

Nguyễn Bảo Ngọc

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe tại Việt Nam: Tiềm năng tăng trưởng lớn; F88 là đại diện rõ nhất

- Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe tại Việt Nam có tiềm năng lớn được chính thức hóa. Các tiệm cầm đồ truyền thống vẫn chiếm ưu thế trong lĩnh vực cho vay thay thế có tài sản bảo đảm, mở ra nhiều cơ hội cho các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe chuyên nghiệp giành thị phần.
- Thái Lan có thể là một ví dụ để so sánh với Việt Nam về chu kỳ phát triển ngành. Quy mô thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe tại Thái Lan đã đạt quy mô gấp gần 3 lần cho vay cầm đồ truyền thống, tuy nhiên ngành đang gặp khó khăn trên cả các phương diện tăng trưởng, lợi nhuận và định giá do quy định chặt chẽ hơn và sự bão hòa của thị trường.
- F88 là đại diện rõ ràng nhất về cơ hội này. F88, công ty cho vay cầm cố đăng ký xe lớn nhất Việt Nam, dự kiến sẽ thúc đẩy việc giành thị phần và huy động 1,56 nghìn tỷ đồng thông qua chào bán công khai trước khi niêm yết trên sàn HOSE. Chúng tôi chưa đưa ra khuyến nghị cho F88 và báo cáo này không phải là khuyến nghị đầu tư.

Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe: Tiềm năng tăng trưởng đáng kể

Lĩnh vực cho vay cầm cố đăng ký xe tại Việt Nam có tiềm năng được chính thức hóa và hợp nhất đáng kể. Hiện tại các cửa hàng cầm đồ truyền thống vẫn chiếm khoảng 97% thị trường. Chúng tôi tin rằng các chuỗi cầm đồ thế hệ mới của Việt Nam - chủ yếu là các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe - đang có vị thế tốt để trở thành bên chiến thắng trong dài hạn. Các công ty có vốn mạnh, hệ sinh thái sản phẩm đa dạng, mạng lưới phân phối rộng rãi và khả năng triển khai mạnh mẽ sẽ tiếp tục giành thêm thị phần khi lĩnh vực này được chính thức hóa.

Thái Lan là một ví dụ tham khảo hữu ích cho lĩnh vực cho vay cầm cố đăng ký xe của Việt Nam. Kinh nghiệm của nước này cho thấy tiềm năng thị phần dành cho các công ty cho vay đăng ký xe có tổ chức. Mặt khác, Thái Lan cũng cho thấy những thách thức dài hạn có thể xuất hiện khi ngành này phát triển. Nợ hộ gia đình cao, tăng trưởng kinh tế chậm lại cùng sự giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý đã ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận, khả năng sinh lời và định giá tại Thái Lan.

F88: Chào bán đại chúng và niêm yết trên sàn HOSE thời gian tới

F88 là ví dụ rõ ràng nhất về cơ hội này. Chúng tôi đánh giá F88 là doanh nghiệp dẫn đầu trong một thị trường hấp dẫn với tiềm năng tăng trưởng đáng kể. Trong giai đoạn 2026-2030, BLĐ đặt mục tiêu tăng gấp đôi thị phần từ 2,5% lên 5,1%, cùng tốc độ tăng trưởng CAGR LNTT đạt 38% với hệ số ROE đạt khoảng 30%.

F88 đặt kế hoạch huy động 1,56 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành 22 triệu cổ phiếu mới, tương đương khoảng 9% tổng số cổ phiếu đang lưu hành sau chào bán, với giá 71.000đ/cp. Giá chào bán thấp hơn 4% so với thị giá tại thời điểm ngày 17/7/2026. Dựa trên kế hoạch kinh doanh năm 2026 của BLĐ, P/B và P/E sau chào bán lần lượt ở mức 3,5 lần và 19 lần. Chúng tôi không đưa ra khuyến nghị cho F88 và báo cáo này không phải là khuyến nghị đầu tư.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/7.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ACB	23,550	Mua vào	-	28,850	-	22.5	7.62	6.41	1.26	1.10	2.63	4.25
BID	38,800	Tăng tỷ trọng	-	46,500	-	19.8	8.98	8.23	1.38	1.21	0	1.03
CTG	32,000	Mua vào	-	48,300	-	50.9	6.07	5.35	1.18	1.00	1.56	1.56
HDB	27,250	Mua vào	-	33,000	-	21.1	6.56	5.24	1.49	1.20	1.83	1.83
LPB	52,900	Bán ra	-	24,900	-	(52.9)	13.9	13.8	3.19	2.75	5.67	1.89
MBB	23,750	Mua vào	-	31,800	-	33.9	6.24	5.20	1.16	0.96	4.21	0
MSB	16,350	Nắm giữ	-	16,200	-	(0.92)	7.66	7.55	1.04	0.91	0	0
OCB	10,950	Tăng tỷ trọng	-	12,783	-	16.7	7.50	6.56	0.87	0.77	0	0
STB	73,500	Giảm tỷ trọng	-	61,000	-	(17.0)	18.8	9.14	2.04	1.68	0	0
TCB	31,450	Mua vào	-	44,500	-	41.5	7.41	6.19	1.14	0.99	2.23	3.18
TPB	15,200	Mua vào	-	19,800	-	30.3	5.32	4.73	0.86	0.75	3.29	3.29
VCB	58,500	Mua vào	-	75,600	-	29.2	12.7	11.3	1.76	1.57	0.83	1.40
VIB	15,400	Mua vào	-	20,000	-	29.9	6.32	5.93	1.01	0.90	5.84	3.90
VPB	25,850	Mua vào	-	36,800	-	42.4	7.09	5.58	1.06	0.91	1.93	1.93

Giá cổ phiếu tại ngày 17/7/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe tại Việt Nam: Tiềm năng tăng trưởng đáng kể phía trước	3
Các tổ chức cho vay thay thế tại Việt Nam: Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ	3
Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe đang ở giai đoạn đầu nhưng phát triển nhanh chóng	5
Kinh nghiệm của Thái Lan: Bài học cho các công ty cho vay thế chấp tại Việt Nam	7
F88: Chào bán đại chúng và niêm yết trên sàn HOSE thời gian tới	13
Tổng quan về F88	13
Tóm tắt tình hình tài chính: Tăng trưởng và hiệu quả sinh lời mạnh mẽ	14
Tầm nhìn đầy tham vọng cho giai đoạn 2026-2030	17
Kế hoạch phát hành đại chúng và niêm yết trên sàn HOSE	18

Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe tại Việt Nam: Tiềm năng tăng trưởng đáng kể phía trước

Chúng tôi so sánh với lĩnh vực cho vay cầm cố đăng ký xe tại Việt Nam với một thị trường đã phát triển hơn là Thái Lan và nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam vẫn đáng kể. Lĩnh vực cho vay cầm cố đăng ký xe của Thái Lan đã vượt quy mô của cầm đồ truyền thống và phát triển thành một thị trường tập trung, được quản lý chặt chẽ với tốc độ tăng trưởng một chữ số. Ngược lại, thị trường cho vay thay thế có tài sản đảm bảo của Việt Nam vẫn chịu sự chi phối của các tiệm cầm đồ truyền thống, tạo ra nhiều khoảng trống cho các tổ chức cho vay cầm cố đăng ký xe có tổ chức giành thị phần. Chúng tôi tin rằng các chuỗi cho vay có tiềm lực vốn tốt và được quản lý chuyên nghiệp có vị thế thuận lợi để đạt được mức tăng trưởng như các tổ chức hàng đầu của Thái Lan đã đạt được. Môi trường hoạt động hiện tại của Việt Nam cũng khá thuận lợi, được hỗ trợ bởi một bộ phận lớn của dân số chưa được ngân hàng phục vụ đầy đủ và khung pháp lý tương đối nới lỏng. Những yếu tố này sẽ cho phép các tổ chức cho vay thay thế duy trì tăng trưởng mạnh mẽ và lợi suất cho vay hấp dẫn, mặc dù việc siết chặt pháp lý vẫn là một rủi ro dài hạn.

Các tổ chức cho vay thay thế tại Việt Nam: Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ

Giải pháp tài chính cho người đi vay dưới chuẩn ngân hàng

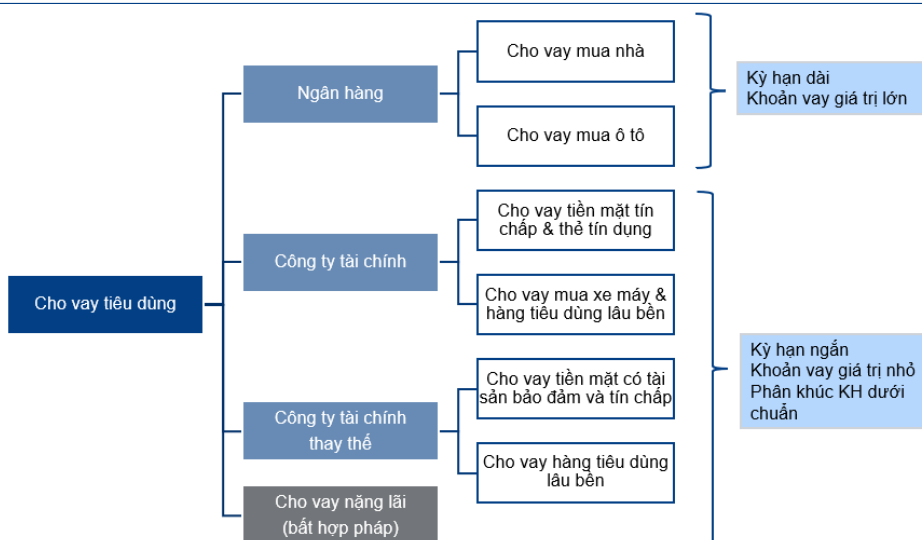
Ngoài hệ thống tín dụng chính thức, thị trường cho vay tiêu dùng tại Việt Nam bao gồm các nhà cung cấp tài chính thay thế - như các cửa hàng cầm đồ, cho vay payday, dịch vụ mua trước trả sau (BNPL) và các nền tảng cho vay ngang hàng (P2P) - cũng như cho vay nặng lãi bất hợp pháp trên thị trường chợ đen. Các nhà cung cấp này chủ yếu phục vụ khách hàng dưới chuẩn, chưa được tiếp cận đầy đủ các dịch vụ ngân hàng, bao gồm người lao động phi chính thức và người có thu nhập thấp đến trung bình.

Chúng tôi ước tính khoảng 60% dân số trưởng thành của Việt Nam (~33 triệu người) nằm trong nhóm khách hàng tiềm năng của các nhà cung cấp dịch vụ tài chính thay thế.

