

CTCP Đầu tư F88 (F88)

MUA +23,6%

Ngành Tài chính thay thế

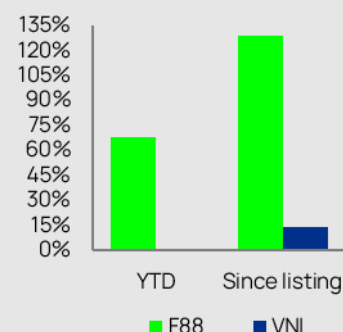
Ngày báo cáo 25/06/2026
Giá hiện tại 79.300 VND
Giá mục tiêu 98.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất* 84.000 VND
TL tăng +23,6%
Lợi suất cổ tức 0%
Tổng mức sinh lời +23,6%
**Điều chỉnh theo chia tách cổ phiếu tỷ lệ 1:1 trong tháng 6*
GT vốn hóa 17,5 nghìn tỷ đồng
Room KN 7,3 nghìn tỷ đồng
GTGDTB 30N 23,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước 0%
SL CP lưu hành 220tr
SL CP pha loãng 242tr

	F88	VNI
P/E (trượt)	20,4x	15,2x
P/B (hiện tại)	6,5x	2,1x
ROA	14,0%	2,3%
ROE	37,9%	15,1%

Tổng quan Công ty

Thành lập năm 2013, khởi đầu là đơn vị cung cấp dịch vụ cầm đồ truyền thống, F88 hiện là chuỗi cầm đồ ứng dụng công nghệ lớn nhất Việt Nam, tập trung vào cho vay cầm cố đăng ký xe với 950 PGD trên toàn quốc tính đến năm 2025.

Diễn biến giá cổ phiếu



Huỳnh Thị Hồng Ngọc
Trưởng phòng

Hoàng Nam
Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	4.392	7.116	8.763	10.219
% YoY	31,4%	62,0%	23,1%	16,6%
Tổng giải ngân (tỷ đồng)	16.040	23.349	26.809	33.536
% YoY	43,65%	45,57%	14,82%	25,09%
Lợi suất cho vay (%)	59,0%	58,4%	56,7%	54,5%
Chi phí huy động (%)	14,6%	15,1%	14,8%	14,3%
Chi phí tín dụng (%)	16,9%	20,4%	17,8%	19,2%
Chi phí/thu nhập (%)	51,1%	46,3%	44,9%	42,7%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	719	1.168	1.677	1.964
% YoY	104,8%	62,4%	43,5%	17,1%
ROE (%)	34,4%	39,1%	38,4%	31,7%
ROA (%)	12,1%	13,3%	14,2%	13,5%
P/B (x)	7,1	4,9	3,4	2,4
P/E (x)	24,3	14,9	10,4	8,9

ROE dự kiến đạt đỉnh mới trong năm 2026 nhờ hoạt động giải ngân mạnh mẽ

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 17% và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA cho CTCP Đầu tư F88 (F88), do tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2027 và nâng dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2026–2030 thêm 18%, bù đắp cho các hệ số định giá thận trọng hơn của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng F88 sẽ duy trì mức ROE hấp dẫn từ 29–39% trong giai đoạn 2026–2030**, được hỗ trợ bởi dư địa tăng trưởng lớn từ phân khúc khách hàng đi vay chưa được tiếp cận đầy đủ dịch vụ tài chính tại Việt Nam, cùng các lợi thế cấu trúc về quy mô chi nhánh, khả năng tiếp cận nguồn vốn, đa dạng hóa thu nhập từ phí và việc ứng dụng công nghệ.
- Định giá hấp dẫn:** Dựa trên các dự báo của chúng tôi, F88 đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026 là 14,9 lần và P/B khoảng 4,9 lần, mặc dù ROE kỳ vọng đạt 39% và tăng trưởng doanh thu đạt 62% trong năm 2026.
- Với giả định đợt chào bán công khai 10% cổ phần với giá 71.000 đồng/cổ phiếu diễn ra trong quý 3/2026, giá mục tiêu tương ứng của chúng tôi sẽ là 93.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi tin rằng mức giá chào bán này mở ra một điểm mua chiết khấu hấp dẫn trước kế hoạch chuyển sàn từ UPCoM sang HOSE của F88 (cũng được lên kế hoạch trong năm 2026).
- Rủi ro:** Rủi ro chu kỳ tín dụng; quy định và chính sách kém thuận lợi; rủi ro nguồn vốn và tái cấp vốn.

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 thêm 18%, dự phóng mức ROE cao kỷ lục 39,1%. Công ty đã vượt kỳ vọng của chúng tôi trong quý 1/2026 – quý thấp điểm theo mùa – với LNST sau lợi ích CĐTS đạt mức kỷ lục 241 tỷ đồng (+131% YoY), nhờ tăng trưởng giải ngân mạnh mẽ, lợi suất cho vay ổn định và nguồn thu phí bảo hiểm mở rộng nhanh chóng. Quan trọng hơn, kết quả này cho thấy quy mô đang ngày càng chuyển hóa thành hiệu quả lợi nhuận, được hỗ trợ bởi năng suất phòng giao dịch cải thiện, tỷ trọng đóng góp cao hơn từ khách hàng tái tục và đòn bẩy hoạt động mạnh hơn. Mặc dù mặt bằng lãi suất cao vẫn là yếu tố cản trở, chúng tôi cho rằng việc chi phí huy động vốn cải thiện, hiệu quả sử dụng vốn và đà tăng trưởng mạnh mẽ sẽ lớn hơn áp lực chất lượng tài sản trong ngắn hạn.

Rủi ro pháp lý vẫn là mối quan ngại chính đối với F88, nhưng chúng tôi đánh giá rủi ro trong ngắn hạn là thấp và có thể kiểm soát. Hoạt động cho vay cầm cố đăng ký xe của F88 hiện chịu sự giám sát theo khung quản lý của Bộ Công an, và ban lãnh đạo tiếp tục phối hợp chặt chẽ với các cơ quan liên quan. Mặc dù mức lãi suất toàn phần 32–55%/năm của công ty cao hơn lãi suất cho vay của ngân hàng truyền thống, mức này không chênh lệch đáng kể so với mức khoảng 30–40%/năm của các công ty tài chính tiêu dùng, theo quan sát của chúng tôi. Chúng tôi cũng cho rằng F88 có những bộ đệm đáng kể trước khả năng siết chặt quy định, bao gồm việc chủ động bình thường hóa lợi suất cho vay nhằm thúc đẩy tăng trưởng, khả năng tiếp cận nguồn vốn cải

thiện, đòn bẩy thấp ở mức 2-3 lần, và hiệu quả vận hành gia tăng khi quy mô mạng lưới và mức độ áp dụng công nghệ ngày càng sâu rộng.

F88 có nhiều điểm tương đồng cốt lõi trong câu chuyện đầu tư của MWG. MWG đã phát triển một thị trường phân mảnh thông qua mạng lưới cửa hàng chuẩn hóa, mở rộng từ bảy cửa hàng năm 2007 lên khoảng 3.000 cửa hàng hiện nay, đồng thời dẫn dắt tăng trưởng ngành và duy trì ROE cao. Chúng tôi cho rằng F88 có câu chuyện tương tự trong thị trường tín dụng phi chính thức tại Việt Nam, nơi mật độ mạng lưới và dư nợ cho vay trên mỗi phòng giao dịch ngày càng tăng sẽ giúp cải thiện khả năng hấp thụ chi phí cố định, khả năng sinh lời và ROE, với điều kiện chất lượng tín dụng được kiểm soát. Các yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn như đợt chào bán ra công chúng và khả năng chuyển sàn sang HOSE có thể tiếp tục cải thiện thanh khoản, mức độ minh bạch và khả năng tiếp cận nhà đầu tư tổ chức.

Triển vọng năm 2026: Doanh số giải ngân cao dẫn dắt lợi nhuận

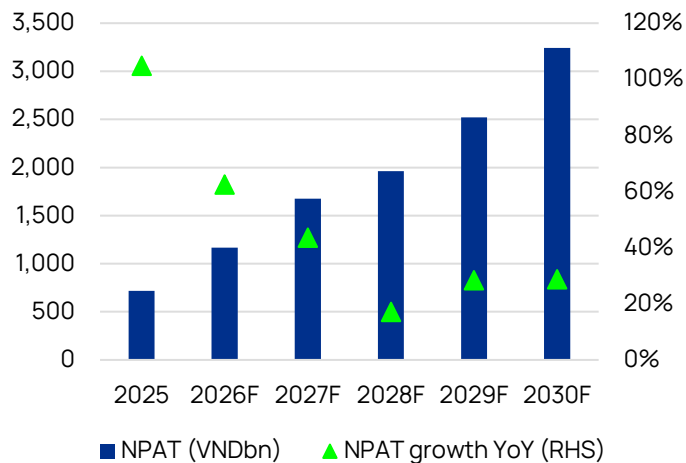
Hình 1: Dự báo năm năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới so với KQ 2025	Nhận định của Vietcap
Tổng doanh thu (bao gồm thu nhập thu hồi)	4.392	5.543	7.116	62%	* Chúng tôi dự báo tổng doanh số giải ngân đạt 23,3 nghìn tỷ đồng (+46% YoY). Tính đến tháng 6, F88 có 972 PGD. Tổng giải ngân quý 1/2026 đạt 5,2 nghìn tỷ đồng (+59% YoY).
Doanh thu bảo hiểm	498	511	883	77%	* Bảo hiểm độc lập đang trở thành một động lực tăng trưởng đáng kể, không chỉ là sản phẩm bán kèm khoản vay. Doanh thu bảo hiểm quý 1/2026 tăng 93% YoY lên 169 tỷ đồng (358.000 hợp đồng), tương đương khoảng 12% tổng doanh thu, trong khi doanh thu bảo hiểm độc lập tăng 726% YoY từ nền thấp lên 15 tỷ đồng.
Doanh thu cho vay	3.894	5.032	6.233	60%	
Tổng chi phí	(3.484)	(4.270)	(5.642)	62%	
Chi phí nhân viên	(1.277)	(1.551)	(2.014)	58%	
Chi phí dự phòng	(1.009)	(1.376)	(1.947)	93%	
Chi phí tài chính	(475)	(597)	(742)	56%	
Khác	(724)	(746)	(938)	30%	
LNTT	908	1.263	1.474	62%	
LNST sau lợi ích CĐTS	719	988	1.168	62%	* LNST sau lợi ích CĐTS quý 1/2026 đạt 241 tỷ đồng (+131%), cho thấy đà tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp lợi nhuận theo mùa vụ sẽ mạnh hơn trong các quý tới.
Tăng trưởng tổng dư nợ cho vay	61,0%	19,8%	58,2%	-2,9 điểm %	* Bên cạnh mạng lưới vật lý mạnh mẽ, sản phẩm hạn mức tín dụng quay vòng qua ứng dụng My F88 sẽ tiếp tục củng cố tăng trưởng cho vay thông qua tối ưu hóa giá trị vòng đời khách hàng và nâng cao khả năng giữ chân khách hàng.
Tăng trưởng tổng nguồn vốn huy động	23,3%	17,8%	73,7%	50,3 điểm %	
Lợi suất cho vay (%)*	59,0%	62,6%	58,4%	-0,6 điểm %	
Chi phí huy động (%)	14,6%	12,7%	15,1%	0,5 điểm %	* Việc F88 đa dạng hóa nguồn vốn sang các kênh thuận lợi hơn, bao gồm phát hành trái phiếu ra công chúng và hợp tác với các ngân hàng thương mại, sẽ bù đắp phần lớn áp lực tăng từ môi trường lãi suất cao hiện nay.
Chi phí tín dụng (%)	16,9%	19,1%	20,4%	3,6 điểm %	* Việc mở rộng mạnh mẽ có thể tạo áp lực lên chi phí tín dụng, nhưng mức tuyệt đối vẫn trong tầm kiểm soát. Tỷ lệ trả nợ đúng hạn đạt 84,1% trong quý 1/2026 (cao hơn mục tiêu 80% của công ty).
Xử lý nợ/Dư nợ cho vay bình quân	16,4%	19,0%	20,0%	3,6 điểm %	
Thu nhập thu hồi/Nợ đã xử lý	37,0%	39,0%	35,0%	-2,0 điểm %	
Chi phí/thu nhập (%)	51,1%	52,2%	46,3%	-4,8 điểm %	* Chi phí/thu nhập (CIR) dự kiến cải thiện khi việc mở rộng mạnh mẽ mạng lưới trong năm 2025 thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, trong khi tốc độ mở mới PGD cũng đã chậm lại trong năm 2026.
ROE	34,4%	32,8%	39,1%	4,6 điểm %	
ROA	12,1%	11,9%	13,3%	1,2 điểm %	

Nguồn: Báo cáo tài chính của F88, dự báo của Vietcap. Đơn vị tính là tỷ đồng trừ khi có ghi chú khác. *Lợi suất không bao gồm thu nhập thu hồi và doanh thu bảo hiểm.

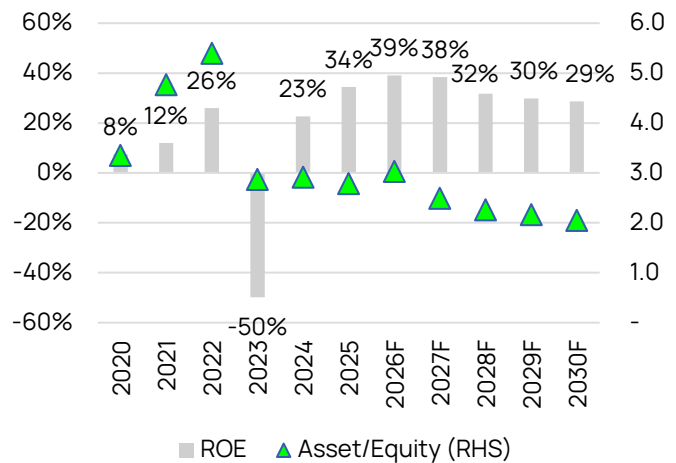
ROE duy trì hấp dẫn trong giai đoạn 2025–2030

Hình 2: LNST (tỷ đồng) và tăng trưởng LNST



Nguồn: F88, Vietcap

Hình 3: ROE và đòn bẩy của F88



Nguồn: F88, Vietcap

Hình 4: Cơ cấu ROE

Cơ cấu ROE (%)	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập lãi thuần/Tổng tài sản	0,9%	5,0%	6,1%	6,6%	7,4%	7,8%	7,9%
Thu nhập ngoài lãi/Tổng tài sản	53,6%	54,9%	59,0%	53,9%	48,9%	47,0%	44,5%
Thu nhập thu hồi/Tổng tài sản	10,8%	6,1%	7,6%	5,5%	6,6%	7,2%	7,4%
Chi phí/Tổng tài sản	-34,9%	-33,7%	-33,7%	-29,6%	-26,9%	-25,2%	-23,3%
Chi phí dự phòng/Tổng tài sản	-20,4%	-17,0%	-22,2%	-18,5%	-19,1%	-19,6%	-19,2%
Thuế/Tổng tài sản	-2,2%	-3,2%	-3,5%	-3,7%	-3,5%	-3,6%	-3,6%
ROAA	7,8%	12,1%	13,3%	14,2%	13,5%	13,6%	13,7%
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu	2,9	2,8	3,0	2,5	2,3	2,2	2,0
ROAE	22,8%	33,8%	40,4%	35,3%	30,4%	29,3%	28,0%

Nguồn: Dữ liệu công ty; Vietcap. ROAE trong bảng này khác với ROAE được tính toán trực tiếp do chúng tôi sử dụng hệ số nhân vốn chủ sở hữu tại thời điểm cuối năm.

Chúng tôi dự báo ROAE của F88 duy trì ở mức rất hấp dẫn trong giai đoạn 2025–2030, đạt đỉnh 40,4% vào năm 2026 trước khi trở lại mức bình thường 28,0% vào năm 2030. Mức ROE giảm dần chủ yếu do dự báo thận trọng của chúng tôi về việc hệ số nhân vốn chủ sở hữu giảm dần từ 3,0 lần trong năm 2026 xuống 2,0 lần vào năm 2030, khi nền vốn của F88 mở rộng và đòn bẩy bảng cân đối kế toán trở nên thận trọng hơn. Tuy nhiên, ROE sẽ vẫn cao hơn đáng kể so với mức trung bình chung của ngành tài chính, được hỗ trợ bởi năng suất tài sản vững vàng và hiệu quả vận hành tiếp tục cải thiện.

Động lực chính là hồ sơ ROAA mạnh mẽ và ổn định của F88, mà chúng tôi ước tính đạt 13,3% trong năm 2026F và duy trì quanh mức 13,5–14,2% trong giai đoạn 2027–2030. Điều này phản ánh sự kết hợp giữa thu nhập lãi thuần cải thiện, kiểm soát chi phí có kỷ luật và thu nhập thu hồi vững vàng. Thu nhập lãi thuần/tổng tài sản được dự phóng tăng đều đặn từ 5,0% trong năm 2025 lên 7,9% vào năm 2030, trong khi chi phí/tổng tài sản giảm từ 33,7% xuống 23,3% trong cùng giai đoạn khi mạng lưới phòng giao dịch hoàn thiện và đòn bẩy hoạt động cải thiện cùng với mức độ áp dụng công nghệ sâu rộng của F88.

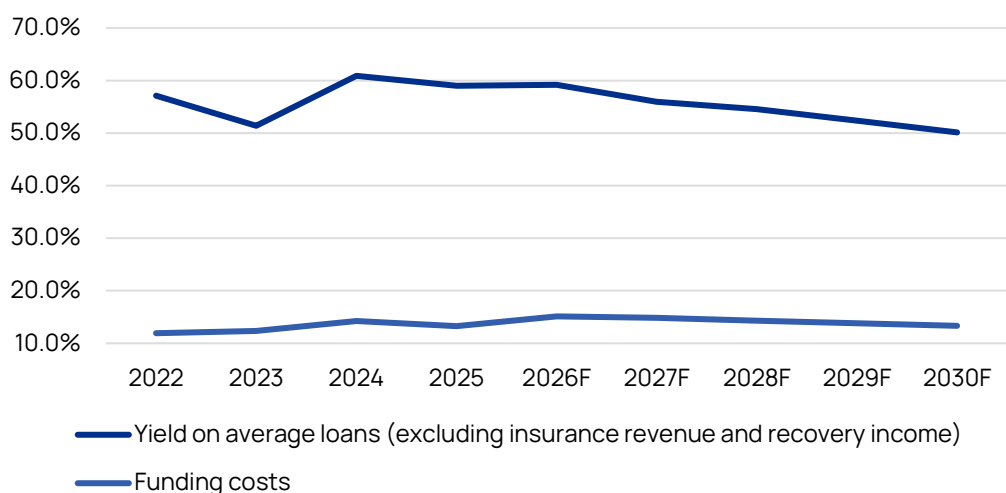
Chi phí dự phòng dự kiến duy trì ở mức cao, khoảng 18–22% tổng tài sản, phản ánh đặc thù của mô hình cho vay có tài sản đảm bảo phục vụ phân khúc phổ thông của F88, nhưng phần lớn được hấp thụ bởi lợi suất tài sản cao và các dòng thu nhập từ phí ngày càng đa dạng (chủ yếu là mảng bảo hiểm).

Rủi ro pháp lý: Có thể kiểm soát, với các bộ đệm đáng kể

Chúng tôi nhìn nhận rủi ro pháp lý là một mối quan ngại chính đối với F88, xét đến tỷ trọng cho vay với phân khúc tín dụng tiêu dùng chưa được tiếp cận đầy đủ dịch vụ ngân hàng và chi phí huy động vốn toàn phần tương đối cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro siết chặt quy định gây gián đoạn trong ngắn hạn là có thể kiểm soát. Hoạt động cho vay cầm cố đăng ký xe của F88 hiện chịu sự giám sát theo khung quản lý của Bộ Công an, trong khi công ty tiếp tục phối hợp chặt chẽ với các cơ quan liên quan. Với mức độ thâm nhập còn thấp và tính chất chuyên biệt của thị trường, F88 đánh giá khả năng NHNN can thiệp trực tiếp trong ngắn hạn là hạn chế.

Ngoài ra, phân khúc khách hàng mục tiêu của F88 phần nào trùng lặp với các công ty tài chính tiêu dùng (vốn đã chịu sự giám sát của NHNN), nơi lãi suất cho vay không bị áp trần trực tiếp và lãi suất thị trường bình quân hiện vào khoảng **30–40%/năm** đối với các khoản vay xe hai bánh và vay tiền mặt. Mức lãi suất toàn phần hiện tại của F88 khoảng **32–55%/năm** (theo công bố của công ty) do đó không chênh lệch đáng kể, xét đến mô hình cho vay có tài sản đảm bảo với giá trị khoản vay nhỏ hơn, kỳ hạn ngắn hơn và mức độ tương tác cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 5: Lợi suất cho vay và chi phí huy động



Nguồn: F88, Vietcap

Ban lãnh đạo cũng đang chủ động giảm thiểu rủi ro này thông qua chiến lược định giá cạnh tranh hơn nhằm thúc đẩy nhu cầu, điều này cũng sẽ hỗ trợ tăng trưởng chất lượng cao hơn. Chúng tôi đã tính đến việc bình thường hóa lợi suất cho vay, dự báo lợi suất cho vay của F88 (không bao gồm thu nhập thu hồi) giảm từ 59% trong năm 2025 xuống 50% vào năm 2030.

F88 cũng sở hữu một số bộ đệm về khả năng sinh lời, bao gồm chi phí huy động vốn thấp hơn nhờ trái phiếu phát hành ra công chúng, huy động vốn cổ phần và hợp tác với ngân hàng; dư địa tối ưu hóa đòn bẩy, với ROE bình quân dự báo đạt 33,5% trong giai đoạn 2026–2030 dù đòn bẩy chỉ ở mức 2–3 lần; và hiệu quả vận hành cải thiện khi quy mô mạng lưới mở rộng và mức độ áp dụng công nghệ ngày càng sâu rộng.

F88 có nhiều điểm tương đồng cốt lõi trong câu chuyện đầu tư của MWG, nhưng với các rủi ro đặc thù của một đơn vị cho vay

Chúng tôi cho rằng luận điểm đầu tư đối với F88 có thể được nhìn nhận thông qua nghiên cứu điển hình về MWG trong thập niên 2010. Cả hai công ty đều đã chính thức hóa những thị trường lớn và phân mảnh thông qua mạng lưới cửa hàng vật lý được chuẩn hóa.

MWG đã mở rộng từ chỉ 7 cửa hàng năm 2007 lên khoảng 3.000 cửa hàng vào năm 2025, chiếm 60% thị phần điện thoại di động và khoảng 40% thị phần điện máy. MWG không chỉ đơn thuần giành thị phần từ các nhà bán lẻ điện máy truyền thống; công ty còn giúp mở rộng và chuyên nghiệp hóa toàn ngành. So với các nhà bán lẻ truyền thống, MWG cung cấp danh mục sản phẩm

vượt trội, sự minh bạch về giá, chất lượng dịch vụ và các giải pháp tài chính tiêu dùng, đồng thời vẫn gắn gũi với người tiêu dùng nhờ mô hình cửa hàng minimart mặt phố. Điều này giúp tạo dựng niềm tin của người tiêu dùng đồng thời mang lại sự tiện lợi và khả năng chi trả cho sản phẩm.

Mekong Capital đầu tư vào MWG năm 2007 và đạt mức lợi nhuận 57 lần khi thoái vốn vào năm 2018. Kể từ đó, giá cổ phiếu và lợi nhuận của MWG tiếp tục tăng gấp 3 lần trong giai đoạn 2018-2025, trong khi duy trì ROE bình quân 24%. Công ty đã đạt đến quy mô mà ở đó các dịch vụ vượt trội giúp giảm mạnh nhu cầu cạnh tranh về giá, trong khi đối thủ lớn thứ hai có khả năng sinh lời thấp.

F88 đang áp dụng một mô hình tương tự cho thị trường tín dụng phi chính thức tại Việt Nam. Công ty đã thiết lập vị thế tiên phong vững chắc, với khoảng 85% thị phần trong phân khúc chuỗi cấm đồ thể hệ mới và quy mô dư nợ cho vay đạt 7,2 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025, trong một thị trường rộng lớn hơn trị giá 283 nghìn tỷ đồng đang tăng trưởng 17-20% mỗi năm (theo nghiên cứu của Fiin Group). Điều này cho thấy một dư địa tăng trưởng cấu trúc kéo dài nhiều năm thay vì chỉ là câu chuyện phục hồi mang tính chu kỳ thuần túy.

Điểm tương đồng chính là đòn bẩy hoạt động dẫn dắt bởi quy mô. Đối với MWG, việc mở rộng cửa hàng nhanh chóng, độ trưởng thành của cửa hàng gia tăng và năng lực thương lượng mạnh hơn đã giúp lợi nhuận và ROE cải thiện khi mạng lưới mở rộng. F88 có lộ trình tiềm năng tương tự: khi mật độ mạng lưới cải thiện và dư nợ cho vay trên mỗi phòng giao dịch gia tăng, chi phí cố định sẽ được hấp thụ trên một nền tài sản sinh lời lớn hơn, hỗ trợ khả năng sinh lời và ROE mạnh hơn, với điều kiện chất lượng tín dụng được kiểm soát.

Một số điểm tương đồng khác cũng đáng chú ý. Sự tham gia của Mekong Capital tạo nên một mạch chung về quản trị và kỷ luật thực thi. Cả hai doanh nghiệp đều hưởng lợi từ vòng xoáy quy mô của lợi thế tiên phong, nơi mật độ mạng lưới giúp cải thiện việc thu hút khách hàng, độ nhận diện thương hiệu và hiệu quả vận hành. Các yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn, bao gồm đợt chào bán ra công chúng và khả năng chuyển sàn sang HOSE, cũng có thể cải thiện thanh khoản, khả năng tiếp cận nhà đầu tư tổ chức và mức độ minh bạch trên thị trường.

Điểm khác biệt chính là đặc thù rủi ro. Khác với MWG, F88 là một đơn vị cho vay, do đó chi phí tín dụng, tính chu kỳ của chất lượng tài sản, chi phí huy động vốn và rủi ro pháp lý là các yếu tố biến động chính. MWG cũng mang lại một bài học cảnh báo hữu ích: việc mở rộng mạng lưới chỉ tạo ra giá trị khi được hỗ trợ bởi hiệu quả kinh tế đơn vị lãnh mạnh. Đối với F88, việc mở rộng phòng giao dịch và tăng trưởng dư nợ cho vay phải luôn gắn chặt với kỷ luật thẩm định, sức chống chịu của nguồn vốn và khả năng kiểm soát tỷ suất sinh lời.

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của F88 bằng khung định giá kết hợp, gán tỷ trọng bằng nhau cho các phương pháp Thu nhập thặng dư, P/E và P/B.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 17%, khi việc cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2027 và nâng tổng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2030 thêm 18% có tác động lớn hơn so với việc hạ hệ số P/E và P/B mục tiêu lần lượt từ 22,0 lần/3,5 lần xuống 20,0 lần/2,8 lần. Các hệ số mục tiêu thấp hơn phản ánh quan điểm định giá thận trọng hơn sau đợt định giá lại của cổ phiếu, đồng thời tính đến các rủi ro còn lại về thực thi, chi phí huy động vốn và pháp lý gắn với quá trình mở rộng nhanh của F88, đặc biệt trong bối cảnh môi trường lãi suất cao hơn so với dự báo trước đây. Tuy nhiên, hồ sơ tăng trưởng vượt trội, quỹ đạo ROE cải thiện và vị thế dẫn đầu thị trường của F88 vẫn tiếp tục hợp lý hóa mức định giá cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 6: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	6,0%
Beta	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%
Chi phí VCSH	14,0%

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Tóm tắt định giá

	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	33,3%	110.398	36.799
P/B mục tiêu 2,8 lần	33,3%	55.571	18.524
P/E mục tiêu 20,0 lần	33,3%	129.182	43.061
Giá mục tiêu làm tròn			98.000
Giá cổ phiếu hiện tại			79.300
Tỷ lệ tăng			23,6%
Lợi suất cổ tức			0,0%
Tổng mức sinh lời			23,6%
P/E dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			18,5x
P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			6,1x
Khuyến nghị			MUA

Nguồn: Vietcap

Hình 8: Mô hình thu nhập thẳng dư

(tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
ROE	39,1%	38,4%	31,7%	29,9%	28,7%
Chi phí VCSH	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Biên lợi nhuận kinh tế	25,1%	24,4%	17,7%	15,9%	14,7%
Giá trị vốn chủ sở hữu (đầu kỳ)	2.449	3.533	5.210	7.174	9.694
Thu nhập thẳng dư (TNTD)	614	861	923	1.139	1.421
Giá trị hiện tại của thu nhập thẳng dư	575	707	665	720	788
TNTD trung gian (10 năm; 15%) [1]					14.912
Giá trị cuối cùng [2]					17.830
Tăng trưởng dài hạn					4,0%
Tổng giá trị hiện tại của TNTD [3]					3.168
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng [1] + [2]					18.156
Vốn chủ sở hữu giữa năm 2026 [4]					2.991
Giá trị vốn chủ sở hữu suy ra [1] + [2]					24.315
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)					220
Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu (đồng)					110.398

Nguồn: Vietcap

So sánh các công ty cùng ngành

Hình 9: Các công ty cùng ngành

Mã CK	Quốc gia	Phân khúc tài sản trọng tâm	GT vốn hóa (triệu USD)	NIM (trượt)	ROE (trượt)	P/B (trượt)	P/E (trượt)	Tài sản/Vốn chủ sở hữu (lần)
MTC TB	Thái Lan	Chủ yếu là xe (Xe máy/Ô tô)	1.950	11,2%	16,7%	1,4	9,0	4,4
TIDLOR TB	Thái Lan	Chủ yếu là xe (Ô tô/Xe tải)	1.670	16,0%	15,9%	1,5	10,1	3,1
SAWAD TB	Thái Lan	Xe & số đồ đất	1.130	14,6%	14,4%	1,0	7,0	2,5
SHFL IN	Ấn Độ	Xe (Thương mại/Ô tô)	24.680	8,1%	16,4%	3,5	18,6	4,9
MMFS IN	Ấn Độ	Xe (Máy kéo/Ô tô)	4.320	6,6%	11,9%	1,5	14,1	5,9
BFIN IJ	Indonesia	Tái cấp vốn theo giấy tờ xe ô tô 4 bánh BPKB (Giấy chứng nhận quyền sở hữu xe tại Indonesia).	578	23,8%	14,2%	0,9	6,8	2,3
ADMF IJ	Indonesia	Chủ yếu là xe (Ô tô/Xe máy)	558	27,6%	13,1%	0,6	5,2	2,6
ELK MK	Malaysia	Chủ yếu là xe (Ô tô đã qua sử dụng)	107	13,0%	6,5%	0,7	14,3	1,8
Trung vị				13,8%	14,3%	1,2	9,5	2,8
F88 VN	Việt Nam	Xe (Xe máy/Ô tô)	671	53,7%	37,9%	6,4	20,1	2,7

Nguồn: Dữ liệu công ty tính đến ngày 22/06/2026, Vietcap tổng hợp

F88 đang giao dịch ở mức cao hơn rõ rệt so với các công ty cho vay cầm cố xe/giấy tờ trong khu vực, với P/B dự phóng năm 2026 là 6,4 lần và P/E 20,1 lần so với mức trung vị của nhóm cùng ngành lần lượt là 1,2 lần và 9,5 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức định giá cao hơn này phần lớn là hợp lý nhờ hồ sơ tỷ suất sinh lời vượt trội của F88, với ROE 37,9% so với mức trung vị 14,3% của nhóm cùng ngành, và NIM cao hơn nhiều ở mức 53,7% so với 13,8%, phản ánh mô hình cho vay có tài sản đảm bảo kỳ hạn ngắn, lợi suất cao.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng phần lớn các công ty cùng ngành trong khu vực hoạt động tại các thị trường cho vay cầm cố xe/giấy tờ đã trưởng thành hơn như Thái Lan, Ấn Độ, Indonesia và Malaysia, trong khi Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn đầu của quá trình chính thức hóa. Điều này mang lại cho

F88 một dự địa tăng trưởng cấu trúc lớn hơn, đặc biệt xét đến vị thế tiên phong trong phân khúc chuỗi cấm đồ thể hệ mới. Quan trọng hơn, tỷ lệ tài sản/vốn chủ sở hữu của F88 ở mức 2,7 lần, về cơ bản tương đồng với mức trung vị 2,8 lần của nhóm cùng ngành, cho thấy ROE cao của công ty được dẫn dắt bởi lợi suất tài sản và hiệu quả vận hành thay vì đòn bẩy quá mức. Điều này cũng để lại dư địa trên bảng cân đối kế toán để hấp thụ các yếu tố bất lợi đối với khả năng sinh lời và hỗ trợ tăng trưởng trong tương lai.

Chúng tôi cho rằng các giao dịch M&A tương đương trong lĩnh vực tài chính thay thế tại Việt Nam và Thái Lan trong giai đoạn trước là một tham chiếu phù hợp hơn cho giai đoạn tăng trưởng hiện tại của F88. Các giao dịch trong giai đoạn 2017–2021 được hoàn tất ở mức hệ số trung vị 22,8 lần P/E và 3,9 lần P/B, mặc dù ROAE trung vị chỉ đạt 14,6%. Trong bối cảnh đó, theo quan điểm của chúng tôi, định giá của F88 vẫn hấp dẫn, xét đến khả năng sinh lời cao hơn đáng kể, vị thế dẫn đầu sớm trong một thị trường chưa được thâm nhập sâu và triển vọng tăng trưởng dài hạn vững chắc hơn. Mức P/B mục tiêu 2,8 lần của chúng tôi xấp xỉ mức P/B hợp lý gợi ý bởi Mô hình tăng trưởng Gordon, với ROE bình quân giai đoạn 2024-2030F là 32,1%, chi phí VCSH 14,0% và giả định tăng trưởng dài hạn 4,0%.

Hình 10: Các giao dịch M&A tương đương

Ngày công bố	Bên mua	Công ty mục tiêu	Quốc gia của công ty mục tiêu	Tỷ lệ sở hữu mua lại (%)	Giá trị giao dịch (triệu USD)	P/E (lần)	P/B (lần)	ROAE (%)
T9/2017	Lotte Card	Technological and Commercial Finance	Việt Nam	100%	73	N/A	N/A	N/A
T1/2018	Shinhan Card	Prudential Vietnam Finance	Việt Nam	100%	158	N/A	N/A	N/A
T7/2018	Srisawad Corporation	Srisawad Finance	Thái Lan	9%	18	20,4	2,8	14,6%
T9/2018	Cathay Financial Holding	Srisawad Corp	Thái Lan	5%	79	23,3	5,1	25,0%
T10/2018	CVC Capital Partners và liên danh	Ngern Tid Lor	Thái Lan	50%	250	13,2	2,8	23,2%
T6/2019	Srisawad Corporation	Srisawad Finance	Thái Lan	33%	190	38,2	4,8	13,3%
T6/2019	Srisawad Corporation	Srisawad Finance	Thái Lan	4%	13	30,9	3,9	13,3%
T6/2020	Mitsubishi UFJ Lease & Finance	VietinBank Leasing	Việt Nam	49%	N/A	N/A	N/A	8,1%
T4/2021	SMBC Consumer Finance	VPBank Finance (FE Credit)	Việt Nam	49%	1.372	22,2	4,3	21,3%
T8/2021	Bank of Ayudhya	SHBank Finance	Việt Nam	50%	69	N/A	2,9	N/A
Trung bình						24,7	3,8	17,0%
Trung vị						22,8	3,9	14,6%

Nguồn: Thông tin công bố của các công ty, Vietcap ước tính & tổng hợp

Phụ lục

Hình 11: Các công thức tính chỉ số được sử dụng trong báo cáo này

Chỉ số	Công thức
Tổng doanh thu	Doanh thu cung cấp dịch vụ + Thu nhập tài chính + Thu nhập khác (Phí phạt + Phí thu hồi)
CIR (*)	Tổng chi phí (không bao gồm chi phí dự phòng và chi phí tài chính)/tổng doanh thu (sau chi phí tài chính)
Tổng dư nợ cho vay	Dư nợ trong bảng cân đối kế toán + Dư nợ ngoài bảng (qua CIMB + MBB)
Lợi suất cho vay (*)	Tổng doanh thu trừ thu nhập thu hồi và doanh thu bảo hiểm/tổng dư nợ cho vay bình quân
Chi phí huy động	Chi phí tài chính/tổng nguồn vốn huy động bình quân
Chi phí tín dụng	Chi phí dự phòng/tổng dư nợ cho vay bình quân
Tỷ lệ thu hồi	Tổng thu nhập thu hồi/tổng dư nợ cho vay bình quân
Tỷ lệ xử lý nợ	Tổng nợ đã xử lý/tổng dư nợ cho vay
Tỷ lệ xử lý nợ ròng	Tổng nợ đã xử lý trừ thu nhập thu hồi/tổng dư nợ cho vay

Nguồn: Vietcap (*) Chúng tôi đã thay đổi các công thức so với báo cáo trước.

Báo cáo Tài chính

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu cung cấp dịch vụ	3.105	4.927	6.105	6.793
Doanh thu thuần cung cấp dịch vụ	3.105	4.927	6.105	6.793
Giá vốn dịch vụ cung cấp	(1.912)	(3.112)	(3.615)	(4.256)
Lợi nhuận gộp từ cung cấp dịch vụ	1.193	1.815	2.490	2.538
Thu nhập tài chính	771	1.279	1.737	2.125
Chi phí tài chính	(475)	(742)	(957)	(1.041)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(431)	(742)	(957)	(1.041)
Chi phí bán hàng	(213)	(347)	(403)	(475)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(878)	(1.429)	(1.660)	(1.954)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	398	576	1.207	1.193
Thu nhập khác	516	910	920	1.301
Chi phí khác	(6)	(11)	(12)	(16)
Lợi nhuận khác	509	898	909	1.285
LNTT	908	1.474	2.115	2.477
Thuế TNDN và thuế hoãn lại	(188)	(306)	(439)	(514)
LNST	719	1.168	1.677	1.964
LNST sau lợi ích CĐTS	719	1.168	1.677	1.964
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS (đồng)	3.266	5.305	7.614	8.916
BVPS (đồng)	11.120	16.040	23.654	32.570

CHỈ SỐ	2025	2026F	2027F	2028F
Lợi suất cho vay (không bao gồm thu nhập thu hồi và phí bảo hiểm)	59,0%	58,4%	56,7%	54,5%
Chi phí huy động	14,6%	15,1%	14,8%	14,3%
CIR	51,1%	46,3%	44,9%	42,7%
Chi phí tín dụng	16,9%	20,4%	17,8%	19,2%
Thu hồi/dư nợ bình quân	6,1%	7,0%	5,3%	6,6%
ROE	34,4%	39,1%	38,4%	31,7%
ROA	12,1%	13,3%	14,2%	13,5%
Tài sản/Vốn chủ sở hữu (lần)	2,8	3,0	2,5	2,3

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	5.455	8.905	11.039	13.884
Tiền và tương đương tiền	280	188	1.477	2.055
Đầu tư ngắn hạn	4.694	8.019	8.725	10.760
Phải thu ngắn hạn	432	650	789	1.021
Hàng tồn kho	1	1	1	1
Tài sản ngắn hạn khác	47	47	47	47
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.370	1.793	1.931	2.304
Phải thu dài hạn	28	1.429	1.553	1.911
Tài sản cố định	48	49	49	49
Tài sản dở dang dài hạn	2	2	2	2
Tài sản dài hạn khác	300	313	327	341
TỔNG TÀI SẢN	6.826	10.697	12.970	16.188
NỢ PHẢI TRẢ	4.376	7.164	7.760	9.014
Nợ ngắn hạn	2.455	3.963	4.388	5.058
Phải trả người bán ngắn hạn	14	14	14	14
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	50	79	98	109
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	226	249	274	301
Phải trả người lao động	266	419	476	504
Chi phí phải trả ngắn hạn	67	74	81	89
Phải trả ngắn hạn khác	110	86	112	133
Vay ngắn hạn	1.723	3.042	3.334	3.908
Nợ dài hạn	1.921	3.201	3.372	3.956
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.449	3.533	5.210	7.174
Vốn cổ phần	2.449	3.533	5.210	7.174
Vốn góp chủ sở hữu	85	2.203	2.203	2.203
Thặng dư vốn cổ phần	1.641	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	724	1.330	3.007	4.971
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	6.826	10.697	12.970	16.188

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Huỳnh Thị Hồng Ngọc, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.