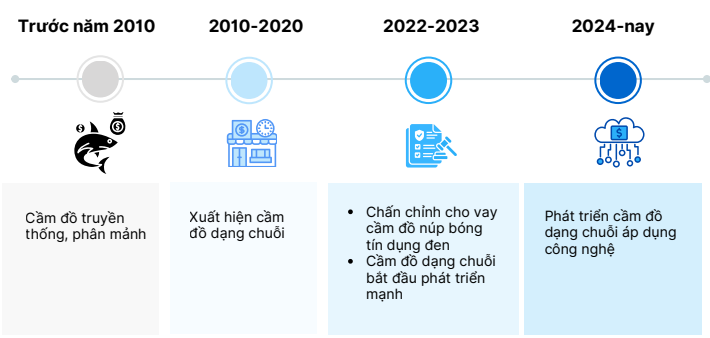
Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2026-2030: Nhiều yếu tố tương đồng với Thái Lan

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.

Cầm đồ Thái Lan — từ truyền thống đến hiện đại



Cầm đồ Việt Nam — cầm đồ dạng chuỗi bắt đầu phát triển



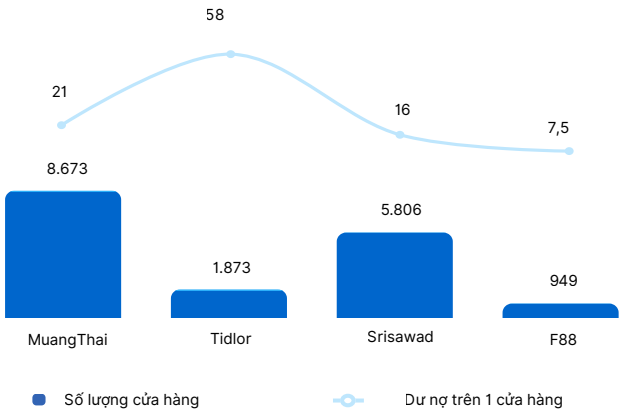
Tốc độ tăng trưởng kép CAGR về tín dụng tiêu dùng và dư nợ cho vay của 3 chuỗi cho vay cầm đồ lớn nhất Thái Lan



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

Biểu đồ: Quy mô cửa hàng và dư nợ trên mỗi cửa hàng của F88 và TOP 3 công ty cầm đồ lớn tại Thái Lan

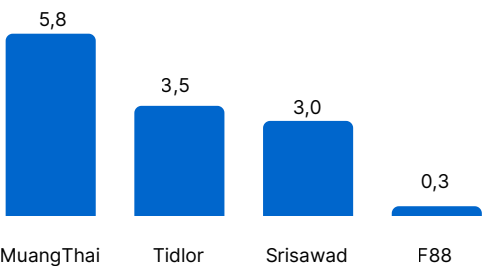
Đơn vị dư nợ: Tỷ đồng
Số liệu cuối năm 2025



Nguồn: MuangThai, Srisawad, Tidlor

Dư nợ cho vay của F88 còn rất nhỏ so với quy mô của ba ông lớn ngành cầm đồ hiện đại Thái Lan

Số liệu thời điểm cuối năm 2025
Đơn vị: Tỷ USD



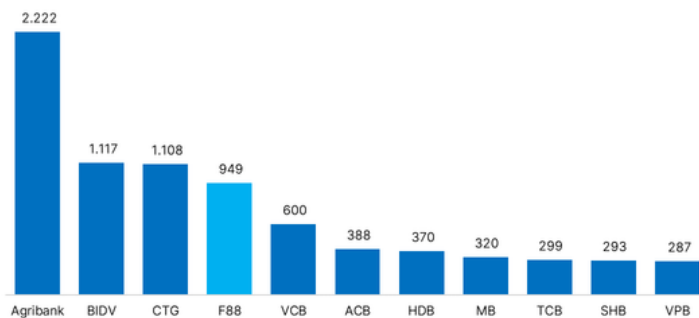
Xét về giai đoạn, thị trường cầm đồ Việt Nam còn rất phân mảnh, cầm đồ dạng chuỗi mới chỉ chiếm 3,2% thị phần cho vay cầm đồ. Thị trường cầm đồ Việt Nam hiện chỉ phát triển tương đương thị trường cho vay cầm đồ Thái Lan đầu giai đoạn 2012-2022. Tốc độ tăng trưởng của 3 chuỗi cho vay cầm đồ lớn nhất Thái 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 30% tương đương Thái Lan trong giai đoạn 2025-2030. Giai đoạn sau 2030, với quan điểm thận trọng, chúng tôi đang sử dụng tốc độ tăng trưởng 5,5% cho F88, tương đương tốc độ tăng trưởng của khu vực Đông Nam Á theo dự báo của Cognitive Market Research.

Triển vọng từ mô hình Ngân hàng đại lý

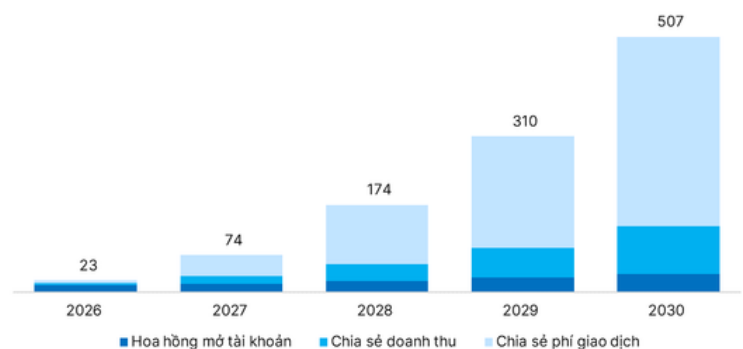
Theo mô hình Ngân hàng đại lý, MB ủy quyền cho F88 thực hiện một số dịch vụ ngân hàng cơ bản thay mặt ngân hàng, thay vì khách hàng phải đến chi nhánh. Các dịch vụ ngân hàng cơ bản cung cấp bao gồm mở tài khoản, nộp rút tiền mặt, chuyển tiền trong/ngoài hệ thống, truy vấn số dư, sao kê tài khoản giao dịch, thu nợ, trả nợ khoản vay nhỏ... Việc F88 ký được hợp đồng Ngân hàng đại lý với MB - Ngân hàng lớn nhất khối tư nhân Việt Nam - cho thấy F88 đáp ứng được những tiêu chí khắt khe liên quan đến công nghệ, khả năng tích hợp hệ thống, năng lực tuân thủ, quản trị rủi ro, uy tín và minh bạch hoạt động.