Mặc dù đóng vai trò quan trọng trong việc phục vụ tệp khách hàng dưới chuẩn, quy mô lĩnh vực cho vay thay thế vẫn còn khiêm tốn so với hệ thống tín dụng chính thức. Theo FiinGroup, dư nợ của ngành đạt khoảng 283 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025, tương đương khoảng 1,5% tổng tín dụng hệ thống và 2% GDP.

Biểu đồ 1: Bức tranh thị trường cho vay tiêu dùng tại Việt Nam

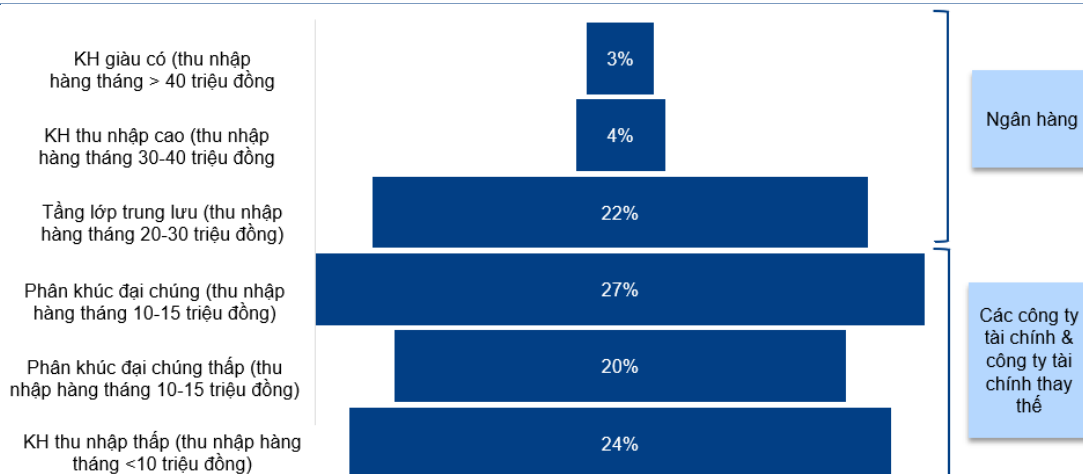
Các tổ chức cho vay thay thế phục vụ nhóm khách hàng khác với các ngân hàng và thường có mức độ rủi ro cũng như lợi suất cao hơn



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Phân bố thu nhập và phân khúc khách hàng của các tổ chức cho vay (khảo sát năm 2024)

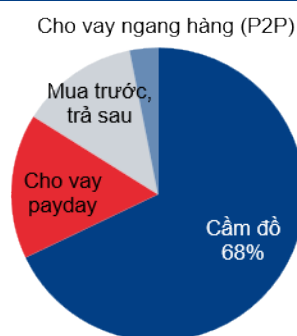
Khoảng 60% dân số trưởng thành tại Việt Nam thuộc nhóm khách hàng mục tiêu của các tổ chức cho vay thay thế



Nguồn: Cimigo, HSC

Biểu đồ 3: Thị phần các tổ chức cho vay thay thế theo doanh thu (2025)

Các tổ chức cầm đồ chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất trong mảng cho vay thay thế



Nguồn: FiinGroup

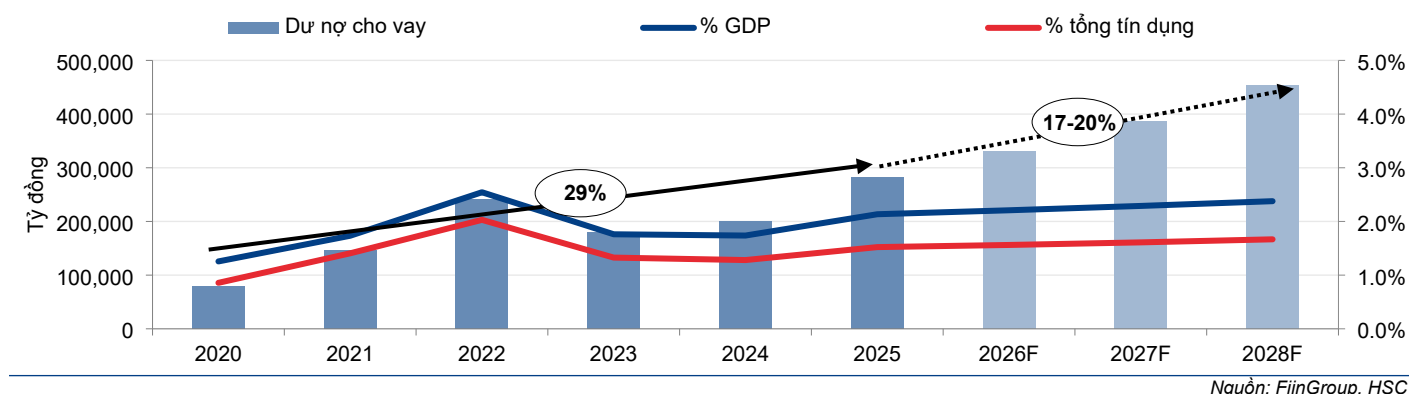
Dư nợ cho vay dự báo tăng trưởng 17-20% trong giai đoạn 2026-2030 với tiềm năng vượt dự báo

Theo FiinGroup, dư nợ cho vay thay thế của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 17-20% trong giai đoạn 2026-2030. Tăng trưởng này được kỳ vọng sẽ vượt trội so với ngành Ngân hàng nhờ các điều khoản cho vay linh hoạt hơn và tốc độ giải ngân nhanh hơn cho những khách hàng vay dưới chuẩn. Một bộ phận dân số đáng kể chưa được phục vụ đầy đủ của Việt Nam mở ra tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho lĩnh vực này.

Theo kịch bản lạc quan của FiinGroup, dư nợ của ngành có thể tăng trưởng trung bình 22-25% trong 5 năm tới nhờ điều kiện kinh tế vĩ mô và thu nhập hộ gia đình cải thiện.

Biểu đồ 4: Dự nợ cho vay thay thế tại Việt Nam

Dự nợ cho vay được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 17–20%/năm trong giai đoạn 2026-2030

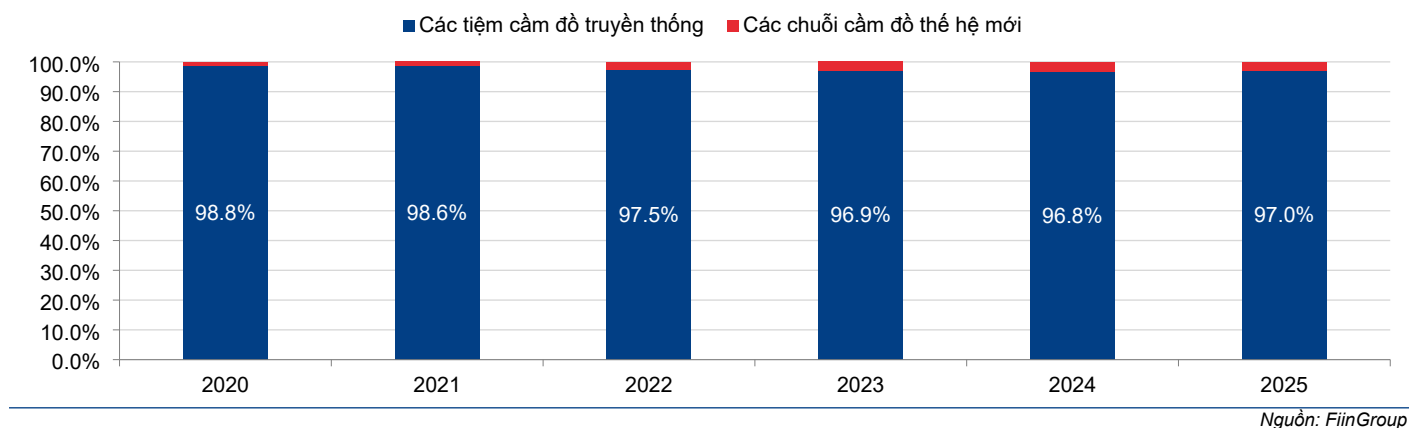


Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe đang ở giai đoạn đầu nhưng phát triển nhanh chóng

Lĩnh vực cầm đồ tại Việt Nam vẫn phân tán đáng kể với khoảng 25.000 cửa hàng trên toàn quốc và không có một tổ chức nào nắm giữ thị phần áp đảo. Các cửa hàng cầm đồ truyền thống trong nước vẫn chiếm khoảng 97% tổng số khoản vay cầm đồ.

Biểu đồ 5: Thị phần dự nợ của các công ty cầm đồ tại Việt Nam

Các cơ sở cầm đồ truyền thống vẫn chiếm ưu thế, dù các chuỗi cầm đồ thế hệ mới đang dần mở rộng thị phần



Sự trỗi dậy của các chuỗi cửa hàng cầm đồ, dẫn đầu là các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe

Trong thập kỷ vừa qua, các chuỗi cửa hàng cầm đồ hiện đại đã mở rộng nhanh chóng tại Việt Nam. Những chuỗi cửa hàng lớn đầu tiên được tổ chức bài bản bao gồm Đồng Sun Shop và F88, được thành lập lần lượt vào năm 2012 và 2013, sau đó được nối tiếp bởi các công ty khác gia nhập thị trường.

Hầu hết các chuỗi cửa hàng cầm đồ hiện đại hoạt động theo mô hình cho vay cầm cố đăng ký xe. Khách hàng thế chấp giấy đăng ký xe làm tài sản đảm bảo trong khi vẫn giữ và sử dụng xe. Điều này khác với các cửa hàng cầm đồ truyền thống, thường yêu cầu giữ lại tài sản của khách hàng.

Bảng 6: Những khác biệt chính giữa các cơ sở cầm đồ truyền thống và các đơn vị cho vay cầm cổ giấy đăng ký xe

Cấu trúc sản phẩm và phương thức quản trị rủi ro là hai điểm khác biệt chính

	Cơ sở cầm đồ truyền thống	Đơn vị cho vay cầm cổ giấy đăng ký xe (F88, Srisawad, Happy Money, v.v.)
Tài sản bảo đảm nắm giữ	Tài sản vật chất như xe cộ, thiết bị điện tử, trang sức và đồ sưu tầm; trong một số trường hợp có thể giữ giấy đăng ký xe	Chỉ giữ giấy đăng ký xe
Lưu giữ tài sản bảo đảm	Tài sản được lưu giữ tại kho	Khách hàng giữ và tiếp tục sử dụng xe; các phương tiện có giá trị cao có thể được gắn thiết bị GPS
Tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản bảo đảm (LTV)	Thường thấp hơn, phản ánh phương pháp định giá thủ công và việc ưu tiên khả năng thanh lý tài sản nhanh	Thường cao hơn; tại F88, LTV bình quân khoảng 50% và có thể dao động trong khoảng 40-70%, tùy thuộc vào loại phương tiện
Quản trị rủi ro	Chủ yếu dựa trên LTV và giá trị thanh lý của tài sản bảo đảm	Dựa trên LTV, giá trị thanh lý của tài sản bảo đảm và dữ liệu khách hàng như thông tin tiền lương, thanh toán hóa đơn tiện ích
Kênh phân phối	Cửa hàng vật lý	Cửa hàng vật lý Kênh số (website và app)
Sản phẩm/dịch vụ bổ sung	Hạn chế; chủ yếu là cho vay cho tài sản đảm bảo	Phần lớn xây dựng hệ sinh thái đa dạng, bao gồm phân phối bảo hiểm, thanh toán hóa đơn, nạp/rút tiền và các sản phẩm tiết kiệm/đầu tư

Nguồn: HSC

Mặc dù các chuỗi cửa hàng cầm đồ hiện đại vẫn chiếm một phần tương đối nhỏ trong toàn ngành nhưng ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ hơn đáng kể so với thị trường chung trong 5 năm qua (2020-2025). Tổng hợp từ 10 chuỗi cửa hàng cầm đồ lớn nhất:

- Dư nợ cho vay tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm 190% (mặc dù so với mức nền thấp), so với 29% của thị trường cho vay thay thế nói chung;
- Số lượng cửa hàng tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm 16%, trong khi toàn bộ lĩnh vực cầm đồ và phân khúc cầm đồ truyền thống đều ghi nhận mức giảm khoảng 2%.

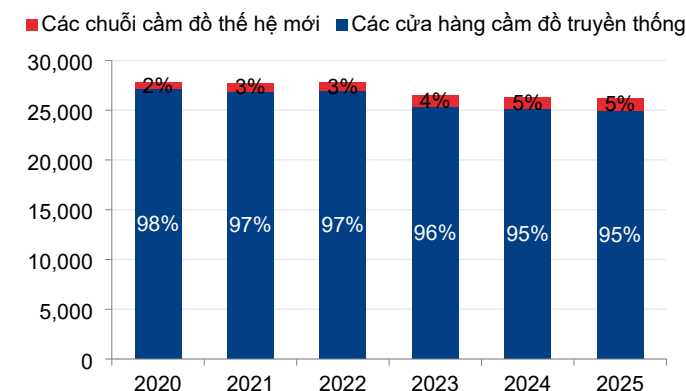
Sự mở rộng nhanh chóng của các chuỗi cửa hàng cầm đồ hiện đại được hỗ trợ bởi nguồn vốn đầu tư tư nhân và các cổ đông chiến lược là tổ chức lớn. Ví dụ: F88 - được hậu thuẫn bởi Mekong Capital, Srisawad Việt Nam - tập đoàn mẹ Thái Lan, Happy Money - Techmate Korea, và Người Bạn Vàng - liên kết với PNJ. Các nhà đầu tư này đã cung cấp nguồn vốn và nguồn lực hoạt động đáng kể để hỗ trợ mở rộng.

Ngoài ra, việc tăng cường chống hành vi cho vay nặng lãi bất hợp pháp đã củng cố vị thế cạnh tranh của các chuỗi cửa hàng cầm đồ có tổ chức.

Trong số các tổ chức này, F88 là đơn vị dẫn đầu thị trường. Mặc dù chỉ chiếm khoảng 2% thị phần ngành tài chính thay thế và 4% số lượng cửa hàng cầm đồ trên toàn quốc, nhưng danh mục cho vay của F88 lớn gấp đôi tổng danh mục của 9 đối thủ chuỗi cửa hàng hiện đại lớn nhất.

Biểu đồ 7: Số lượng cửa hàng cầm đồ, Việt Nam

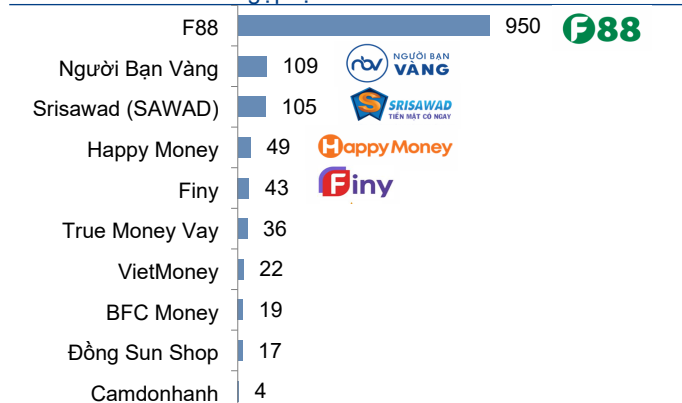
Các chuỗi cửa hàng cầm đồ hiện đại tiếp tục mở rộng mạng lưới, trong khi các cửa hàng cầm đồ truyền thống đang dần thu hẹp



Nguồn: FiiGroup

Biểu đồ 8: Số lượng cửa hàng của các chuỗi cầm đồ thế hệ mới, Việt Nam (2025)

F88 sở hữu số lượng cửa hàng lớn gấp 2,4 lần tổng số cửa hàng của 9 đối thủ lớn nhất gộp lại



Ghi chú: Tất cả các doanh nghiệp trên, ngoại trừ Người Bạn Vàng và Camdonhanh, đều thuộc mảng cho vay cầm cổ giấy đăng ký xe
 Nguồn: FiiGroup

Bảng 9: Các khoản đầu tư đáng chú ý vào ngành cho vay cầm cố đăng ký xe, Việt Nam

Ngành đã thu hút dòng vốn FDI và vốn đầu tư tư nhân trong những năm gần đây

Doanh nghiệp nhận đầu tư	Nhà đầu tư	Năm	Tỷ lệ cổ phần	Giá trị thương vụ	Ghi chú
F88	Mekong Capital	2023	Không công bố	20 triệu USD	Khoản đầu tư follow-up
F88	Vietnam Oman Investment	2023	Không công bố	30 triệu USD	Khoản đầu tư mới
Vietmoney	Probus Opportunities & Digi Ventures	2020	30%	Không công bố	Khoản đầu tư mới
Happy Money	Techmate Korea	2019	Không công bố	Không công bố	FDI
F88	Granite Oak Advisors	2018	Không công bố	Không công bố	Khoản đầu tư mới
Vietmoney	Indochine Investment	2018	Không công bố	Không công bố	Khoản đầu tư mới
F88	Mekong Capital	2015-17	Không công bố	Không công bố	Khoản đầu tư mới
Srisawad Vietnam	Srisawad Corp	2016	100%	Không công bố	FDI

Nguồn: Các công ty, Media, HSC

Kinh nghiệm của Thái Lan: Bài học cho các công ty cho vay thế chấp tại Việt Nam

Ngành cho vay cầm cố đăng ký xe tại Thái Lan là tham chiếu tốt cho ngành cầm đồ của Việt Nam, đặc biệt là phân khúc cho vay cầm cố đăng ký xe. Thái Lan là một thị trường phát triển hơn, trong đó cho vay cầm cố đăng ký xe đã trở thành một mô hình kinh doanh được thiết lập vững chắc.

Cho vay cầm cố đăng ký xe ở Thái Lan đã phát triển vượt trội so với cầm đồ truyền thống

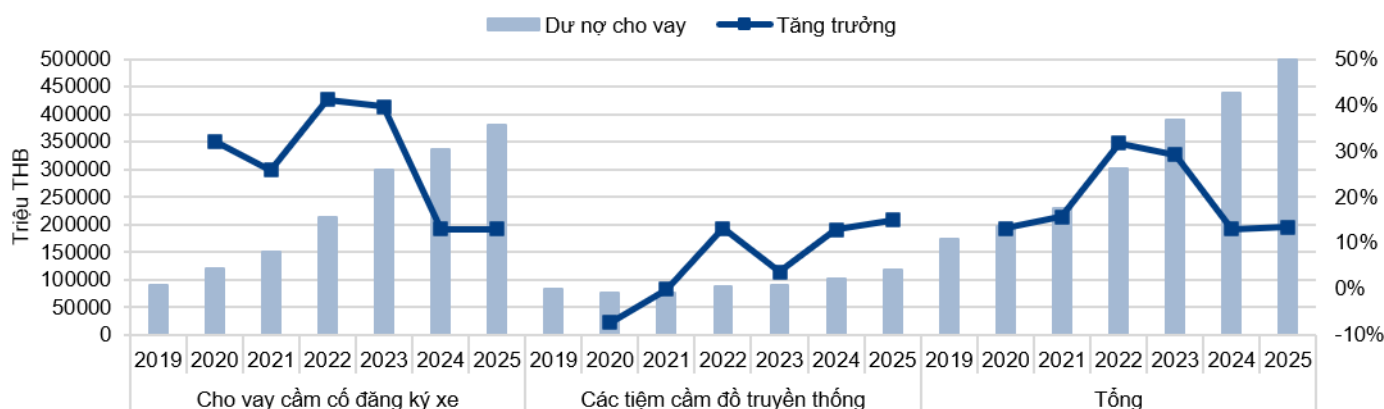
Cầm đồ truyền thống vẫn tồn tại song song với cho vay cầm cố đăng ký xe tại Thái Lan, nhưng cho vay cầm cố đăng ký xe đã trở thành loại hình chính trong tài chính tiêu dùng có tài sản bảo đảm. Ước tính dư nợ cho vay cầm cố đăng ký xe hiện nay gấp khoảng 3 lần so với các khoản vay cầm đồ truyền thống.

Chúng tôi tin rằng điều này phản ánh việc vay bằng đăng ký xe là lựa chọn ưu tiên của người đi vay đối với hình thức vay có bảo đảm bằng xe cộ, cho phép giữ quyền sử dụng tài sản của mình.

Kinh nghiệm của Thái Lan cho thấy tiềm năng cho sản phẩm thay thế cầm đồ truyền thống tại Việt Nam, khi mà vay cầm cố đăng ký xe vẫn đang ở giai đoạn đầu. Các cửa hàng cầm đồ truyền thống vẫn chiếm phần lớn thị trường, mở ra nhiều dư địa cho khách hàng vay chuyển sang hình thức vay thế chấp giấy tờ xe và hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn của lĩnh vực này.

Biểu đồ 10: Dư nợ cho vay cầm cố đăng ký xe so với dư nợ cho vay cầm đồ truyền thống, Thái Lan

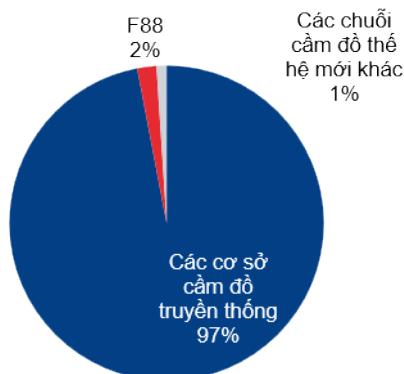
Trong cùng giai đoạn 2019-2025, dư nợ cho vay cầm cố đăng ký xe tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với dư nợ cho vay cầm đồ truyền thống, với CAGR giai đoạn 2019-2025 đạt lần lượt 27% và 6%



Nguồn: Ngân hàng trung ương Thái Lan, HSC

Biểu đồ 11: Thị phần dư nợ cho vay cầm đồ, Việt Nam (2025)

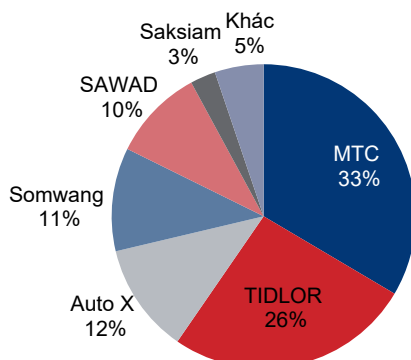
Các cơ sở cầm đồ truyền thống vẫn chiếm ưu thế trong thị trường cho vay thay thế có tài sản bảo đảm tại Việt Nam



Nguồn: FiinGroup

Biểu đồ 12: Thị phần dư nợ cho vay cầm cố đăng ký xe ô tô, Thái Lan (2025)

Thị trường Thái Lan chủ yếu do một số ít tổ chức cầm đồ lớn chi phối



Nguồn: KKPS

Sự phát triển của thị trường Thái Lan cho thấy tiềm năng tăng trưởng dài hạn hơn của Việt Nam

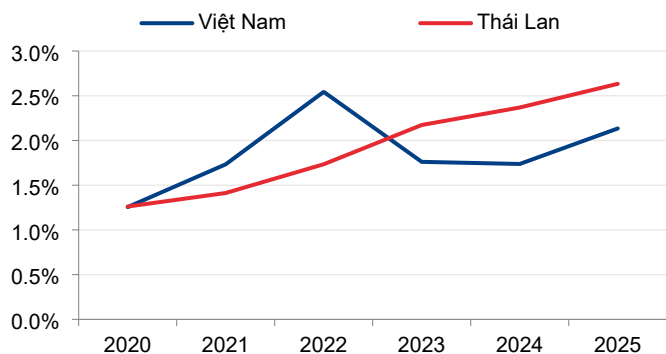
Thị trường cho vay cầm cố đăng ký xe của Thái Lan đã bước vào giai đoạn bão hòa hơn sau nhiều năm mở rộng nhanh chóng. Dư nợ cho vay của lĩnh vực này tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2019-2023 với tốc độ CAGR 4 năm đạt 35% trước khi giảm xuống khoảng 10% trong giai đoạn 2024-2025. Thời gian tới, các chuyên gia trong ngành dự báo tăng trưởng cho vay sẽ ổn định ở mức một chữ số, tốc độ CAGR 3-5 năm tới đạt khoảng 8-9%. Tăng trưởng bị hạn chế bởi nợ hộ gia đình tăng cao, vượt 90% GDP và tăng trưởng kinh tế chậm lại.

Ngược lại, ngành tài chính thay thế Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng hai chữ số. Mặc dù quy mô thị trường tính theo tỷ trọng GDP và nợ hộ gia đình nhìn chung tương đương với Thái Lan, nhưng các yếu tố cấu trúc của Việt Nam lại thuận lợi hơn:

- Việt Nam được hưởng lợi do nợ hộ gia đình thấp hơn, ước tính khoảng 55% GDP, tạo ra nhiều dư địa hơn cho tăng trưởng.
- Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh cùng với một lượng lớn lực lượng lao động phi chính thức & dân số chưa được tiếp cận đầy đủ các dịch vụ tài chính truyền thống.

Biểu đồ 13: Dự nợ cầm đồ/GDP

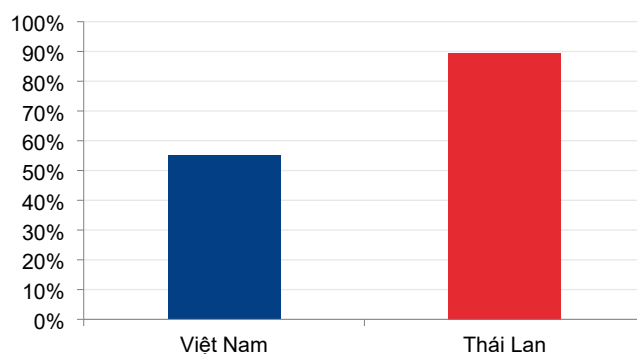
Quy mô thị trường tính theo tỷ trọng GDP nhìn chung ở mức tương đương giữa hai quốc gia



Nguồn: CEIC, Ngân hàng Trung ương Thái Lan, FiinGroup, HSC

Biểu đồ 14: Nợ hộ gia đình/GDP (2025)

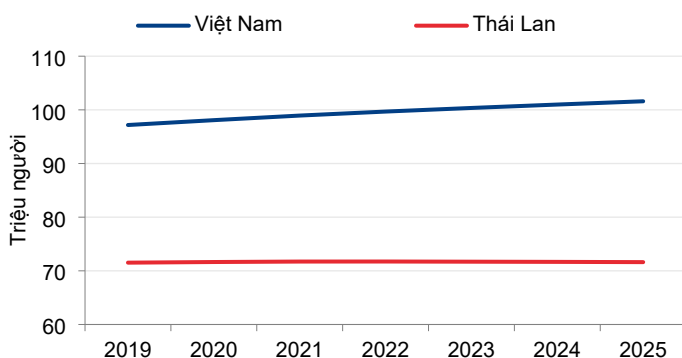
Việt Nam có tỷ lệ nợ hộ gia đình trên GDP thấp hơn



Nguồn: Ngân hàng Trung ương Thái Lan, S&P Global, HSC

Biểu đồ 15: Dân số

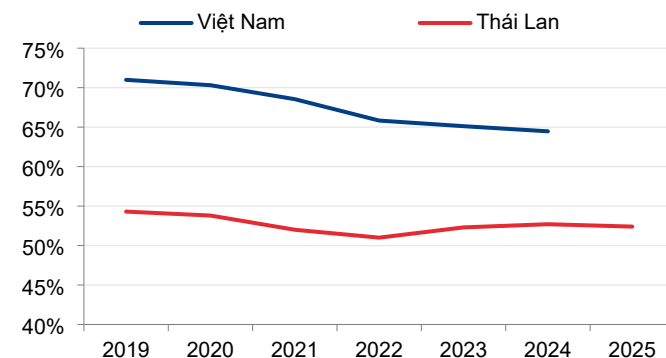
Việt Nam có quy mô dân số lớn hơn và tốc độ tăng dân số nhanh hơn



Nguồn: CEIC

Biểu đồ 16: Lao động phi chính thức

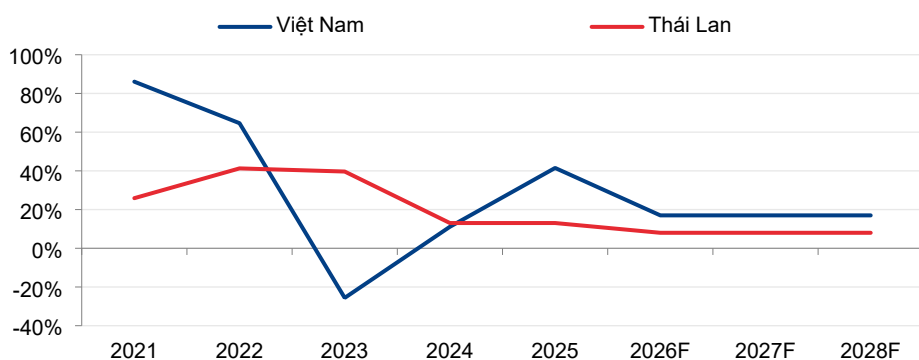
Tỷ lệ lao động phi chính thức đang giảm tại cả hai thị trường, nhưng vẫn cao hơn đáng kể ở Việt Nam



Nguồn: Cục Thống kê Việt Nam, Cơ quan Thống kê Quốc gia Thái Lan

Biểu đồ 17: Tăng trưởng dự nợ cầm đồ theo năm

Việt Nam được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao hơn



Nguồn: Ngân hàng Trung ương Thái Lan, KKPS, FiinGroup, HSC

Việc siết khung pháp lý tại Thái Lan đã ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngành, làm nổi bật môi trường pháp lý linh hoạt hơn của Việt Nam

Việc siết chặt quy định là một trong những trở ngại lớn nhất đối với ngành cho vay cầm cố đăng ký xe của Thái Lan, ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận và tỷ suất sinh lời. Môi trường pháp lý đã thay đổi đáng kể từ năm 2019 khi NHTW Thái Lan tiếp quản việc giám sát lĩnh vực này trong bối cảnh nợ hộ gia đình gia tăng và nhiều người tiêu dùng khiếu nại.

Mức trần lãi suất được áp dụng từ năm 2020 và hiện đang ở mức 23% đối với vay cầm cố đăng ký xe máy và 24% đối với vay cầm cố đăng ký xe ô tô. Phí xử lý khoản

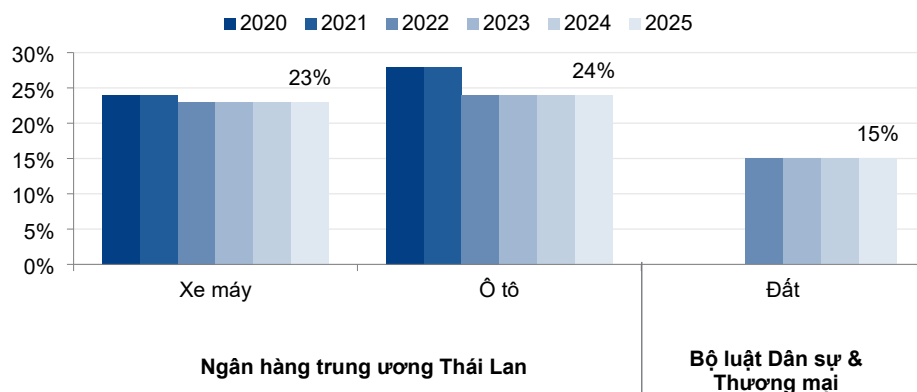
vay, phí trả trước hạn, phí trả chậm và các loại phí khác cũng được quản lý chặt chẽ hơn. Những biện pháp này đã làm giảm lợi suất cho vay thực tế. Tăng trưởng lợi nhuận của 3 công ty cho vay cầm cố đăng ký xe lớn nhất Thái Lan đã giảm từ mức hai chữ số trước năm 2020 xuống chủ yếu ở mức một chữ số trong những năm gần đây. Hệ số ROE bình quân cũng giảm từ khoảng 30% năm 2018 xuống 15-16% vào năm 2025.

Ngành cầm đồ của Việt Nam hiện đang hoạt động theo một khung pháp lý linh hoạt hơn. Các cửa hàng cầm đồ, bao gồm cả các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe, không được phân loại là tổ chức tín dụng và do đó không chịu sự giám sát trực tiếp của NHNNVN. Thay vào đó, những đơn vị này chịu sự giám sát của Bộ Công an và một khuôn khổ pháp lý rộng hơn bao gồm Luật Dân sự, Luật Hình sự, Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư và các quy định về bảo vệ dữ liệu cá nhân. Mặc dù Luật Dân sự quy định lãi suất tối đa theo hợp đồng là 20%/năm, các tiệm cầm đồ có thể tính phí dịch vụ riêng. Những khoản phí này có thể khiến chi phí thực tế khách hàng phải trả cao hơn đáng kể so với lãi suất theo hợp đồng.

Khuôn khổ hiện tại cho phép lãi suất linh hoạt hơn so với thị trường được quản lý chặt chẽ tại Thái Lan, giúp nâng cao lợi suất cho vay. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy rủi ro đáng kể về khả năng siết chặt quy định trong tương lai.

Biểu đồ 18: Tràn lãi suất đối với các sản phẩm cho vay cầm cố đăng ký xe chính, Thái Lan

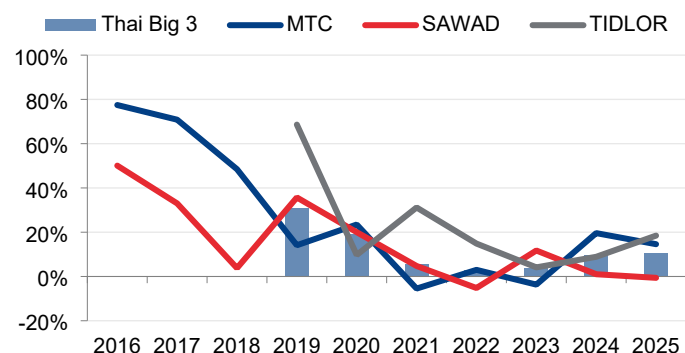
Tràn lãi suất tạo áp lực lên khả năng sinh lời của các đơn vị cho vay cầm cố đăng ký xe



Nguồn: Ngân hàng Trung ương Thái Lan, Bộ luật Dân sự và Thương mại Thái Lan, HSC

Biểu đồ 19: Tăng trưởng lợi nhuận, các đơn vị cho vay cầm cố đăng ký xe lớn tại Thái Lan

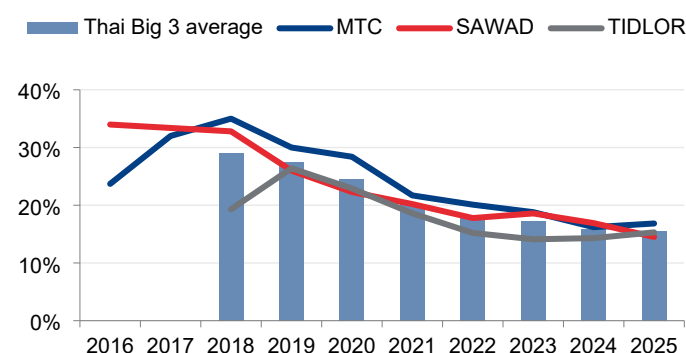
Tăng trưởng lợi nhuận đã chậm lại, từ mức hai chữ số xuống còn một chữ số



Nguồn: Các công ty, Bloomberg, HSC

Biểu đồ 20: Hệ số ROE, các đơn vị cho vay cầm cố đăng ký xe lớn tại Thái Lan

Hệ số ROE liên tục giảm qua các năm



Nguồn: Các công ty, Bloomberg, HSC

Những thách thức mang tính cấu trúc của Thái Lan được phản ánh qua việc giảm định giá

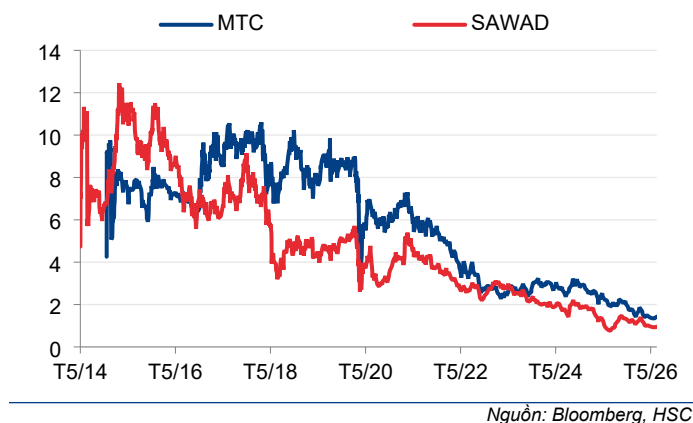
Các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe tại Thái Lan từng được xem là những cổ phiếu tăng trưởng cao. MTC, công ty lớn nhất trong ngành, từng ghi nhận P/B trượt 12 tháng cao nhất khoảng 10 lần và P/E trượt 12 tháng khoảng 60 lần vào năm 2015.

Tuy nhiên, các yếu tố bất lợi – lợi nhuận tăng trưởng chậm lại, hệ số ROE thu hẹp và quy định thắt chặt – đã khiến định giá của ngành bước vào chu kỳ giảm dần đều. MTC đang giao dịch với P/B khoảng 1,4 lần và P/E khoảng 9,2 lần.

Khi đòn bẩy tài chính hộ gia đình tăng cao và sự can thiệp của cơ quan quản lý hạn chế triển vọng tăng trưởng dài hạn, NĐT ngày càng xem các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe tại Thái Lan là cổ phiếu giá trị và cổ tức thay vì cổ phiếu tăng trưởng cao.

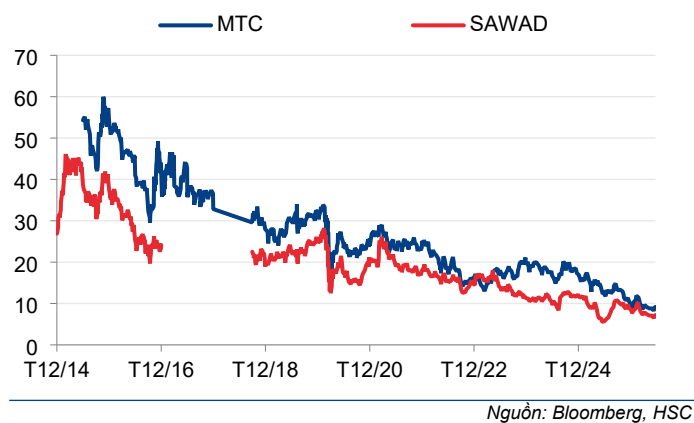
Biểu đồ 21: P/B trượt 12 tháng, MTC và SAWAD

P/B và...



Biểu đồ 22: P/E trượt 12 tháng, MTC và SAWAD

...P/E đều giảm đáng kể



Bài học cho Việt Nam

Chúng tôi cho rằng kinh nghiệm của Thái Lan cho thấy 3 bài học chính đối với Việt Nam:

- Các công ty cho vay cầm cố đăng ký xe có tiềm năng đáng kể để giành thị phần từ các cửa hàng cầm đồ truyền thống khi người vay ngày càng muốn giữ lại quyền sử dụng phương tiện của mình.
- Gánh nặng nợ hộ gia đình thấp hơn và phân khúc khách hàng chưa được phục vụ rộng lớn tại Việt Nam mở ra triển vọng đáng kể cho tăng trưởng dài hạn.
- Khuôn khổ pháp lý hiện hành giúp nâng cao lợi suất cho vay và khả năng sinh lời. Tuy nhiên, kinh nghiệm của Thái Lan cho thấy rằng khả năng thắt chặt quy định có thể làm suy giảm lợi nhuận của ngành.

Biểu đồ 23: So sánh ngành cầm đồ/cho vay cầm cố bằng giấy tờ sở hữu tài sản, Việt Nam và Thái Lan

Thái Lan đang ở giai đoạn phát triển hơn của ngành, qua đó cho thấy dư địa tăng trưởng của Việt Nam vẫn còn lớn, đồng thời phản ánh những rủi ro dài hạn đi kèm khi thị trường bước vào giai đoạn ổn định



Nguồn: HSC

F88: Chào bán đại chúng và niêm yết trên sàn HOSE thời gian tới

Chúng tôi đánh giá F88 là công ty dẫn đầu một lĩnh vực hấp dẫn với tiềm năng tăng trưởng đáng kể. Thị trường cầm đồ phân mảnh cao của Việt Nam mở ra cơ hội cho các công ty hàng đầu giành thị phần khi ngành này được chính thức hóa. BLĐ đặt kế hoạch nâng thị phần lên 5,1% vào năm 2030 (từ 2,5% hiện tại) với tốc độ CAGR LNTT đạt 38% và hệ số ROE bền vững ở mức khoảng 30% trong giai đoạn 2026-2030. Để hỗ trợ tăng trưởng, F88 lên kế hoạch huy động 1,56 nghìn tỷ đồng thông qua việc phát hành 22 triệu cổ phiếu mới (9% tổng số cổ phiếu đang lưu hành sau chào bán) với giá 71.000đ/cp (thấp hơn 4% so với thị giá), tương đương P/B sau chào bán năm 2026 là 3,5 lần, P/E là 19 lần và PEG là 0,76 lần dựa trên kế hoạch kinh doanh năm 2026 của BLĐ.

Tổng quan về F88

F88 được thành lập năm 2013 và cho ra mắt sản phẩm cho vay cầm cố đăng ký xe vào năm 2018, sau đó nhanh chóng mở rộng mạng lưới cửa hàng, trở thành chuỗi cửa hàng cầm đồ lớn nhất Việt Nam. Mạng lưới 972 văn phòng giao dịch của F88 là kênh phân phối chính. Công ty cũng vận hành ứng dụng di động dành cho khách hàng hiện hữu và hợp tác với các ngân hàng – CIMB (từ năm 2022) và MBB (từ năm 2025) – cung cấp nguồn vốn giải ngân theo thỏa thuận chia sẻ rủi ro và lợi nhuận. Bên cạnh HĐKD cầm đồ cốt lõi, F88 cũng phân phối bảo hiểm, chủ yếu bán kèm theo hợp đồng vay.

NDT tổ chức nắm giữ tổng cộng 53,8% cổ phần của công ty. Mekong Capital là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 36,1% cổ phần thông qua các quỹ đầu tư. MEF III, đơn vị nắm giữ phần lớn cổ phần, dự kiến sẽ kết thúc chu kỳ đầu tư vào năm 2027, trong khi MEF IV dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư cho đến khoảng năm 2033.

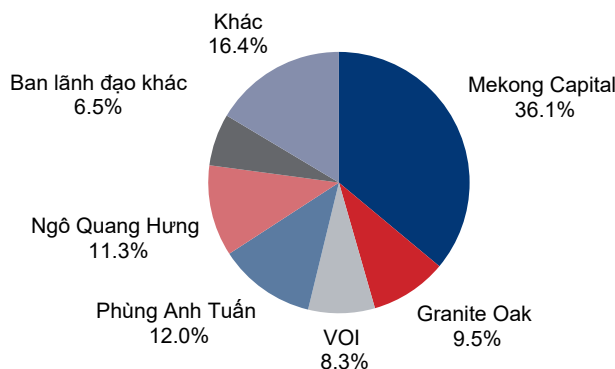
Lợi thế chính: F88 là công ty dẫn đầu một thị trường phân mảnh với tiềm năng đáng kể được chính thức hóa. Quy mô, mạng lưới phân phối, khả năng tiếp cận vốn và cơ sở hạ tầng hoạt động của công ty sẽ hỗ trợ việc tăng thị phần và tăng trưởng lợi nhuận.

Rủi ro chính:

- **Rủi ro pháp lý:** Khung pháp lý chặt chẽ hơn có thể hạn chế tăng trưởng và khả năng sinh lời thông qua các biện pháp quản lý như giới hạn quy mô mở rộng, lãi suất cho vay thực tế hoặc phí.
- **Rủi ro tín dụng:** Tập khách hàng của F88 vốn nhạy cảm hơn với chu kỳ kinh tế và biến động thị trường, điều này có thể làm suy yếu chất lượng tài sản và nâng cao chi phí tín dụng trong giai đoạn suy thoái kinh tế.
- **Rủi ro cổ đông và thanh khoản:** Việc một quỹ PE dự kiến thoái vốn và số lượng cổ phiếu free-float hạn chế có thể tạo ra tình trạng dư cung cổ phiếu tiềm tàng.

Biểu đồ 24: Cơ cấu cổ đông

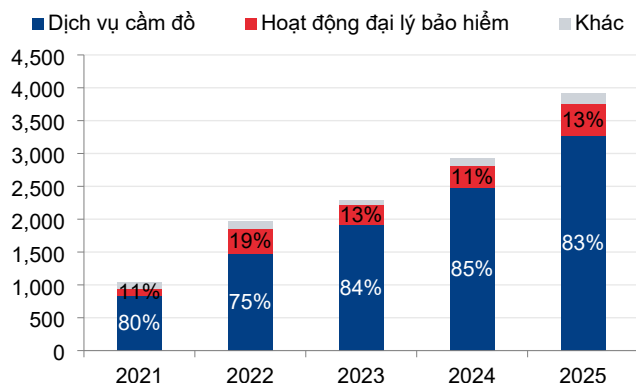
Mekong Capital là cổ đông lớn nhất. Tỷ lệ free float ở mức tương đối thấp



Nguồn: F88, HSC

Biểu đồ 25: Cơ cấu tổng thu nhập HĐ, F88 (tỷ đồng)

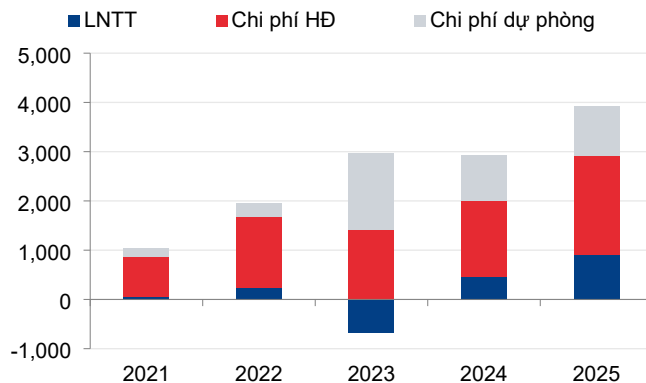
Dịch vụ cầm đồ và đại lý bảo hiểm là hai mảng đóng góp thu nhập chính của F88



Nguồn: F88, HSC

Biểu đồ 26: Cơ cấu chi phí và LNTT, F88 (tỷ đồng)

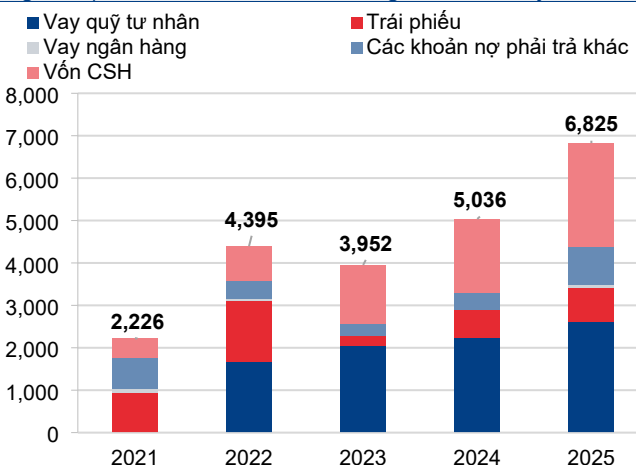
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đã cải thiện theo thời gian. Kiểm soát chất lượng tài sản là yếu tố then chốt để có lợi



Nguồn: F88, HSC

Biểu đồ 27: Cơ cấu tổng nợ phải trả và vốn CSH, F88 (tỷ đồng)

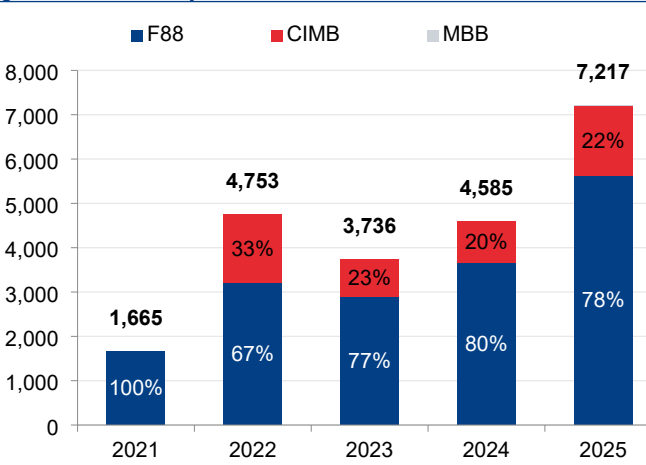
Nợ vay từ các quỹ tín dụng tư nhân (các khoản vay nước ngoài bằng USD) và vốn chủ sở hữu là hai nguồn vốn chủ yếu của F88



Nguồn: F88, HSC

Biểu đồ 28: Cơ cấu dư nợ cho vay theo nguồn vốn, F88 (tỷ đồng)

F88 cũng sử dụng nguồn vốn từ các ngân hàng đối tác để giải ngân các khoản vay theo cơ chế chia sẻ rủi ro và lợi nhuận



Ghi chú: Dư nợ từ CIMB và MBB là các khoản mục ngoại bảng của F88
Nguồn: F88, HSC

Bảng 29: Các sản phẩm cho vay chủ lực của F88 (2025)

	Dư nợ cho vay		Số lượng tài sản bảo đảm		Giá trị khoản vay bình quân Triệu đồng	Kỳ hạn vay bình quân Tháng	Lãi suất cho vay bình quân/tháng	LTV bình quân
	Tỷ đồng	%	Số lượng	%				
Đăng ký xe máy	3,814	53%	468,975	93%	12	8	6.0%	54.2%
Đăng ký ô tô	3,402	47%	34,710	7%	146	5	4.2%	48.1%

Nguồn: F88, HSC

Tóm tắt tình hình tài chính: Tăng trưởng và hiệu quả sinh lời mạnh mẽ

Tăng trưởng mạnh và lợi nhuận cao bất chấp gián đoạn năm 2023

- Tăng trưởng cho vay mạnh mẽ: F88 liên tục ghi nhận tăng trưởng cho vay mạnh với danh mục cho vay mở rộng với tốc độ trung bình 47% trong giai đoạn 2020-2025 nhờ số lượng chi nhánh tăng trưởng với tốc độ CAGR 26% và tỷ lệ khách hàng quay lại cao (khoảng 70% theo số liệu mới nhất). Tốc độ tăng trưởng của công ty cao hơn 1,6 lần so với toàn ngành tài chính thay thế trong cùng kỳ, giúp công ty giành thêm thị phần.
- Hiệu quả sinh lời cao và đang cải thiện: Cả hai phân khúc kinh doanh cốt lõi của F88 đều có biên lợi nhuận hấp dẫn. Lợi suất cho vay thực tế cao giúp tỷ lệ NIM duy trì ở mức cao, trong khi mảng phân phối bảo hiểm mang lại nguồn thu phí đáng kể.

Hệ số ROA và ROE đã cải thiện lên mức kỷ lục lần lượt 12% và 35% vào năm 2025, nhờ tỷ lệ NIM ngày càng mở rộng và hiệu quả hoạt động cải thiện (hệ số CIR giảm).

- Tỷ lệ spread (chênh lệch lãi suất) cải thiện: Tỷ lệ spread đã mở rộng lên 41% vào năm 2025 từ 38% vào năm 2021, chủ yếu do chi phí huy động giảm xuống 15% từ 20%. Điều này phản ánh việc đẩy mạnh các hình thức huy động ngân hàng hợp tác kể từ năm 2022, không phát sinh chi phí huy động tại F88, cũng như hồ sơ tín dụng ngày càng cải thiện của công ty.
- Chất lượng tài sản ổn định dần sau khủng hoảng: Chất lượng tài sản sụt giảm mạnh vào năm 2023 do sự giám sát chặt chẽ hơn của cơ quan quản lý đối với các hoạt động thu hồi nợ và bối cảnh kinh tế vĩ mô kém tích cực. Hậu khủng hoảng 2023, cả tỷ lệ nợ xấu (xóa nợ/giải ngân) và chi phí tín dụng ròng (chi phí dự phòng trừ các khoản thu hồi/giải ngân) đều đã cải thiện nhưng vẫn cao hơn giai đoạn trước năm 2023.

Kết quả này vượt trội so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của chúng tôi

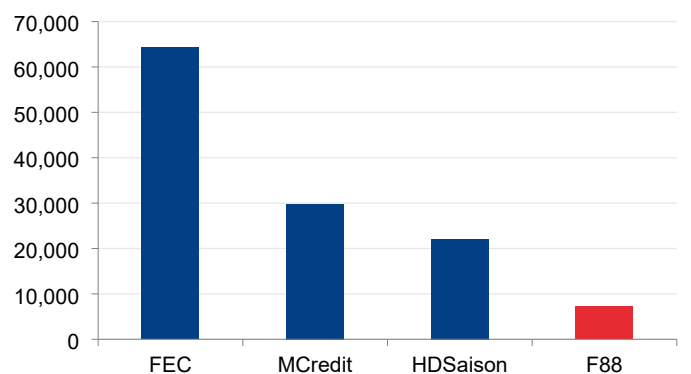
Do không có sẵn số liệu tài chính của các đối thủ cạnh tranh trực tiếp với F88, HSC so sánh F88 với 3 công ty tài chính trong phạm vi phân tích của chúng tôi vì có tệp khách hàng tương tự với hồ sơ rủi ro tín dụng tương đối cao.

Nhìn chung, F88 vượt trội với các chỉ số hoạt động chính tốt hơn các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của chúng tôi. Điều này phản ánh cả khả năng triển khai mạnh mẽ và mô hình hoạt động linh hoạt vì F88 không phải tuân theo một số hạn chế quy định áp dụng cho các công ty tài chính như hạn chế tỷ lệ giải ngân trực tiếp bằng tiền mặt, giới hạn cấp tín dụng và cấm bán chéo bảo hiểm không bắt buộc.

Chúng tôi trình bày các chỉ số chính so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của chúng tôi như sau:

Biểu đồ 30: Quy mô dư nợ cho vay, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC (tỷ đồng, 2025)

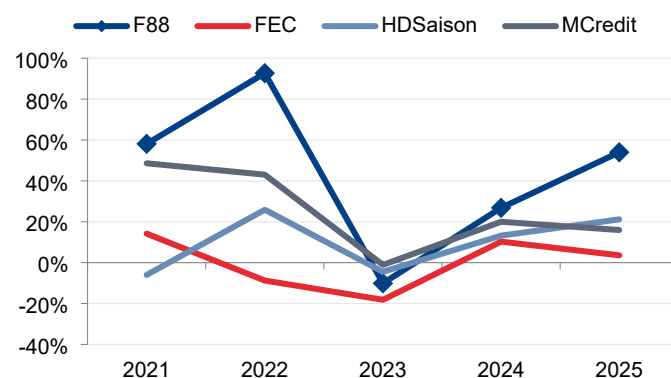
Quy mô dư nợ của F88 vẫn còn khiêm tốn so với các công ty tài chính hàng đầu



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 31: Tăng trưởng cho vay, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC

Nhưng công ty đang tăng trưởng cho vay nhanh hơn



Nguồn: Các công ty, HSC

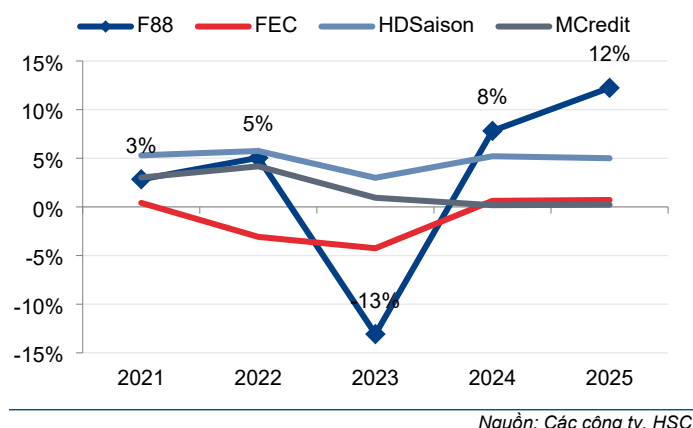
Bảng 32: Tăng trưởng thu nhập thuần, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC

F88 ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận vượt trội, phản ánh quy mô hoạt động mở rộng mạnh mẽ và khả năng sinh lời được cải thiện

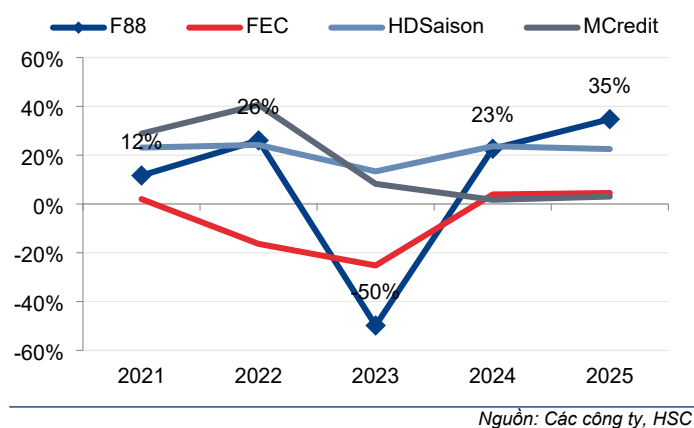
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
F88	51	167	-546	351	726
Tăng trưởng		228%	-427%		107%
FEC	313	-2,376	-2,965	408	492
Tăng trưởng		-860%		20%	
HDSaison	800	919	530	969	1,098
Tăng trưởng		15%	-42%	83%	13%
MCredit	480	960	240	51	94
Tăng trưởng		100%	-75%	-79%	82%

Nguồn: Các công ty, HSC

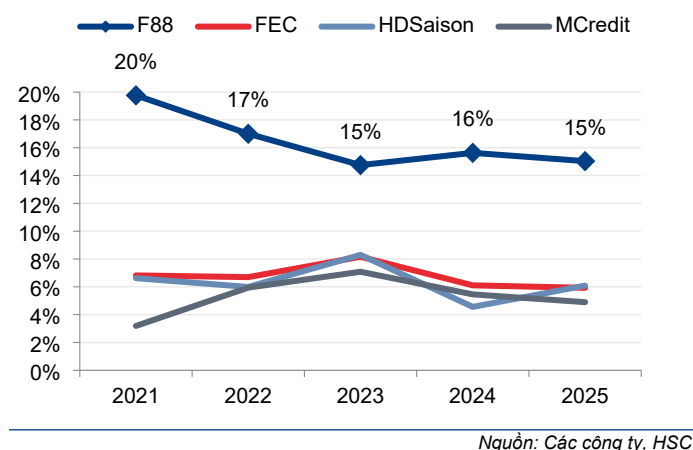
Biểu đồ 33: Hệ số ROA, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC
Hệ số ROA...



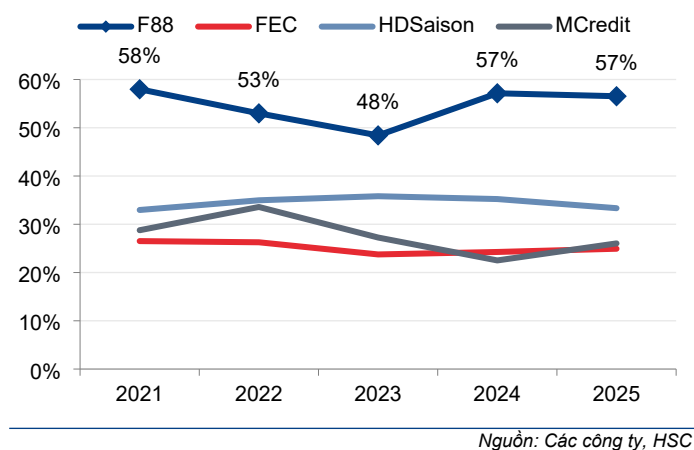
Biểu đồ 34: ROE, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC
...và ROE của F88 đều đang cải thiện và hiện đang cao hơn so với các công ty khác



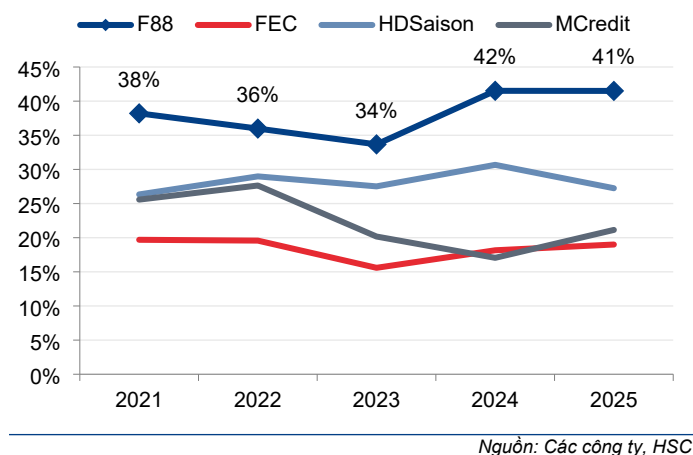
Biểu đồ 35: Chi phí huy động, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC
So với các công ty khác, chi phí huy động của F88 ở mức cao hơn nhưng đang có xu hướng giảm



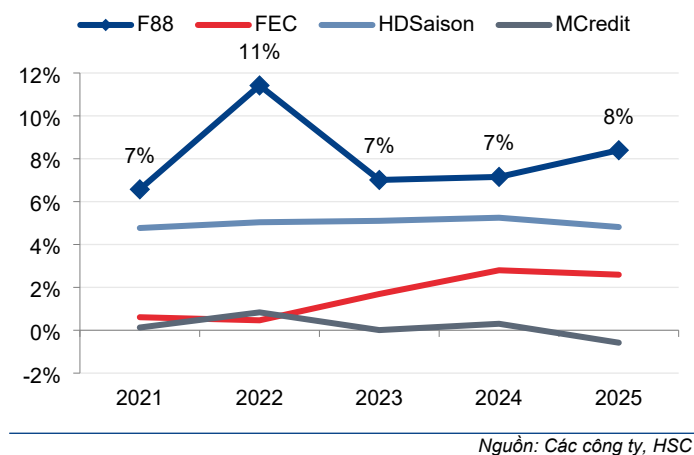
Biểu đồ 36: Lợi suất gộp, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC
Lợi suất gộp của F88 cũng cao hơn



Biểu đồ 37: Spread, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC
Spread của F88 cao hơn đáng kể so với các công ty khác

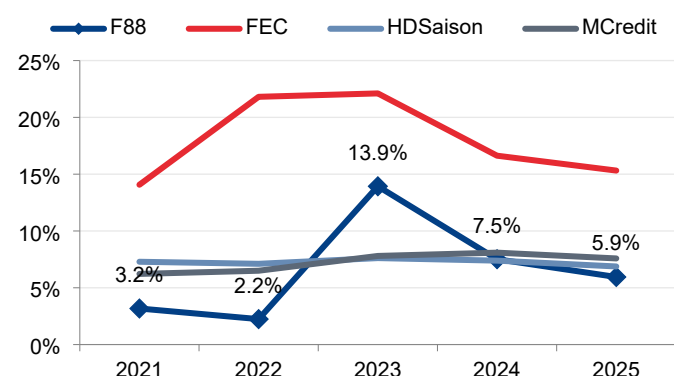


Biểu đồ 38: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC
Hiệu quả thu phí cũng tương tự



Biểu đồ 39: Tỷ lệ nợ xấu, F88 so với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích của HSC

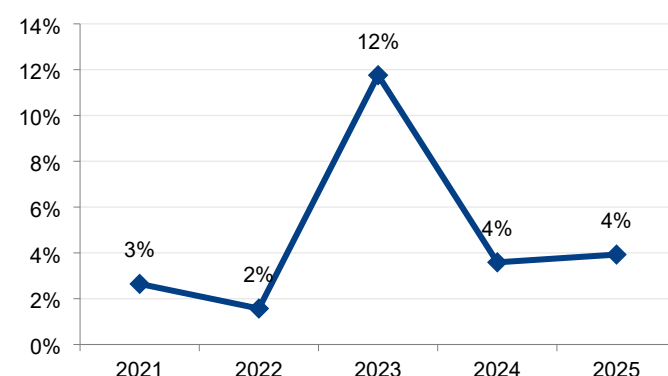
Tỷ lệ nợ xấu...



Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng ròng của F88 được tính theo tỷ lệ trên tổng giá trị giải ngân. Do thiếu dữ liệu giải ngân của các công ty tài chính, chúng tôi không thể thực hiện so sánh trực tiếp với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích. Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 40: Chi phí tín dụng sau thu hồi nợ xấu, F88

...và chi phí tín dụng sau thu hồi nợ xấu đều đang ổn định sau giai đoạn khủng hoảng



Lưu ý: Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng ròng của F88 được tính theo tỷ lệ trên tổng giá trị giải ngân. Do thiếu dữ liệu giải ngân của các công ty tài chính, chúng tôi không thể thực hiện so sánh trực tiếp với các công ty tài chính trong phạm vi phân tích. Nguồn: F88, HSC

Tầm nhìn đầy tham vọng cho giai đoạn 2026-2030

BLĐ đặt tầm nhìn cho F88 trở thành chuỗi cửa hàng tài chính hàng đầu Việt Nam chuyên phục vụ khách hàng bình dân. Trong chu kỳ 5 năm 2026-2030, BLĐ đã đặt ra các mục tiêu tài chính đầy tham vọng với tăng trưởng bằng cân đối và lợi nhuận ở mức hai chữ số cao, đồng thời duy trì hệ số ROE cao. Ngoài ra, các mục tiêu đáng chú ý nhất là tốc độ tăng trưởng CAGR dư nợ cho vay đạt 35%, gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng dự kiến của ngành, CAGR LNTT 38% và hệ số ROE bình quân đạt 30% (tương đương năm 2025 ở mức 34,4% và tương đương các công ty cùng ngành hàng đầu của Thái Lan trong những năm tốt nhất).

Các động lực tăng trưởng chính:

- Mở rộng mạng lưới đối tác đồng thời tiếp tục phát triển mạng lưới cửa hàng: F88 dự kiến mở rộng mạng lưới lên 1.500-2.000 cửa hàng vào năm 2030 (tốc độ tăng trưởng CAGR 10-16%). Trong tương lai, BLĐ dự định ưu tiên đa dạng hóa kênh phân phối thay vì mở rộng số lượng cửa hàng nhanh chóng như giai đoạn trước thông qua đẩy mạnh kênh app và mở rộng quan hệ đối tác với các ngân hàng.
- Gia tăng đóng góp từ thu nhập ngoài lãi: Mặc dù cho vay cầm đồ vẫn là hoạt động kinh doanh cốt lõi, công ty dự kiến đa dạng hóa cơ cấu doanh thu thông qua nâng cao thu nhập ngoài lãi, dẫn đầu là phí phân phối bảo hiểm, đồng thời mở rộng dần sang các sản phẩm đầu tư và dịch vụ đại lý ngân hàng.
- Duy trì tỷ lệ spread: BLĐ đặt mục tiêu giảm dần cả chi phí huy động và lợi suất cho vay gộp trong khi vẫn duy trì tỷ lệ spread hiện tại. Chi phí huy động được kỳ vọng sẽ giảm xuống nhờ độ uy tín cải thiện và khả năng được nâng hạng xếp hạng tín nhiệm. Đồng thời, BLĐ dự kiến sẽ giảm lợi suất cho vay từ mức hiện tại để hỗ trợ mở rộng thị phần. Công ty cũng coi đây là một bước đi thận trọng để giảm thiểu rủi ro pháp lý tiềm ẩn nếu các cơ quan chức năng thắt chặt giới hạn lãi suất và phí cho vay trong tương lai.
- Tiếp tục duy trì kỷ luật chi phí và kiểm soát chặt chẽ hơn hệ số CIR.

Bảng 41: Tầm nhìn 5 năm đến năm 2030

F88 đặt mục tiêu gia tăng thị phần và cải thiện khả năng sinh lời, với tham vọng đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số trên hầu hết các chỉ tiêu trọng yếu

	2020-2025	2025-2030	Chênh lệch
CAGR 5 năm			
Tăng trưởng số lượng cửa hàng	26%	10-16%	Giảm 9,6-15,6 điểm phần trăm
Tăng trưởng cho vay	47%	35%	-12,5 điểm phần trăm
Tăng trưởng thu nhập từ dịch vụ cầm đồ	49%	32%	-16,8 điểm phần trăm
Tăng trưởng thu nhập từ hoạt động đại lý bảo hiểm	63%	43%	-20,0 điểm phần trăm
Tăng trưởng LNTT	102%	38%	-64,5 điểm phần trăm
Thị phần (cuối kỳ)	2.5%	5.1%	+2,6 điểm phần trăm
Khả năng sinh lời			
Lợi suất gộp (bình quân)	55%	49%	-5,6 điểm phần trăm
Chi phí huy động (bình quân)	16%	12%	-4,4 điểm phần trăm
Spread (bình quân)	38%	37%	-1,2 điểm phần trăm
Hệ số CIR (cuối kỳ)	51%	42%	-8,9 điểm phần trăm
Hệ số ROE (bình quân)	9%	30%	+20,9 điểm phần trăm
	Loại trừ 2023 (lỗ): 24%		+6,2 điểm phần trăm
Chất lượng tài sản			
Xóa nợ ròng/Tổng giá trị giải ngân	4.5%	5.5%	+1,0 điểm phần trăm

Nguồn: F88, HSC

Việc thực hiện kế hoạch sẽ phụ thuộc vào khả năng F88 duy trì chất lượng tài sản trong khi mở rộng danh mục cho vay. Năng lực huy động và chi phí, những thay đổi về quy định và tốc độ chuyển đổi của khách hàng sang các kênh số hóa là những biến số chính ảnh hưởng đến kế hoạch của BLĐ.

Kế hoạch phát hành đại chúng và niêm yết trên sàn HOSE

F88 dự kiến phát hành 22 triệu cổ phiếu mới với giá 71.000đ/cp, ước tính thu về khoảng 1,56 nghìn tỷ đồng. Số cổ phiếu này sẽ chiếm khoảng 9% tổng số cổ phiếu đang lưu hành sau khi phát hành. Mục đích sử dụng chính là tăng vốn cho CTCP Kinh doanh F88, công ty con cốt lõi của tập đoàn, và hỗ trợ mở rộng hoạt động kinh doanh cầm đồ.

Giá chào bán thấp hơn 4% so với thị giá của F88 tính đến ngày 17/7/2026. Dựa trên kế hoạch năm 2026 của BLĐ, P/B và P/E sau phát hành lần lượt là 3,5 lần và 19 lần.

Thương vụ này sẽ củng cố vốn CSH của F88 và giảm thiểu sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay có chi phí cao hơn. Tuy nhiên, định giá này tương đương mức thặng dư định giá đáng kể so với các công ty cho vay cầm đồ lâu năm tại Thái Lan, phản ánh mục tiêu tăng trưởng và hệ số ROE tham vọng của F88. Tính bền vững của định giá này sẽ phụ thuộc vào khả năng hoàn thành các mục tiêu tăng trưởng đồng thời duy trì chất lượng tài sản và kỷ luật hoạt động.

F88 dự định chuyển sàn niêm yết từ UPCOM sang HOSE sau đợt chào bán công khai, tùy thuộc vào sự chấp thuận của cơ quan quản lý và điều kiện thị trường. Việc niêm yết trên sàn HOSE có thể cải thiện thanh khoản giao dịch, mở rộng cơ hội tiếp cận NGĐT tổ chức và yêu cầu các tiêu chuẩn cao hơn về công bố thông tin và quản trị doanh nghiệp.

Chúng tôi chưa đưa ra khuyến nghị đối với F88. Các chỉ số định giá được trình bày ở trên dựa trên kế hoạch kinh doanh năm 2026 của BLĐ và không phải là dự báo hoặc khuyến nghị đầu tư của HSC.

Bảng 42: Thông tin đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng

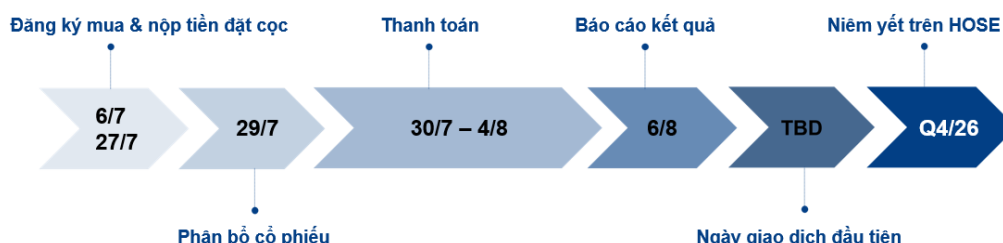
F88 dự kiến phát hành 22 triệu cổ phiếu mới, tương đương 9% tổng số lượng cổ phiếu lưu hành sau phát hành, với giá chào bán 71.000đ/cổ phiếu

Thông tin đợt chào bán		
Số lượng cổ phiếu chào bán	22.025.190 cổ phiếu mới 9% tổng số lượng cổ phiếu lưu hành sau khi phát hành	
Giá chào bán	71.000đ/cổ phiếu Thấp hơn 4% so với giá thị trường (ngày 15/7)	
Tổng số tiền huy động	1.564 tỷ đồng	
Các bội số định giá (2026F)	Trước phát hành (pre money)	Sau phát hành (post money)
P/B	4,66	3,50
P/E	17,25	18,98
PEG	0,69	0,76

Lưu ý: Chúng tôi sử dụng kế hoạch kinh doanh năm 2026 của F88 đã được thông qua tại ĐHĐCĐ, với LNTT kế hoạch đạt 1.311 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ. Kết quả 6T26 đã hoàn thành 61% kế hoạch này, vượt tiến độ, qua đó cho thấy các chỉ số định giá thực tế có thể còn hấp dẫn hơn.
Nguồn: F88, HSC

Biểu đồ 43: Lộ trình chào bán cổ phiếu ra công chúng và niêm yết trên HOSE, F88

Sau đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng trong Q3/2026, F88 hướng tới niêm yết trên HOSE trong Q4/2026



Nguồn: F88, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn