

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

Báo cáo Cập nhật

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

KBC

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND) 32.000

Giá hiện tại (VND) 27.000

Tỷ lệ tăng giá 18,4%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 18,4%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-24,2	4,2	1,1	-19,8
Tương đối	-24,1	7,3	-5,0	-26,7

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

CTCP Phát triển Xanh bền vững Châu Á Thái Bình Dương	9,19%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Phát triển Kinh Bắc	7,05%
Đặng Thành Tâm	5,53%

Thông kê

23/10/26

Mã Bloomberg	KBC VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	24.150 – 38.200
SL lưu hành (triệu cp)	942
Vốn hóa (tỷ đồng)	25.427
Vốn hóa (triệu USD)	969
Room khối ngoại còn lại (%)	42,8
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	72,6
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.290.525
VND/USD	26.040
Index: VNIIndex / HNX	1774,15/262,70

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC)

KQKD Q3/2026 tăng trưởng mạnh svck khi khu công nghiệp (KCN) mới là Quế Võ 2 mở rộng bàn giao 56 ha. Chúng tôi kỳ vọng công ty tiếp tục đẩy nhanh việc bàn giao và ghi nhận doanh thu từ các KCN mới trong Q4/2026 và giữ nguyên dự phóng năm 2026. Đối với năm 2027, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng hai chữ số khi các KCN mới bắt đầu ghi nhận doanh thu nhiều hơn và công ty được kỳ vọng sẽ duy trì sức hút đối với các tập đoàn sản xuất công nghiệp điện tử và công nghệ cao. Chuyển giá mục tiêu sang cuối năm 2027 là 32.000 đ/cp, cao hơn 18% so với giá hiện tại. Duy trì khuyến nghị Khả quan.

KBC ghi nhận KQKD Q3/2026 rất khả quan với doanh thu đạt 3.187 tỷ đồng (+137% svck) và LNST đạt 937 tỷ đồng, tăng gấp 3 lần svck chủ yếu nhờ bàn giao 56 ha tại KCN mới là Quế Võ 2 mở rộng.

Tuy nhiên, KQKD 9T2026 vẫn còn thấp so với kế hoạch với doanh thu đạt 5.112 tỷ đồng (+1% svck) và LNST đạt 1.197 tỷ đồng (-23% svck) do quá trình đền bù, giải phóng mặt bằng các KCN mới kéo dài trong nửa đầu năm khiến KBC chưa thể đẩy nhanh tiến độ bàn giao và ghi nhận. Trong 9T2026, KBC bàn giao 76 ha (-28% svck), chủ yếu tại KCN Quế Võ 2 mở rộng (56 ha) và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (12 ha). Trong Q4/2026, chúng tôi dự kiến KBC bàn giao ~100 ha với doanh thu ~3.000 tỷ đồng.

Tình hình thu hút FDI của Việt Nam vẫn khả quan bất chấp bất ổn chính trị ở Trung Đông và việc Hoa Kỳ đang điều tra 2 vấn đề là dư thừa công suất và sở hữu trí tuệ để điều chỉnh mức thuế đối với Việt Nam sau khi áp mức thuế 12,5% đối với vấn đề lao động cưỡng bức. Tổng vốn FDI đăng ký trong 9 tháng đầu năm 2026 đạt hơn 50 tỷ USD (+76% svck), vượt xa mức cả năm 2025 là 38,4 tỷ USD. FDI giải ngân vẫn tăng trưởng đều, đạt hơn 21 tỷ USD (+12% svck).

Chính phủ đã trình Quốc hội Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung Luật Đầu tư vào tháng 10/2026. Trong đó, có một số điều chỉnh tác động tích cực đến ngành BĐS KCN như kéo dài thời hạn hoạt động của dự án trong KCN sinh thái tối đa 70 năm và cho phép chủ đầu tư được áp dụng phương pháp khấu hao nhanh đối với tài sản trong KCN sinh thái. Chúng tôi cho rằng điều này giúp đẩy nhanh tiến độ đạt mục tiêu 10% số lượng KCN sinh thái của chính phủ vào năm 2030 và giảm thuế thu nhập chịu thuế của các chủ đầu tư trong giai đoạn đầu vận hành. Chúng tôi kỳ vọng những KCN sinh thái mới của KBC là Trảng Duệ 3, Bình Giang và Phú Bình sẽ được hưởng lợi.

Do nhà nước tích cực hỗ trợ về mặt chính sách và lãi suất cho phân khúc nhà ở xã hội (NOXH) nên hai dự án đang triển khai là NOXH thị trấn Nénh và NOXH trong KĐT Trảng Duệ đạt tỷ lệ hấp thụ và bàn giao khả quan. Doanh thu chuyển nhượng BĐS trong 9T2026 đạt 1.214 tỷ đồng (+74% svck) với biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 13%.

	2023	2024	2025	2026F	2027F
DT Thuần (tỷ đồng)	5.618	2.776	6.687	8.149	9.056
Tăng trưởng	491,3%	-50,6%	140,9%	21,9%	11,1%
LNST công ty mẹ (tỷ đồng)	2.245	423	2.208	2.206	2.478
Tăng trưởng	42,4%	-81,2%	422,0%	-0,1%	12,4%
EPS (hiệu chỉnh; VND)	2.646	498	2.495	2.231	2.507
Tăng trưởng	32,8%	-81,2%	401,0%	-10,6%	12,4%
ROE	11,9%	2,1%	9,7%	8,2%	8,5%
Nợ ròng/VCSH (x)	4,7%	8,2%	48,0%	49,0%	50,7%
P/E (lần)	10,2	54,2	10,8	12,1	10,8
P/B (lần)	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

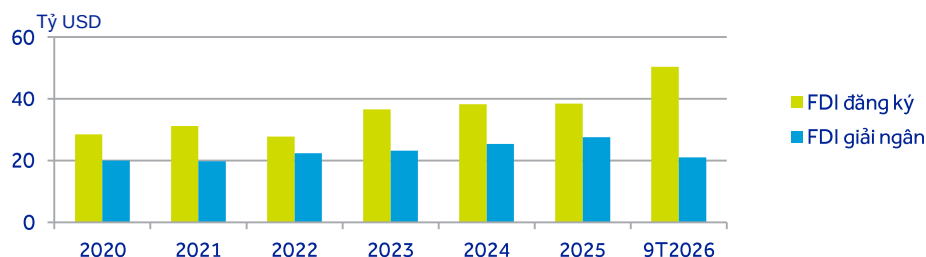
Tỷ lệ đòn bẩy tăng mạnh trong nửa đầu năm 2026 nhưng cải thiện trong Q3/2026 trong khi lãi suất có dấu hiệu hạ nhiệt trong tháng 10. Trong Q3/2026, tổng nợ vay đi ngang so với Q2/2026, đạt mức 33.824 tỷ đồng nhưng tăng hơn 4.000 tỷ đồng so với đầu năm, trong đó vay ngân hàng chiếm 98%, còn lại là trái phiếu. Trong 9T2026, tỷ lệ Nợ ròng/VCSH tăng từ 48% lên 77,7% vào cuối Q2/2026 và đi ngang ở mức 77,8%, vào cuối Q3/2026. Nợ ròng/EBITDA cũng tăng từ 4,9 lần lên 12,2 lần vào Q2/2026 và giảm xuống 8,5 lần vào Q3/2026 nhờ KQKD tích cực của quý này. Chúng tôi duy trì kỳ vọng tiến độ bàn giao đất KCN và thu tiền cho thuê được đẩy nhanh trong Q4/2026 và tỷ lệ Nợ ròng/VCSH cuối 2026 sẽ giảm xuống 49,0% và Nợ ròng/EBITDA giảm xuống 4,5 lần. Với chủ trương giảm lãi suất của NHNN gần đây thì chúng tôi kỳ vọng áp lực trả lãi vay của KBC sẽ giảm trong thời gian tới.

Đối với năm 2027, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng hai chữ số với doanh thu ước đạt 9.056 tỷ đồng (+11% svck) và LNST ước đạt 2.478 tỷ đồng (+12% svck) nhờ ghi nhận khoảng 150 ha đất công nghiệp tại Quê Võ 2 mở rộng, Tân Phú Trung, 3 cụm công nghiệp tại Hưng Yên và Trảng Duệ 3 và tiếp tục bàn giao NOXH tại 2 dự án thị trấn Nénh và trong Khu đô thị Trảng Duệ. Dự phóng này không bao gồm thu nhập đáng kể từ giao dịch bán sỉ các lô đất trong Khu đô thị Trảng Cát.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026	Svck	9T2025	9T2026	Svck	Kế hoạch 2026	% Kế hoạch	% Dự phóng
Doanh thu	1.347	3.187	137%	5.039	5.112	1%	10.000	57%	70%
KCN	851	2.466	190%	3.681	3.293	-11%			
BDS	285	497	74%	696	1214	74%			
Cho thuê kho, xưởng	64	66	4%	175	180	3%			
Điện, nước	144	156	9%	354	422	19%			
Khác	4	2	-58%	133	2	-99%			
Lợi nhuận gộp	827	1.723	108%	2.588	2.572	-1%			
Doanh thu tài chính	90	80	-11%	388	602	55%			
Chi phí tài chính	237	358	51%	461	926	101%			
Chi phí BH & QLDN	207	231	11%	504	523	4%			
LNST	312	937	200%	1.563	1.197	-23%	3.000	40%	54%

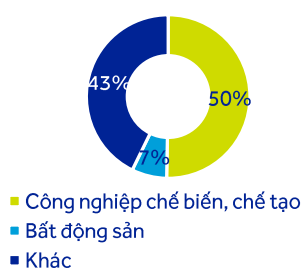
Hình 1: Tình hình thu hút FDI vào Việt Nam



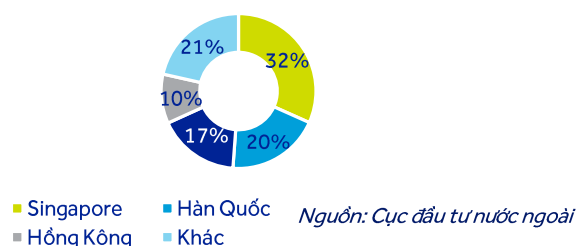
Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài

Hình 2: FDI 9 tháng đầu năm 2026

FDI theo ngành



FDI theo đối tác



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài

Bảng 2: Cập nhật dự án KCN

STT	Tên dự án	Vị trí	TLSH	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm (ha)	DT thương phẩm còn lại	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê trung bình (USD/m2/kỳ hạn còn lại)	Tiến độ
KCN đã lấp đầy									
1	KCN Quế Võ 1	Bắc Ninh	100,0%	311	192		100,0%		
2	KCN Quế Võ 2	Bắc Ninh	100,0%	300	173		100,0%		
3	KCN Quang Châu	Bắc Ninh	89,0%	426	307		100,0%		
4	KCN Trảng Duệ 1	Hải Phòng	89,3%	188	129		100,0%		
5	KCN Trảng Duệ 2	Hải Phòng	89,3%	214	133		100,0%		
KCN đang kinh doanh									
6	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	100,0%	300	204	42	78,2%	170	
7	KCN Quang Châu mr	Bắc Ninh	96,5%	90	67	5	93,3%	125	
8	KCN Tân Phú Trung	TP.HCM	72,8%	543	346	98	72,4%	280	
9	CCN Hưng Yên	Hưng Yên	96,3%	225	160	65	62,0%	91	
KCN sẽ triển khai									
10	KCN Trảng Duệ 3	Hải Phòng	89,3%	653	470	470	n/a	n/a	Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 1/2025.
11	CCN phụ trợ Trảng Duệ	Hải Phòng	89,3%	59	39	39	n/a	n/a	Đã có QH 1/500 vào tháng 2/2024. Dự kiến hoàn tất đền bù trong 2026.
12	CCN Phước Vĩnh Đông 1	Tây Ninh	100,0%	50	35	35	n/a	n/a	Đang đền bù
13	CCN Phước Vĩnh Đông 2	Tây Ninh	89,0%	49	31	31	n/a	n/a	
14	CCN Phước Vĩnh Đông 4	Tây Ninh	72,8%	50	36	36	n/a	n/a	
15	CCN Tân Tập	Tây Ninh	89,3%	71	42	42	n/a	n/a	
16	KCN Tân Tập	Tây Ninh	66,0%	654	461	461	n/a	n/a	
17	KCN Lộc Giang	Tây Ninh	72,8%	466	327	327	n/a	n/a	
18	KCN Kim Thành 2 – GĐ1	Hải Phòng	96,3%	235	158	158	n/a	n/a	Được duyệt chủ trương đầu tư T1/2025. Đang đền bù.
19	KCN Quế Võ mở rộng 2	Bắc Ninh	100,0%	140	96	96	58,2%	170	Bắt đầu bàn giao từ Q1/2026.
20	KCN Sông Hậu 2	Cần Thơ	100,0%	380	258*	258*	n/a	n/a	Được duyệt chủ trương đầu tư T6/2025. Đang đền bù.
21	KCN Bình Giang	Hải Phòng	100,0%	148	101*	101*	n/a	n/a	Được duyệt chủ trương đầu tư T6/2025. Đang đền bù. Khởi công T5/2026.
22	KCN Phú Bình	Thái Nguyên	100,0%	675	465	465	n/a	n/a	Được duyệt chủ trương đầu tư T6/2025. Khởi công tháng 12/2025. Đang triển khai giai đoạn 1 là 190ha. Đang đền bù.
23	KCN Tân Dân	Hưng Yên	96,3%	199	130	130	n/a	n/a	Được duyệt chủ trương đầu tư T2/2026.

Nguồn: KBC, ACBS.

Bảng 3: Cập nhật dự án nhà ở

STT	Tên dự án	Vị trí	TLSH	DT đất (ha)	Tiến độ
1	Khu ngoại giao đoàn	Hà Nội	100,0%	2,0	Đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để hợp tác phát triển
2	KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	100,0%	136,5	Đã đến bù 94,11 ha. Được giao đất 86,94 ha. Diện tích đang đặt chỗ là 12 ha, trong đó đã bàn giao và ghi nhận doanh thu 2,51 ha. Hiện tại, dự án đã hoàn thành 119 căn biệt thự và liền kề trên tổng số 150 căn, được cấp giấy chứng nhận QSDĐ cho 121 lô đất. Tuy nhiên, do cơ quan quản lý chưa xác định được tiền thuê đất còn lại phải nộp cho dự án, dẫn đến KBC chưa tiếp tục đưa dự án kinh doanh trở lại.
3	KDC Tân Phú Trung	TP.HCM	72,8%	47,7	Đã đến bù 100%, hiện đang hoàn thiện thủ tục pháp lý.
4	KĐT Trảng Cát	Hải Phòng	100,0%	584,9	Đã nộp tiền sử dụng đất. Được phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh vào tháng 1/2025. Dự kiến đưa vào kinh doanh từ 2026.
5	KĐT Trảng Duệ	Hải Phòng	89,3%	42,1	Cuối 2025 đã bàn giao 704 lô đất và căn biệt thự liền kề, tương đương 98%. Dự án còn 10 lô dự kiến bàn giao vào Q2/2026 và 4,55 ha đất thương mại dịch vụ chưa đưa vào kinh doanh. NOXH (3,1 ha, 10 tòa và 2.538 căn hộ): Giai đoạn 1 gồm 3 tòa nhà đã bàn giao. Giai đoạn 2 gồm 4 tòa đã bàn giao. Giai đoạn 3 gồm 3 tòa nhà được xây dựng từ Q3/2025 và bàn giao trong năm 2026.
6	NOXH thị trấn Nénh	Bắc Giang	75,9%	12,6	16 tòa với 5.287 căn hộ. Giai đoạn 1: Bàn giao và ghi nhận doanh thu cho 10 tòa từ Q4/2021. Giai đoạn 2: Xây dựng 6 tòa vào Q1/2025 và dự kiến bàn giao từ năm 2026.
7	Khu tái định cư Lộc Giang	Tây Ninh	72,8%	31	Đang hoàn thiện pháp lý
8	Khu tái định cư Tân Tập	Tây Ninh	89,3%	11,9	Đang hoàn thiện pháp lý
9	Khu tái định cư CCN Phước Vĩnh Đông 2	Tây Ninh	89,3%	10,5	Đang hoàn thiện pháp lý
10	Khu tái định cư CCN Phước Vĩnh Đông 4	Tây Ninh	72,8%	10,5	Đang hoàn thiện pháp lý
11	Trung tâm hội nghị tỉnh Hưng Yên	Hưng Yên	96,3%	45	n/a
12	Trump International Hưng Yên	Hưng Yên	96,3%	889	Khởi công xây dựng vào T5/2025
13	Hải Phòng Central Point	Hải Phòng	100,0%	4,7	Khởi công xây dựng vào T7/2025. Gồm 8 tòa tháp với 1.500 căn hộ và 1 tòa khách sạn-văn phòng
14	Láng Hạ	Hà Nội	99,0%	0,4	Mua dự án vào tháng 12/2025
15	NOXH Tiên Dương 2	Hà Nội	n/a	39,5	Chấp thuận chủ trương T12/2024. Gồm 3.344 căn NOXH và 114 căn nhà ở thương mại thấp tầng
16	NOXH Phượng Mao 2	Bắc Ninh	100,0%	1,7	Chấp thuận chủ trương đầu tư T2/2026. Gồm 3 tòa nhà với 1.062 căn hộ
17	Công viên Tâm Linh Bảo Lạc	Bắc Ninh	58,0%	117,0	Đang đến bù. Bao gồm khu nghĩa trang 25ha và khu công viên 92ha.

Nguồn: KBC, ACBS

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá hiện tại (VNĐ):	27.000	Giá mục tiêu (VNĐ):	32.000	Vốn hóa (Tỷ đồng):	25.427
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2023	2024	2025	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	5.618	2.776	6.687	8.149	9.056	
Tăng trưởng doanh thu	491,3%	-50,6%	140,9%	21,9%	11,1%	
GVHB trừ khấu hao	1.791	1.327	3.316	4.086	4.464	
Chi phí bán hàng và QLDN	813	558	753	918	1.020	
Chi phí bán hàng và QLDN/DTT	14,5%	20,1%	11,3%	11,3%	11,3%	
EBITDA	3.015	891	2.618	3.146	3.572	
Tỷ suất EBITDA	53,7%	32,1%	39,2%	38,6%	39,4%	
Khấu hao	133	165	182	200	220	
Lợi nhuận từ HĐKD	2.883	726	2.437	2.946	3.352	
Biên LN HĐKD	51,3%	26,1%	36,4%	36,1%	37,0%	
Lãi trong công ty liên danh, liên kết	(8)	16	192	192	192	
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay)	112	7	169	345	0	
Chi phí tài chính (trừ lãi vay)	47	-10	25	31	35	
Chi phí lãi vay ròng	364	143	1.504	2.874	2.791	
Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình	16,3%	10,8%	20,7%	21,3%	18,7%	
Lợi nhuận khác	17	-211	328	0	0	
Thuế	646	299	721	551	620	
Thuế suất thực tế	22,3%	41,5%	24,6%	20,0%	20,0%	
LNST	2.459	464	2.313	2.310	2.596	
Lợi ích cổ đông thiểu số	214	41	105	104	117	
LNST của cổ đông công ty mẹ	2.245	423	2.208	2.206	2.478	
Biên lợi nhuận ròng	40,0%	15,2%	33,0%	27,1%	27,4%	
Tiền mặt đạt được	2.163	547	2.285	2.301	2.581	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	768	768	942	942	942	
EPS (VNĐ)	2.646	498	2.495	2.231	2.507	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)	2.646	498	2.495	2.231	2.507	
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh	32,8%	-81,2%	401,0%	-10,6%	12,4%	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2023	2024	2025	2026F	2027F
Thay đổi vốn lưu động	-853	4.797	8.645	4.503	5.190
Capex	1.251	475	-3	-3	-3
Các khoản mục dòng tiền khác	794	3.990	-8.988	904	904
Dòng tiền tự do	2.560	-736	-15.344	-1.295	-1.702
Phát hành cp	130	1	4.216	-	-
Cổ tức đã trả	130	0	0	-	-
Thay đổi nợ ròng	-2.560	735	11.129	1.295	1.702
Nợ ròng cuối năm	954	1.689	12.817	14.112	15.815
Vốn CSH	20.221	20.645	26.726	28.827	31.188
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.045	2.087	1.925	2.117	2.329
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23.679	24.176	26.335	28.362	30.644
Nợ ròng / VCSH	4,7%	8,2%	48,0%	49,0%	50,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,3	1,9	4,9	4,5	4,4
Tổng tài sản	33.434	44.730	69.581	72.978	77.041

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2023	2024	2025	2026F	2027F
ROE	11,9%	2,1%	9,7%	8,2%	8,5%
ROA	6,3%	1,0%	3,8%	3,0%	3,2%
ROIC	6,1%	0,6%	3,9%	3,7%	3,6%
WACC	14,4%	14,1%	12,6%	12,7%	12,7%
EVA	-8,3%	-13,5%	-8,7%	-9,0%	-9,1%
P/E (x)	10,2	54,2	10,8	12,1	10,8
EV/EBITDA (x)	13,7	46,3	15,7	13,1	11,5
EV/FCF (x)	16,1	-56,0	-2,7	-31,8	-24,2
P/B (x)	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
P/S (x)	4,5	9,2	3,8	3,1	2,8
EV/Doanh thu (x)	7,3	14,9	6,2	5,1	4,6
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà Léman Luxury, 117 Nguyễn Đình Chiểu,
Phường Xuân Hoà, TP. HCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

Số 10 Phan Chu Trinh, Phường Cửa Nam, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9396

PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Email: research.gr@acbs.com.vn
trangdm@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn
groupis@acbs.com.vn

Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 6879 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ

MUA: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 20% so với giá thị trường.

KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) trong khoảng -10% và 10% so với giá thị trường.

KÉM KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

BÁN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 20% so với giá thị trường.

KHUYẾN CÁO

Vui lòng nhấp vào [đây](#) để xem toàn văn Khuyến cáo, bao gồm: Xác nhận của chuyên viên phân tích, Công bố thông tin quan trọng, Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm.

Trường hợp liên kết phía trên không hoạt động, vui lòng truy cập trực tiếp tại:

https://acbs.com.vn/acbsmedia/2026/07/KhuyenCao_VI.pdf