Việc hợp tác với F88 giúp MB tiết kiệm được chi phí mở phòng giao dịch, tiếp cận được quy mô khách hàng và mạng lưới rộng khắp của F88. Đối với F88, công ty được ghi nhận hoa hồng từ MB cho mỗi tài khoản mở mới, chia sẻ doanh thu từ các tài khoản có sử dụng dịch vụ thu phí từ MB và nhận chia sẻ phí từ việc thực hiện giao dịch chuyển tiền.

Biểu đồ: Số lượng cửa hàng của F88 cao so với số lượng chi nhánh, phòng giao dịch của Ngân hàng



Biểu đồ: Dự kiến doanh thu từ mô hình Ngân hàng đại lý



Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng mô hình Ngân hàng đại lý của F88 khi nhóm khách hàng chính của F88 là tệp khách hàng dưới chuẩn, phần lớn chưa có tài khoản ngân hàng. Nền tảng 1,4 triệu khách hàng hiện hữu và còn tiếp tục tăng trưởng 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.

Việc hợp tác với MB cũng tạo điều kiện thúc đẩy mảng cho vay cầm đồ của F88 khi công ty được tiếp cận cơ sở khách hàng có nhu cầu vay tiền nhưng chưa đủ điều kiện tiếp cận nguồn tín dụng và tài chính tiêu dùng từ MB, ước tính trên 1 triệu khách hàng.

MB F88 **SỬ DỤNG DỊCH VỤ NGÂN HÀNG MB** **TẠI 950 CỬA HÀNG F88 TOÀN QUỐC**


Mở tài khoản số đẹp
miễn phí


Nạp - Rút - Chuyển tiền
đơn giản


Thanh toán hóa đơn
tiện lợi

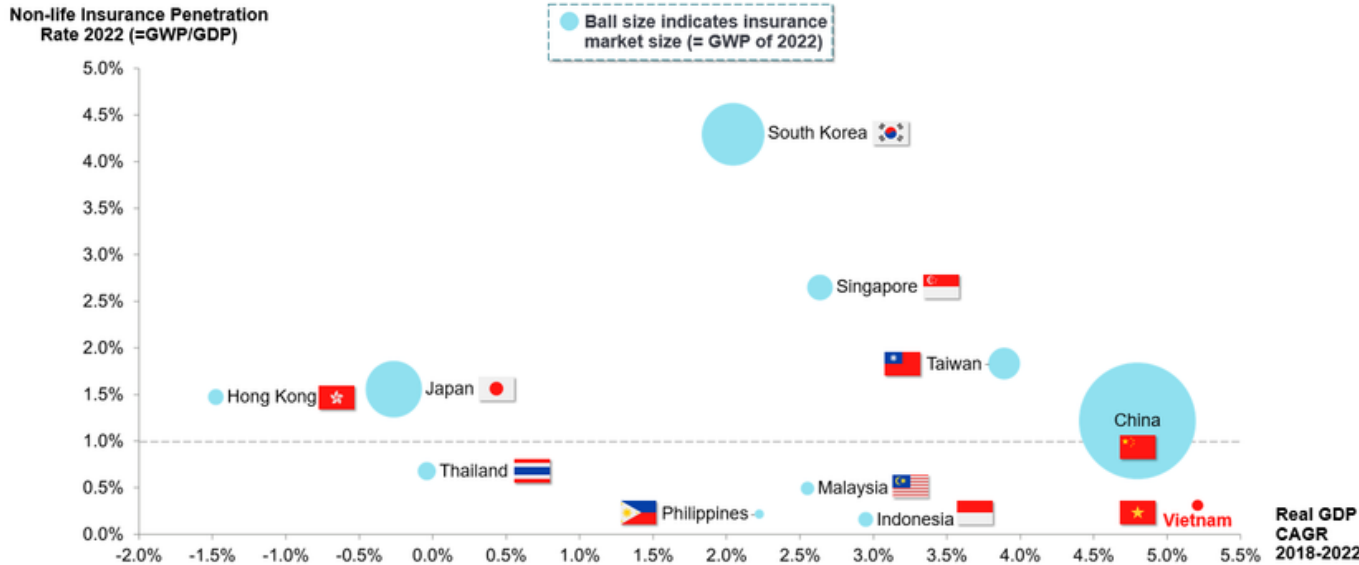

Các dịch vụ
tài chính khác

Miễn phí 100% giao dịch từ 12/12/2025 đến 28/2/2026



Triển vọng rộng mở từ mảng bảo hiểm

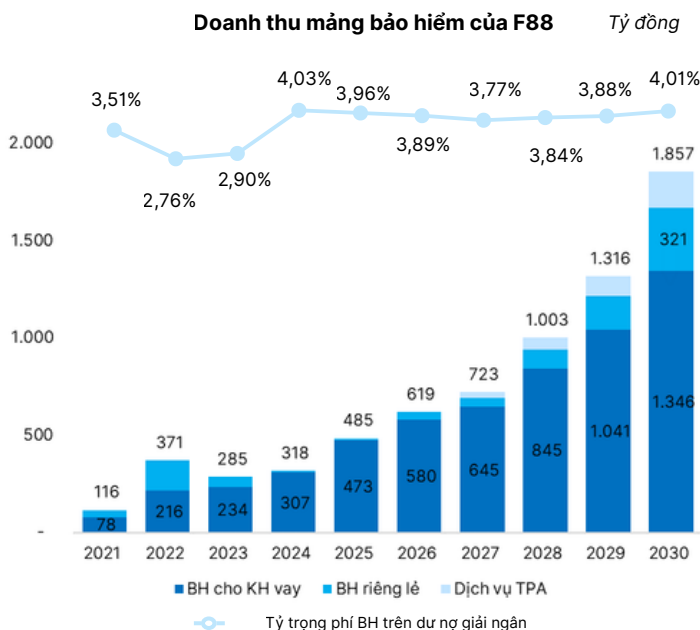
Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam rất thấp so với khu vực dù tăng trưởng kinh tế cao nhất nhóm các Quốc gia so sánh



Nhóm khách hàng thu nhập thấp có nhu cầu bảo hiểm ở mức cao khi tác động của rủi ro thu nhập, công việc và con người lớn hơn do khả năng tự phòng vệ tài chính hạn chế. Chỉ một cú sốc nhỏ như ốm đau, tai nạn hay gián đoạn việc làm cũng có thể gây vấn đề lớn về tài chính. Khác với nhóm trung lưu, nhóm thu nhập thấp hầu như không có tài sản tiết kiệm, khiến bảo hiểm trở thành công cụ bảo vệ gần như duy nhất trước các rủi ro bất định.

Tỷ lệ tham gia bảo hiểm của nhóm khách hàng thu nhập thấp ở mức thấp chủ yếu 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, giúp nhu cầu bảo hiểm có thể chuyển hóa thành hành vi mua trên thực tế.

Doanh thu mảng bảo hiểm của F88



Với đánh giá này, chúng tôi đánh giá khả quan về mảng bảo hiểm của F88, không chỉ từ khách hàng vay mà còn mở rộng sang cả phân khúc khách hàng thu nhập thấp chưa thực hiện vay vốn. Trên thực tế, 90% doanh thu bảo hiểm của Tidlor đến từ khách hàng không phải khách hàng đi vay cầm đồ.

Dự báo cho giai đoạn 2026-2030, chúng tôi giả định tỷ trọng phí bảo hiểm trên tổng dư nợ giải ngân trong năm của F88 không cao hơn tỷ trọng trong năm 2025. Doanh thu từ sản phẩm bảo hiểm riêng lẻ cũng được giả định thận trọng, chỉ chiếm 6% tổng doanh thu bảo hiểm trong năm 2026 và tăng lên 17% trong năm 2030. Chúng tôi sẽ điều chỉnh dự báo khi F88 ghi nhận được kết quả tăng trưởng phù hợp với tiềm năng trên thực tế.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2026-2030

Từ những phân tích trên, dự báo KQKD của F88 giai đoạn 2026-2030 được thể hiện theo bảng sau:

Bảng: Một số chỉ tiêu chính của bảng cân đối kế toán

Chỉ tiêu	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Tăng trưởng cho vay	55%	35%	31%	29%	32%	22%
Tỷ lệ WO	12,6%	13,1%	13,3%	14,1%	14,4%	14,8%
RACV	50,6%	46,8%	45,1%	44,2%	42,2%	43,7%
CIR	50,9%	50,5%	50,4%	47,9%	44,8%	43,9%
D/E	1,59	1,70	1,95	2,10	2,17	1,78

- Chúng tôi đưa ra những giả định tương đối thận trọng về tỷ lệ WO và RACV của F88, trên cơ sở đánh giá F88 sẽ giảm dần lãi suất cho vay nhằm mục tiêu hỗ trợ khách hàng và phát triển bền vững.
- Chi phí hoạt động của F88 dự báo giảm dần trong giai đoạn 2026-2030 nhờ quy mô ngày càng mở rộng và sự hỗ trợ của công nghệ giúp F88 tiếp tục tối ưu hóa chi phí hoạt động.
- Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của F88 dự báo quanh 2 lần, vẫn trong ngưỡng giới hạn an toàn. Tỷ lệ D/E có thể giảm thấp hơn khi F88 thực hiện IPO trong năm 2026-2027, chúng tôi sẽ cập nhật vào mô hình dự báo khi có thông tin chi tiết.

Bảng: Một số chỉ tiêu chính của báo cáo kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	4.392	6.045	7.690	9.940	12.711	16.309
• Cho vay cầm đồ	3.854	5.373	6.854	8.712	11.021	13.867
• Bảo hiểm	483	619	723	1.003	1.316	1.857
• Ngân hàng đại lý		23	74	174	310	507
• Khác	55	29	38	51	64	78
Chi phí	3.484	4.795	6.136	7.838	9.843	12.359
• Chi phí dự phòng	1.009	1.442	1.922	2.649	3.595	4.536
• Chi phí lãi vay	475	614	688	828	1.037	1.242
• OPEX	2.000	2.740	3.527	4.362	5.219	6.595
LNTT	908	1.245	1.550	2.096	2.845	3.905

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 158.000 đồng/cp, cao hơn 13,6% so với giá đóng cửa ngày 18/03/2026.

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:

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

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

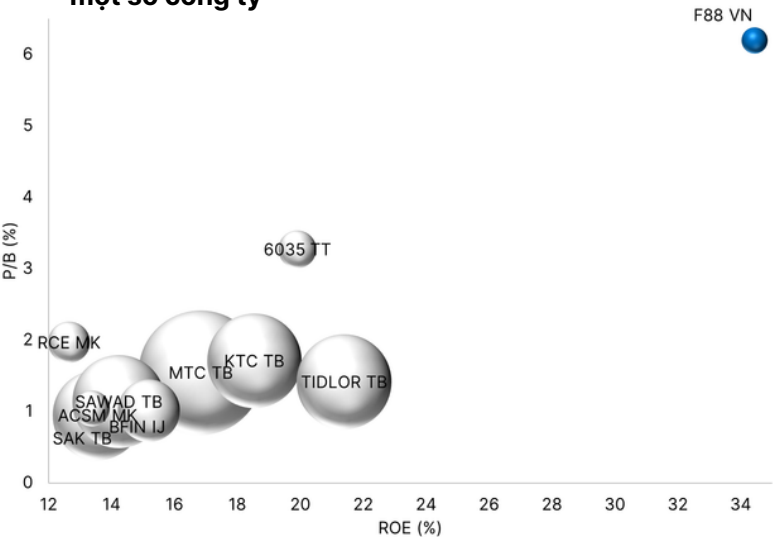
Ticker	ROA:Y	ROE:Y	Debt/Assets:Y	Cntry	P/E	P/B
MTC TB Equity	3,70	16,84	74,3	THAILAND	9,85	1,54
SAWAD TB Equity	4,66	14,23	59,3	THAILAND	8,32	1,14
TIDLOR TB Equity	4,53	21,39	65,9	THAILAND	9,77	1,41
BFIN IJ Equity	6,25	15,19	53,4	INDONESIA	6,87	1,01
RCE MK Equity	3,53	12,64	69,0	MALAYSIA	15,16	1,97
SAK TB Equity	5,69	13,37	53,5	THAILAND	8,08	1,04
Average	4,73	15,61	62,56		10,24	1,35
F88 VN Equity	12,13	34,44	64,06	VIETNAM	21,13	6,04

Nguồn: Bloomberg, ngày 13/3/2026

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 của F88 so với trung bình nhân với hệ số P/E các doanh nghiệp so sánh, chiết khấu 15% nhằm phản ánh tác động của những yếu tố khác đến kết quả lợi nhuận ngoài hệ số ROE, hệ số P/E hợp lý của F88 là 19,2 lần.

Với tốc độ tăng trưởng LNTT dự kiến 25% trong năm 2026, hệ số P/E này tương đương PEG 0,77 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	995,69
SLCPLH (CP)	110.125.951
EPS 2025E	9.041
PE mục tiêu	19,2
Giá mục tiêu	173.574

PHƯƠNG PHÁP THU NHẬP THẶNG DƯ

Các giả định

Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)	4,1%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro	8,13%
Tỷ lệ chiết khấu	13,05%
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)	13.173.977
Giá trị sổ sách của VCSH	2.447.189
Giá trị hiện tại của VCSH	15.621.166
SLCP lưu hành	110.125.951
Giá mục tiêu (đồng)	141.848

Phân tích độ nhạy

Tỷ suất chiết khấu	Long term growth rate (g)					
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
	12,1%	141.052	147.375	154.663	163.154	173.175
	12,6%	135.888	141.450	147.801	155.121	163.651
	13,1%	131.327	136.261	141.848	148.227	155.580
	13,6%	127.271	131.679	136.634	142.246	148.654
	14,1%	123.638	127.603	132.030	137.008	142.644

Tổng hợp hai phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	50%	141.848
P/E target	50%	173.574
Bình quân 2 phương pháp		158.000

PHỤ LỤC 1: THÔNG TIN VỀ CEO NGERN TID LOR THAM GIA HĐQT F88

TÓM TẮT TIỂU SỬ



ÔNG PIYASAK UKRITNUKUN

Thành viên HĐQT độc lập & CEO Công ty Tài chính Vi mô Nghern Tid Lor (NTL), “Kỳ lân” Thái Lan trong lĩnh vực cầm đồ.

Ông **Piyasak Ukritnukun**, sinh năm 1981 tại Mỹ (quốc tịch Thái Lan), là một lãnh đạo cấp cao trong lĩnh vực tài chính vi mô tại Đông Nam Á

Học vấn và Đào tạo

- Tốt nghiệp Cử nhân Quản trị Kinh doanh (BBA) chương trình Quốc tế, chuyên ngành Tài chính và Marketing, Đại học Thammasat, Thái Lan (1999-2003).
- Đào tạo chuyên sâu: Chứng chỉ Directors Accreditation Program (DAP) lớp 113/2014, Directors Certification Program (DCP) lớp 207/2015, Board Matters and Trends lớp 4/2017, Board Nomination and Compensation Program lớp 6/2019, và Diploma Examination lớp 45/2015 từ Thai Institute of Directors (IOD).

Sự nghiệp

- Sau tốt nghiệp, ông làm việc tại Boston Consulting Group (BCG) trong 2 năm, tập trung vào tư vấn chiến lược.
- Chuyển sang đội ngũ M&A khu vực Châu Á - Thái Bình Dương của AIG, tham gia các thương vụ khu vực, bao gồm giao dịch với Ngern Tid Lor
- Năm 2007 (26 tuổi): Chuyển sang Ngern Tid Lor làm Chief Marketing Officer.
- Năm 2013 (32 tuổi): Được thăng chức Managing Director tại Ngern Tid Lor PCL (TIDLOR), dẫn dắt công ty tăng trưởng danh mục cho vay từ 300 triệu USD lên 1,5 tỷ USD, biến TIDLOR thành công ty tài chính hàng đầu Thái Lan với trọng tâm số hóa và phân tích dữ liệu.
- **Hiện tại:** Giữ vai trò Managing Director, Authorized Director, Member of Investment Committee, và Acting Senior Executive of Strategy and Investment Management tại Ngern Tid Lor PCL (từ t11/2013 đến nay).
- **Các vị trí khác:** Chủ tịch và Thành viên sáng lập tại Hiệp hội Cho vay thế chấp xe cơ giới Thái Lan, Giám đốc không điều hành tại Hattha Kaksekar (một trong những công ty dẫn đầu thị trường tài chính vi mô Campuchia về tín dụng vi mô và tài chính toàn diện), Giám đốc tại Krungsri Auto và Ayudhya Capital Services và gần đây tham gia Hội đồng Quản trị (HĐQT) F88 với vai trò Independent Director/Board Member.

Thành tựu Nổi bật và Phong cách Lãnh đạo

- Ông Piyasak được biết đến với khả năng chuyển đổi các công ty cho vay nhỏ thành các tổ chức tài chính lớn, tập trung vào hòa nhập tài chính và giá trị cốt lõi. Ông đã từ bỏ kế hoạch học MBA tại Mỹ để tập trung vào sự nghiệp tại Đông Nam Á, nơi ông đánh giá cao sự đa dạng văn hóa và kinh tế.
- Vai trò tại F88 mang tính chiến lược, giúp công ty học hỏi từ mô hình TIDLOR để tối ưu hóa tăng trưởng, đặc biệt trong bối cảnh F88 nhắm đến ROE >15% hậu IPO.

PHỤ LỤC II: HÀNH TRÌNH “THEO BƯỚC CHÂN NGƯỜI KHÔNG LỜ”

Mô hình kinh doanh của F88 có nhiều điểm tương đồng với công ty các công ty Thái Lan (đặc biệt là Ngern Tid Lor/TIDLOR), nhằm đến phân khúc khách hàng dưới chuẩn ngân hàng, xây dựng mạng lưới bán lẻ rộng khắp và ứng dụng công nghệ để quản trị rủi ro.

Thông tin sơ bộ về công ty Ngern Tid Lor

**Thái Lan**

Quy mô dân số Thái Lan có dân số ~ 71 triệu người (ước tính 2024), với 87% hộ gia đình sở hữu ít nhất một xe máy. Đây là cơ sở quan trọng cho mô hình vay thế chấp đăng ký xe, đặc biệt trong phân khúc "underbanked".

Quy mô ngành

Ngành title lending, có quy mô danh mục cho vay ước tính ~10 tỷ USD vào năm 2024, phục vụ hàng triệu khách hàng không tiếp cận được tín dụng ngân hàng truyền thống.

Ngành này phát triển mạnh nhờ mạng lưới chi nhánh rộng khắp, với tổng số hơn 15.000 chi nhánh từ các công ty lớn.

Player tiêu biểu

Các công ty hàng đầu với mô hình chuỗi cửa hàng tài chính bao gồm:

- Srisawad (5705 CN)
- Muang Thai Capital (8171 CN)
- Ngern Tid Lor (1678 CN)

Sản phẩm tập trung vay thế chấp đăng ký xe (title lending) và dịch vụ bảo hiểm.

**Ngern Tid Lor**

SẢN PHẨM	• Cho vay cầm cố bằng đăng ký xe (Title lending) • Bảo hiểm
MẠNG LƯỚI	1.678 PGD trên 74 tỉnh Thái Lan, Kênh phân phối tích hợp đa kênh (app, website, LINE)
KHÁCH HÀNG CHIẾN LƯỢC	Tăng trưởng chi nhánh, phát triển công nghệ (AI, TIDLOR Card, InsurTech), tập trung minh bạch
TĂNG TRƯỞNG	Ghi nhận tăng trưởng doanh thu 20%/năm và lợi nhuận ròng 15%/năm (2020-2024), đạt lợi nhuận ròng 2024: 122 triệu USD (4.230 triệu THB)
CỔ ĐỒNG	Ngân hàng Ayudhya (Krungsri) CVC

NIÊM YẾT TRÊN SET (MÃ TIDLOR)

.....

Thông tin theo Bản cáo bạch của NTL

Ngày: 10/5/2021 Định giá: 2,7 tỷ USD
IPO size: 1,1 tỷ USD SL PGD: ~1000 Lợi nhuận 2020: 75,6 triệu USD (2,4 tỷ THB)
P/E: 33x





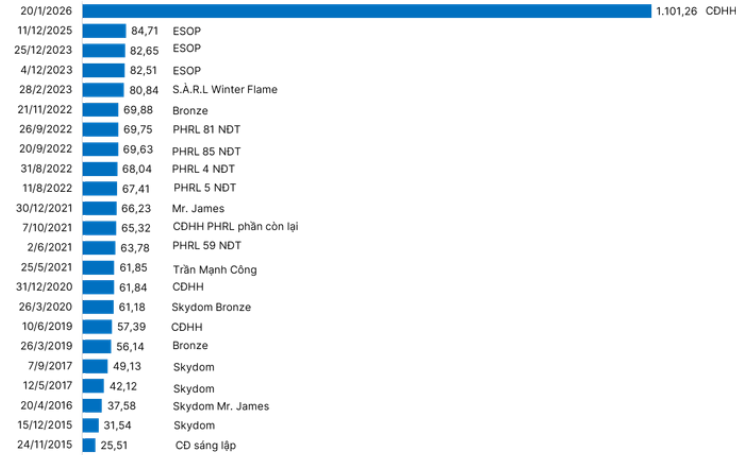
Nguồn: F88, SHS Research

- Năm 2021, TIDLOR niêm yết thành công trên sàn chứng khoán SET với quy mô IPO tương đương 1,2 tỷ USD, và giá trị vốn hóa thị trường ở thời điểm đó tương đương 2,7 tỷ USD, TIDLOR là thương vụ IPO lớn nhất ngành tài chính và là một trong năm đợt IPO lớn nhất trên SET.
- Hiện tại, sản phẩm chủ lực của TIDLOR là cho vay bằng đăng ký xe máy và ô tô, bởi đây là phương tiện phổ biến tại Thái Lan, với tỷ lệ 87% hộ gia đình sở hữu ít nhất 1 xe máy, theo thống kê năm 2023 của Pew Research Center.
- Danh mục cho vay của TIDLOR tăng vọt từ mức 50 triệu USD năm 2009 lên hơn 3 tỷ USD vào 2024, đặc biệt còn là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới bảo hiểm.
- Cũng như TIDLOR, xuất phát điểm của F88 cũng bắt đầu từ dịch vụ cầm đồ, sau đó là bán bảo hiểm và tích hợp công nghệ. F88 chính thức giao dịch trên UpCoM với mức giá 634.900, ước tính vốn hóa hơn 200 triệu USD. F88 kỳ vọng năm 2027 sẽ giao dịch trên HOSE với vốn hóa 1 tỷ USD.
- Hiện tại, F88 tham gia thị trường với sản phẩm chủ đạo là cho vay cầm cố, phần lớn là cho vay bằng đăng ký xe máy, ô tô. Bên cạnh đó, F88 còn mở rộng mảng bảo hiểm và phát triển thêm một số dịch vụ giá trị gia tăng.
- Tổng dư nợ gốc tại 30/6/2025 đạt 5.543 tỷ đồng (tương đương hơn 200 triệu USD). Tỷ lệ hộ gia đình sở hữu ít nhất 1 xe máy tại Việt Nam là 87%, nếu tính theo quy mô dân số thì thị trường Việt Nam lớn hơn Thái Lan, dư địa dồi dào.

Nguồn: Pew Research Center, F88, SHS Research

PHỤ LỤC III: DIỄN BIẾN TĂNG VỐN ĐIỀU LỆ F88

Biểu đồ: Diễn biến tăng vốn điều lệ của F88



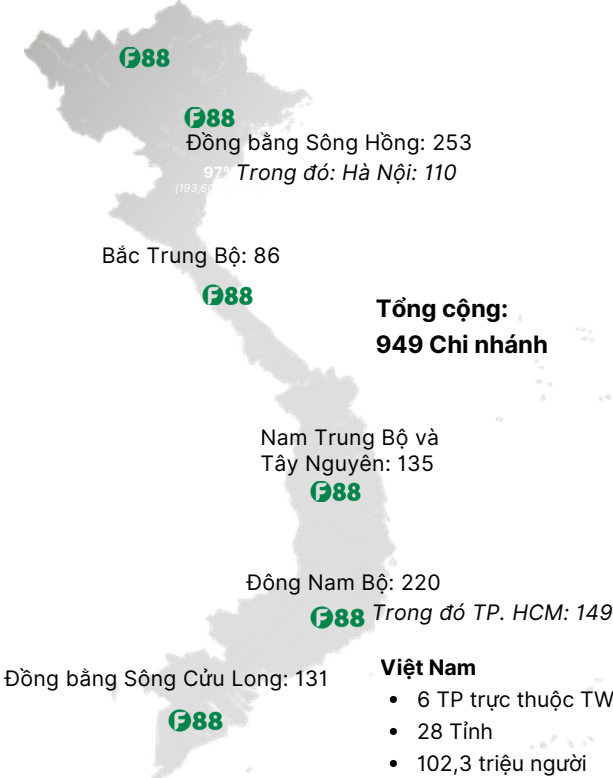
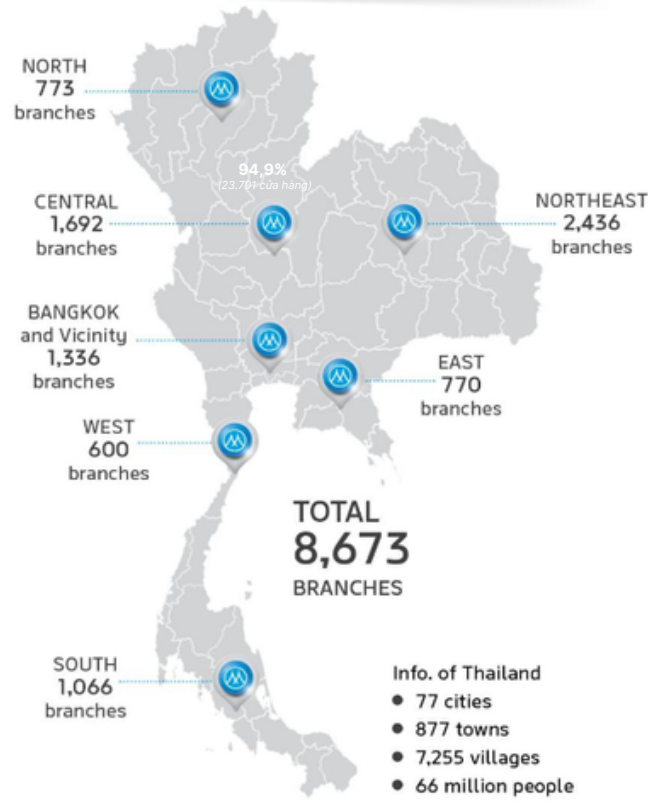
PHỤ LỤC IV: PHÂN BỐ CỬA HÀNG CỦA F88 SO VỚI MUANGTHAI

Số lượng cửa hàng của Muangthai thời điểm cuối 2025

Quy mô dân số gấp rưỡi Thái Lan, tuy nhiên số lượng cửa hàng cầm đồ tại Việt Nam còn rất hạn chế

Số lượng cửa hàng của F88 thời điểm cuối năm 2025

Số lượng cửa hàng cầm đồ của F88 - thương hiệu chiếm thị phần lớn nhất mảng cho vay cầm đồ Việt Nam - mới bằng 10,9% số lượng cửa hàng của MuangThai
Trung du miền núi phía Bắc: 84



PHỤ LỤC V: MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH TIDLOR VÀ F88

Chỉ tiêu	Tidlor	F88
Cho vay cầm đồ		
Sản phẩm	17 sản phẩm cho vay - Cho vay cầm cà vẹt xe (xe tải, 2 bánh, 4 bánh) - Mua trả góp - Giấy tờ đất	- Vay theo lương - Vay đăng ký ô tô - Vay đăng ký xe máy
Kênh truyền thống	1.873 cửa hàng - Dư nợ trên 1 cửa hàng: 48 tỷ đồng	949 cửa hàng - Dư nợ trên 1 cửa hàng: 7 tỷ đồng
Kênh đối tác	Chi nhánh, đại lý của Krungsri	hơn 10.000 điểm chạm qua hợp tác với Momo, ZaloPay, VNPost...
Kênh Online	- Thẻ Tidlor - NTL App	- My F88 - Sản phẩm hạn mức tuần hoàn
Khách hàng	1,2 triệu	1,4 triệu
Bảo hiểm		
Sản phẩm	12 sản phẩm bảo hiểm - Bảo hiểm phi nhân thọ: xe cơ giới, bảo hiểm sức khỏe - Bảo hiểm nhân thọ - Sản phẩm hợp tác với 15 đối tác bảo hiểm	- Bảo hiểm xe cơ giới - Bảo hiểm cho chủ sở hữu xe
Kênh bán hàng	- Kênh Offline truyền thống: qua các cửa hàng - Kênh Online: 1/ Nền tảng bảo hiểm cho các đại lý cấp dưới; 2/ Nền tảng môi giới bảo hiểm số 90% hợp đồng bảo hiểm xe cơ giới tự nguyện được bán cho khách hàng không có khoản vay	- Kênh Offline - Hơn 90% sản phẩm bảo hiểm được bán cho khách hàng vay
Khách hàng	1,3 triệu	1,4 triệu
NIM	16%	
CIR	54,8%	
ROE		

PHỤ LỤC IV: BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ TIÊU LIÊN QUAN

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh					Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2023A	2024A	2025A	2026F	(tỷ đồng)	2023A	2024A	2025A	2026F
Doanh thu	2.082	2.281	3.105	4.398	Tài sản ngắn hạn	3.285	4.091	5.455	7.579
Giá vốn hàng bán	2.323	1.654	1.912	2.800	Tiền/tương đương tiền	217	630	280	1.703
Lợi nhuận gộp	-241	627	1.193	1.598	Các khoản phải thu	3.003	3.346	5.050	5.731
Chi phí hoạt động	635	824	1.091	1.381	Hàng tồn kho	2	1	1	2
Lợi nhuận hoạt động	-876	-197	102	216	Đầu tư ngắn hạn	30	73	76	76
Doanh thu tài chính	285	448	771	1.051	Tài sản khác	34	40	47	67
Chi phí tài chính	399	406	475	614	Tài sản dài hạn	667	946	1.371	1.973
Lợi nhuận khác	317	604	509	591	Tài sản cố định	47	45	48	47
Lãi/(lỗ) từ liên doanh	0	0	0	0	Đầu tư dài hạn	224	606	1.020	1.499
Lợi nhuận trước thuế	-672	449	908	1.245	Xây dựng cơ bản dở dang	2	2	2	2
Thuế TNDN	-127	98	188	249	Tài sản khác	393	292	300	425
Lợi nhuận sau thuế	-545	351	719	996	Tổng tài sản	3.952	5.036	6.826	9.552
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	-0,1	0,0	0,0	Nợ ngắn hạn	1.269	1.859	2.455	4.570
LNST của cty mẹ	-545	351	719	996	Khoản phải trả	4	9	14	20
% Biên LNST	-26,2%	15,4%	23,2%	22,6%	Vay nợ ngắn hạn	981	1.457	1.706	3.486
EPS (Đồng)	-65.992	42.512	84.916	9.041	Nợ khác	284	393	736	1.065
Các chỉ số tài chính					Nợ dài hạn	1.307	1.450	1.921	1.494
(tỷ đồng)	2023A	2024A	2025F	2026F	Vay nợ dài hạn	1.307	1.450	1.879	1.494
Chỉ số định giá					Nợ khác	-	-	42	-
Chỉ số P/E			21,13	15,26	Tổng nợ	2.576	3.309	4.376	6.064
EV/EBITDA			164,79	82,47	Vốn chủ sở hữu	1.376	1.728	2.449	3.487
Chỉ số P/B			6,20	4,36	Vốn góp	1.723	1.723	1.725	1.725
Chỉ số P/S			4,89	3,46	Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức tiền mặt	0%	0%	0%	0%	Lợi nhuận giữ lại	(347)	4	724	1.762
Chỉ số sinh lời (%)					Vốn khác	-	-	-	-
Biên LN gộp	-11,58	27,49	38,43	36,33	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Biên EBITDA	-41,72	-8,25	3,60	5,09	Tổng nợ và vốn CSH	3.952	5.036	6.826	9.552
Biên LN ròng	-26,20	15,40	23,17	22,64	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
Tỷ số LN/VCSH	-39,62	22,63	34,44	33,55	(tỷ đồng)	2023A	2024A	2025F	2026F
Chỉ số đòn bẩy (lần)					LCTT từ HĐ kinh doanh	(729)	(604)	(1.752)	33
Chỉ số thanh toán lãi vay	(2,60)	(0,53)	0,24	0,35	LCTT từ HĐ đầu tư	291	418	740	(6)
Tỷ số nợ vay/tổng vốn	0,58	0,58	0,53	0,52	LCTT từ HĐ tài chính	228	598	661	1.395
Tỷ số nợ vay/VCSH	1,66	1,68	1,46	1,43	LCTT trong kỳ	(210)	413	(350)	1.422
H.số TT hiện hành	2,59	2,20	2,22	1,66	Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	427	217	630	280
H.số thanh toán nhanh	2,56	2,18	2,21	1,64	Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	217	630	280	1.703

PHỤ LỤC V: PHÂN TÍCH ĐẶC THÙ KINH DOANH F88 QUA BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Những điểm cần lưu ý trên Báo cáo Tài chính của F88

1

CÁC KHOẢN
CHO VAY KH

=

Các khoản cho vay
khách hàng trực
tiếp từ F88

+

Các khoản cho vay
khách hàng theo các
sản phẩm hợp tác
giữa F88 & Ngân
hàng

Ghi nhận trên BCDKT

Ghi nhận ngoại bảng

(iii) Cam kết thực hiện nghĩa vụ theo Thỏa thuận Hợp tác Chiến lược giữa Công ty F88 Kinh doanh và Ngân hàng TNHH Một thành viên CIMB Việt Nam ("Ngân hàng CIMB")

Theo Thỏa thuận Hợp tác Chiến lược ký kết ngày 24 tháng 11 năm 2021, Công ty F88 Kinh doanh, sẽ hợp tác giới thiệu và cung cấp sản phẩm Vay Tiêu Dùng Tín Chấp dành cho khách hàng do Công ty F88 Kinh doanh, công ty con, tìm kiếm và giới thiệu cho Ngân hàng CIMB. Qua đó, Công ty F88 Kinh doanh cam kết sẽ mua từ Ngân hàng CIMB các khoản nợ đang tồn tại của bất kỳ khách hàng nào không thực hiện được các nghĩa vụ của mình (bị quá hạn trả nợ từ 89 ngày trở lên) theo hợp đồng vay có liên quan với CIMB. Số dư các khoản nợ của Ngân hàng CIMB mà Công ty F88 Kinh doanh cam kết sẽ mua lại trong tương lai nếu bị quá hạn từ 89 ngày trở lên như sau:

Tại ngày 31 tháng 12 năm 2024	Số lượng hợp đồng trên sổ sách của Ngân hàng CIMB	Số tiền gốc vay trên sổ sách của Ngân hàng CIMB VND	Lãi và phí dự thu trên sổ sách của Ngân hàng CIMB VND
1. Nợ trong hạn hoặc quá hạn đến 10 ngày	74.355	864.118.857,087	5.749.612.362
2. Nợ quá hạn từ 11 - 30 ngày	2.272	24.540.204.259	486.611.283
3. Nợ quá hạn từ 31 - 89 ngày	3.891	38.789.359.572	1.617.188.064
	80.518	927.448.420.918	7.853.411.709

Công ty Cổ phần Đầu tư F88
Bảng cáo đối kế toán hợp nhất tại ngày 31 tháng 12 năm 2024

Mẫu B-01 - DN/BN
(Ban hành theo Thông tư số 202/2014/TT-BTC ngày 22/12/2014 của Bộ Tài chính)

Mã số	Thuyết minh	31/12/2024 VND	1/1/2024 VND (Phần loại lại)
TÀI SẢN			
Tài sản ngắn hạn	100	4.090.728.769.668	3.285.468.378.301
Tài sản dài hạn	110	4.630.485.487.784	217.559.446.446
Tổng tài sản	120	8.721.214.257.452	3.503.027.824.747
Nợ phải trả ngắn hạn	130	72.708.000.000	30.100.000.000
Nợ phải trả dài hạn	140	3.346.024.307.087	3.002.879.357.217
Tổng nợ phải trả	150	3.378.732.311.174	3.032.979.357.217
Vốn chủ sở hữu	160	5.342.521.946.278	4.470.048.467.530
Tổng vốn chủ sở hữu	170	5.342.521.946.278	4.470.048.467.530
Tổng tài sản và tổng nợ phải trả	180	8.721.214.257.452	7.903.076.822.277

2

NỢ QUÁ HẠN &
NỢ XẤU

F88	
Phân loại	% trích lập DP
Nợ trong hạn & Nợ quá hạn đến 10 ngày	0%
Nợ quá hạn từ 11-30 ngày	2%
Nợ quá hạn từ 31-90 ngày	25%
Nợ quá hạn trên 91 ngày (Write off)	100%

Tổ chức tín dụng	
Phân loại	% trích lập DP
Nợ trong hạn & Nợ quá hạn dưới 10 ngày	0%
Nợ quá hạn từ 10-90 ngày	5%
Nợ quá hạn từ 91-180 ngày	20%
Nợ quá hạn từ 181-360 ngày	50%
Nợ quá hạn trên 360 ngày	100%

Chính sách trích lập dự phòng thận trọng so với các Tổ chức tín dụng cho thấy F88 ưu tiên kiểm soát rủi ro và duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh ngay cả khi phải ghi nhận chi phí cao hơn. Khoản Write off được theo dõi ngoại bảng và tiếp tục thu hồi bởi Trung tâm Quản lý tài sản.

3

DOANH THU CHÍNH & THU NHẬP KHÁC

- Hoạt động cho vay (1) & (2) & (3)
- Hoạt động hợp tác với ngân hàng (1)
- Hoạt động đại lý bảo hiểm
- Hoạt động cung cấp dịch vụ giá trị gia tăng

Doanh thu chính

Một số khoản thu mang tính **định kỳ hàng tháng** của F88 đang được hạch toán vào thu nhập khác theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS)

- Thu hồi từ các khoản nợ đã xóa sổ
- Thu phí phạt do khách vi phạm điều khoản thanh toán trong hợp đồng

Thu nhập khác



Chính sách trích lập chặt chẽ khiến chi phí dự phòng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí ghi nhận trên P&L, tuy nhiên chi phí này được bù đắp bởi khoản thu hồi ghi nhận sau khi xóa sổ nợ.

- Chi phí nhân sự
- Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng
- Chi phí tài chính
- Chi phí thuê phòng giao dịch
- Chi phí phát triển khách hàng mới

Chi phí chính

4

CHI PHÍ

24. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ

Tổng doanh thu thể hiện tổng giá trị bán hàng và dịch vụ cung cấp không bao gồm thuế giá trị gia tăng.

	2024 VND	2023 VND (Điều chỉnh lại)
1. Doanh thu từ hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.958.558.229.232	1.788.895.012.016
2. Doanh thu từ dịch vụ đại lý bảo hiểm	3.118.371.297.314	284.871.594.431
3. Doanh thu từ các hoạt động khác	3.578.239.922	7.834.382.756
Tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	2.280.507.766.468	2.081.600.989.203

26. Doanh thu hoạt động tài chính

	2024 VND	2023 VND (Điều chỉnh lại)
1. Doanh thu lãi tiền gửi	17.282.231.005	28.248.449.208
2. Doanh thu lãi từ hoạt động tài chính khác	423.766.985.266	251.606.238.509
3. Doanh thu từ các hoạt động khác	6.763.918.785	5.145.400.000
Tổng doanh thu hoạt động tài chính	447.813.135.056	285.000.087.717

30. Thu nhập khác và chi phí khác

	2024 VND	2023 VND
1. Thu nhập khác	125.287.498.306	105.570.566.251
2. Chi phí khác	485.762.412.900	242.337.282.527
3. Chi phí khác	1.799.810.028	1.533.614.839
Tổng thu nhập khác và chi phí khác	612.849.721.234	349.441.463.617

25. Giá vốn hàng bán và dịch vụ cung cấp

	2024 VND	2023 VND
Chi phí hàng và thường cho nhân viên	422.273.653.680	424.553.098.125
Chi phí dự phòng	918.846.513.226	1.049.663.299.097
Chi phí khác	907.798.478.616	1.049.663.299.097
Chi phí khác	17.000.000.000	17.000.000.000
Chi phí khác	209.140.010.840	208.062.629.685
Chi phí khác	52.230.665.965	74.844.088.875
Chi phí khác	49.645.144.950	55.680.683.357
Tổng giá vốn hàng bán và dịch vụ cung cấp	1.653.299.760.405	2.322.638.568.548

27. Chi phí tài chính

	2024 VND	2023 VND
Chi phí lãi vay	369.348.008.208	376.677.961.802
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	14.279.632.849	37.531.338.779
Chi phí khác	1.066.998.543	13.594.195.539
Tổng chi phí tài chính	384.686.639.599	427.803.496.120

28. Chi phí bán hàng

	2024 VND	2023 VND
Chi phí quảng cáo, tiếp thị bán hàng	101.661.593.994	70.530.175.079
Chi phí lương và thưởng cho nhân viên	4.087.952.870	5.761.283.414
Chi phí khác	163.176.147	138.776.000.091
Tổng chi phí bán hàng	105.911.722.911	76.426.158.564

29. Chi phí quản lý doanh nghiệp

	2024 VND	2023 VND
Chi phí hàng và thường cho nhân viên	512.637.165.746	517.182.432.157
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	109.551.232.361	107.802.523.822
Chi phí khác	11.068.980.499	9.876.178.113
Chi phí khác	86.200.000	86.200.000
Chi phí khác	27.494.831.779	21.753.597.514
Tổng chi phí quản lý doanh nghiệp	667.082.170.365	662.650.632.506

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

Năm 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 quy 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. Thông tin trong báo cáo có sự đóng góp về mặt nội dung của Trần Gia Linh.

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



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

-  Website: shs.com.vn
-  Tel: 84.24.38181888
-  Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn