

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Chuyên viên Phân tích - Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Mua

01/12/2021

Giá mục tiêu VND 114,700

Tăng/giảm (%)	43.3
Giá hiện tại (01/12/2021)	80,000
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	6,141

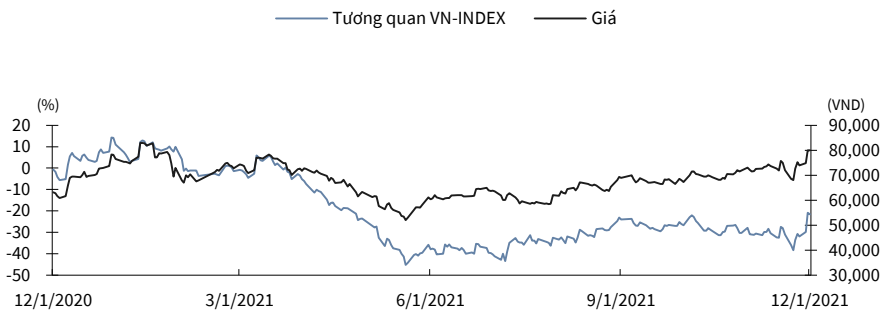
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	50.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/USD)	34.3/1.51
Sở hữu nước ngoài (%)	45.91%
Cổ đông lớn nhất	Kustoshem (17.55%)

Dự phóng KQKD & định giá

FY-End	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	23,733,028	14,558,086	8,787,879	21,337,772
Tốc độ tăng trưởng (%)	-16.9%	-38.7%	-39.6%	142.8%
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	1,048,107	856,407	377,879	960,200
Biên lợi nhuận gộp (%)	4.4%	5.9%	4.3%	4.5%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	710,917	334,554	132,502	426,207
Tốc độ tăng trưởng (%)	-52.9%	-52.9%	-60.4%	221.7%
EPS (VNĐ)	8,970	4,219	1,671	5,375
Tăng trưởng EPS	-53.5%	-53.0%	-60.4%	221.7%
P/E	8.9	19.0	47.9	14.9

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 114,700 VNĐ/cp đối với Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons với triển vọng phục hồi từ mức nền thấp với giá trị hợp đồng kí mới khả quan và vị thế đầu ngành.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Triển vọng tích cực của ngành xây dựng trong trung-dài hạn. Chúng tôi cho rằng trong giai đoạn tới, ngành xây dựng được hỗ trợ bởi những yếu tố sau: (1) Phục hồi nguồn cung BĐS; (2) Giải quyết các nút thắt trong đầu tư công sẽ được triển khai vào nửa cuối 2021 và đầu năm 2022.

Phục hồi từ mức nền thấp, giá trị lượng hợp đồng kí mới cao. Đại dịch COVID gây cản trở quá trình thi công, gây áp lực lớn lên doanh thu và tỷ suất lợi nhuận tại quý 2 và quý 3 năm 2021. Tuy nhiên theo thông tin từ ban lãnh đạo thì giá trị hợp đồng kí mới trong 9M2021 đạt khoảng 18,000 tỷ VNĐ, cao hơn kì vọng. Lượng hợp đồng kí mới cao tạo động lực phục hồi về doanh thu cho CTD trong giai đoạn tới.

Bước đầu chuyển hướng sang xây dựng cơ sở hạ tầng. CTD đang từng bước tiến vào ngành xây dựng cơ sở hạ tầng. Chúng tôi đánh giá cao hướng đi này bởi ngành xây dựng hạ tầng hưởng lợi lớn từ việc đẩy mạnh đầu tư công.

Nền tảng tài chính vững mạnh, định giá hấp dẫn. CTD hiện đang được giao dịch với P/B đạt 0.73x, thấp hơn so với trung bình ngành cũng như lịch sử P/B của CTD. Với nền tảng tài chính tốt, lượng tiền mặt lớn và không có nợ vay cùng vị thế đầu ngành, KBSV cho rằng CTD xứng đáng được giao dịch ở mức định giá cao hơn.

RỦI RO

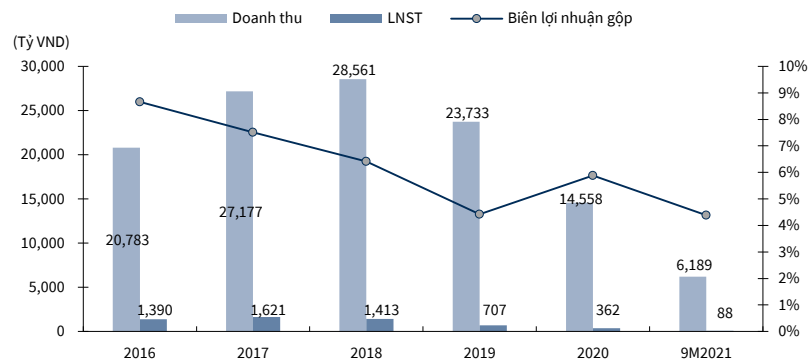
Rủi ro dịch bệnh gây ảnh hưởng đến quá trình thi công các hợp đồng mới cũng như giá thành đầu vào

Rủi ro từ chi phí trích lập dự phòng đến từ các khoản phải thu các dự án từ thời BLĐ cũ.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

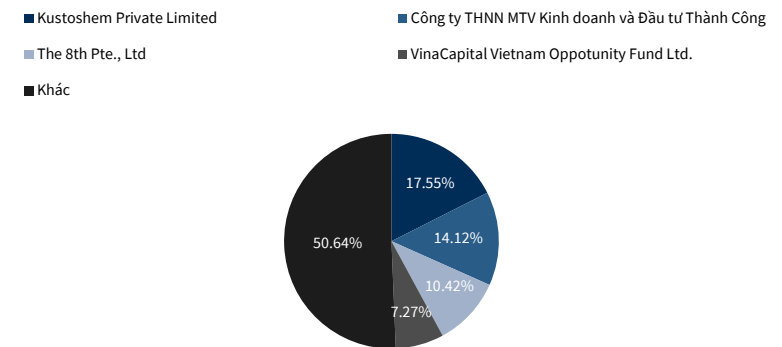
3Q2021, CTD ghi nhận doanh thu đạt 1,070 tỷ VND, giảm 61.9% YoY, lợi nhuận gộp 3Q2021 đạt 16.8 tỷ VND, giảm 90.8% YoY do: (1) Giãn cách xã hội gây ảnh hưởng đến quá trình thi công, (2) giá nguyên vật liệu tăng cao; (3) giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ 2020 thấp khiến LNST âm 11.8 tỷ VND. Lũy kế 9M2021, doanh thu đạt 6,189 tỷ VND, giảm 39.9% YoY; LNST đạt 87.6 tỷ VND, giảm 76.3% YoY.

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh CTD giai đoạn 2016-9M2021



Nguồn: CTD

Biểu đồ 3. Cơ cấu cổ đông CTD



Nguồn: CTD

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

CTD là một trong những Đơn vị xây dựng hàng đầu tại Việt Nam với hàng loạt các dự án lớn trong cả nước với vai trò tổng thầu, thiết kế và thi công.

1. Triển vọng tích cực của ngành xây dựng trong trung-dài hạn

Chúng tôi kì vọng ngành xây dựng sẽ phục hồi tích cực trong giai đoạn tới dựa trên các yếu tố sau đây:

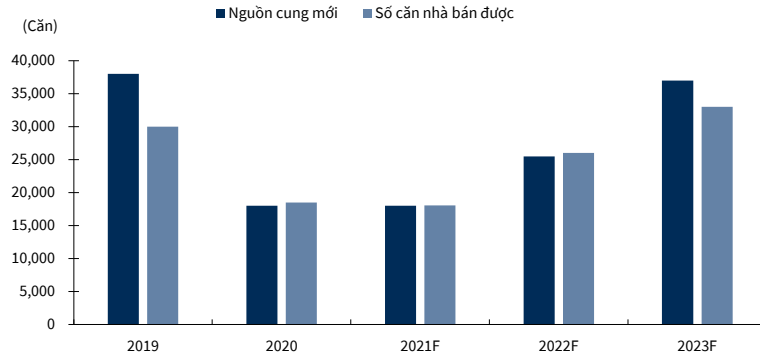
— **Phục hồi của thị trường BĐS nhà ở:** Tính đến quý 3/2021, nguồn cung tiếp tục phục hồi chậm do dịch bệnh COVID-19. Tại TP.HCM, theo CBRE, số lượng căn bán 9 tháng đầu năm ghi nhận 8,965 căn, giảm 17% YoY do nguồn cung sụt giảm. Tại Hà Nội, do giãn cách làm ảnh hưởng tới tiến độ tiếp thị và bàn giao nhà, lượng căn hộ bán được trong 9 tháng đầu năm đạt 10,981 căn, giảm 1% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng thị trường Bất động sản sẽ phục hồi từ quý 4/2021 dựa trên các lý do sau:

- + Nguồn cung dồn nén sau dịch bật lên sau khoảng thời gian dài giãn cách. Theo CBRE dự báo, năm 2022, tại Hà Nội nguồn cung mới và số căn nhà bán được dự báo tăng lần lượt ở mức 42% và 44% YoY, đạt khoảng 25 nghìn và 26 nghìn căn hộ. Trong khi tại Tp.HCM, trên mức nền thấp 2021, nguồn cung mới và số căn nhà bán ước tính lần lượt tăng 64% và 67% YoY, đạt khoảng 23 nghìn và 20 nghìn căn hộ vào năm 2022.
- + Môi trường lãi suất thấp thúc đẩy nhu cầu vay vốn mua nhà hoặc đầu tư BĐS. Trong nửa cuối 2021 và 2022, dự báo mặt bằng lãi suất Việt Nam và thế giới tiếp tục duy trì ở mức thấp nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng và các gói tín dụng ưu đãi của ngân hàng, tạo điều kiện cho hoạt động cho vay BĐS.

— **Các nút thắt trong đầu tư công sẽ được triển khai vào nửa cuối 2021 và 2022:** Tổng giải ngân vốn đầu tư công cả nước lý kế 6 tháng đầu năm 2021 mới chỉ đạt 36.8% tổng kế hoạch, tăng 10.2% so với cùng kỳ. Tốc độ giải ngân vốn chậm được giải thích bởi một số lý do chính sau (i) Dịch bệnh COVID-19 ảnh hưởng đến tiến độ thi công dự án; (ii) Các khâu thiết kế, tính toán kế hoạch không sát thực tế nên mất thời gian hiệu chỉnh, đặc biệt trong bối cảnh giá vật liệu xây dựng leo thang; (iii) Giải phóng mặt bằng vẫn còn tồn đọng vướng mắc, thủ tục pháp lý khắt khe. Theo đó, chính phủ cũng đưa ra một số giải pháp thúc đẩy tiến độ như đáp ứng nguồn cung nguyên vật liệu, đẩy nhanh quá trình thanh toán, nghiệm thu, quyết toán, điều chuyển chủ đầu tư với dự án chậm giải ngân. Dưới áp lực của dịch COVID-19 tác động lên tăng trưởng kinh tế, chúng tôi tin rằng giá trị giải ngân đầu tư công sẽ có sự cải thiện rõ rệt đáng kể trong cuối năm

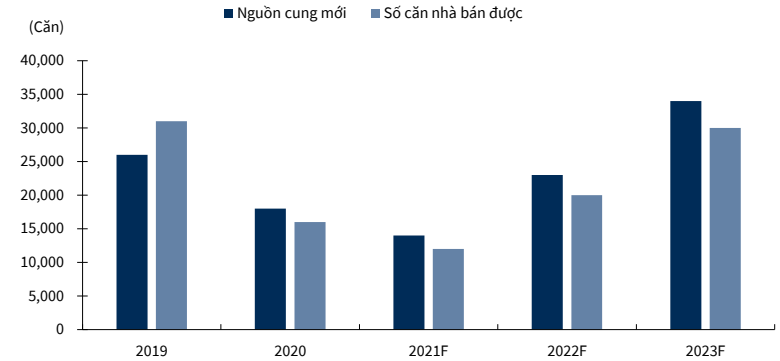
2021 và 2022 nhằm hỗ trợ đà tăng trưởng. Dự kiến tổng số vốn ngân sách Nhà nước đầu tư trong giai đoạn 2021 – 2025 là 2.87 triệu tỷ đồng. Số vốn bố trí bình quân cho 1 dự án là 210.4 tỷ đồng, cao gấp 2.4 lần trong giai đoạn 2016 – 2020.

Biểu đồ 4. Dự đoán nguồn cung căn hộ mới và số căn bán được tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 5. Dự đoán nguồn cung căn hộ mới và số căn bán được tại TP.HCM



Nguồn: CBRE

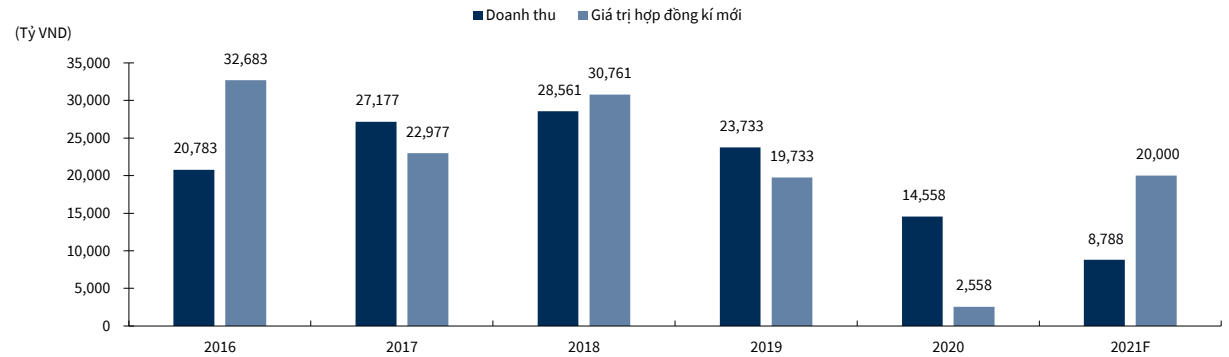
2. Phục hồi từ mức nền thấp, giá trị hợp đồng kí mới cao

Tranh chấp nội bộ gây ảnh hưởng nặng nề đến kết quả kinh doanh giai đoạn 2020-2021. Những vướng mắc về nội bộ và thay đổi cơ cấu nhân sự trong năm 2020 khiến CTD bị ảnh hưởng nặng nề. Minh chứng rõ nét nhất của sự thay đổi chính là giá trị hợp đồng kí mới của CTD giảm nhẹ từ năm 2019 và giảm mạnh mẽ nhất trong 2020. Bên cạnh đó, chất lượng các khoản phải thu cũng là vấn đề đáng lo ngại khi CTD đã đẩy mạnh trích lập dự phòng phải thu trong năm 2020 và tiếp tục trích lập 55 tỷ VND trong 9M2021. Mặc dù vậy chúng tôi kì vọng khó khăn của CTD sẽ được cải thiện trong thời gian tới dựa trên một số yếu tố:

- **Giá trị hợp đồng kí mới cao.** Theo Ban lãnh đạo, tổng giá trị hợp đồng kí mới của CTD trong 9T2021 đạt khoảng 18 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng đến hết năm 2021, tổng giá trị hợp đồng kí mới của CTD có thể đạt 20 nghìn tỷ đồng gần đạt mức Ban lãnh đạo kì vọng trước đó. Với lượng hợp đồng kí mới có giá trị cao này, chúng tôi tin rằng doanh thu kế từ năm 2022 sẽ chuyển biến tích cực, khi mở cửa xã hội sau COVID và quá trình thi công trở về bình thường.
- **Năng lực BLĐ mới phần nào được chứng minh.** Với lượng backlog mới, khách hàng là những cái tên mới như

BIM, Ecopark, BW Industrial thay vì những cái tên quen thuộc như Vinhomes trước đây phần nào chứng minh được năng lực của BLĐ trong việc mang lại những hợp đồng giá trị cho CTD. Với danh tiếng và kinh nghiệm CTD đạt được trong quá khứ cùng với các mối quan hệ quốc tế từ Kusto group, chúng tôi tin rằng CTD vẫn là sự lựa chọn tốt đối với các chủ đầu tư, đặc biệt là các dự án vốn đầu tư nước ngoài, yêu cầu về mặt kỹ thuật cao.

Biểu đồ 6. Doanh thu và giá trị hợp đồng kí mới ước tính giai đoạn 2016-2021F



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

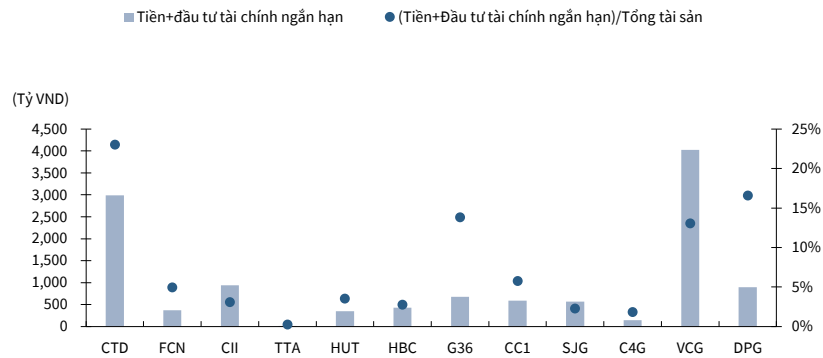
3. Bước đầu chuyển hướng sang mảng xây dựng cơ sở hạ tầng

Theo ban lãnh đạo, công ty có kế hoạch sẽ phát hành trái phiếu 1,000 tỷ đồng. Nguồn tiền này sẽ bổ sung giúp công ty tham gia vào các dự án thầu xây dựng cơ sở hạ tầng (EPC). Do chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này, chiến lược của CTD là sẽ chậm rãi tham gia vào từng mảng bằng cách trở thành các nhà thầu phụ đến nhà thầu tổng cho từng dự án. Mặc dù rào cản gia nhập ngành của mảng xây dựng cơ sở hạ tầng là cao hơn so với xây dựng dân dụng do đòi hỏi trình độ kỹ thuật cao, tuy nhiên với triển vọng đầu tư công tích cực cùng với thương hiệu và nguồn lực hiện có, chúng tôi kì vọng mảng xây dựng hạ tầng sẽ có những đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận của CTD trong dài hạn.

4. Nền tảng tài chính vững mạnh

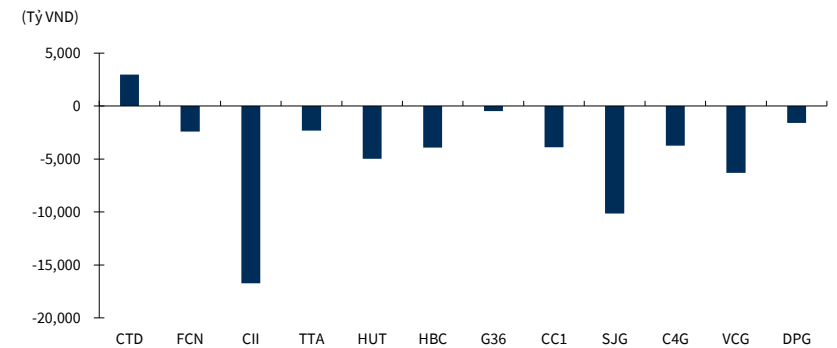
— **Nền tảng tài chính vững mạnh.** So với các đối thủ cùng ngành, CTD có bảng cân đối tài chính khỏe mạnh với cơ cấu nợ/tổng tài sản đạt 36.1% và hoàn toàn không có nợ vay. Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố cốt lõi để CTD trụ vững trong giai đoạn COVID-19 gây ảnh hưởng xấu đến tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành và là nền tảng giúp doanh nghiệp phục hồi mạnh mẽ sau dịch. Bên cạnh đó, CTD sở hữu lượng tiền mặt lớn với tỷ lệ tiền mặt và đầu tư ngắn hạn/tổng tài sản đạt 23.0%, cao nhất trong nhóm các doanh nghiệp ngành xây dựng, là doanh nghiệp duy nhất có lượng tiền ròng dương trong nhóm các doanh nghiệp được theo dõi, tạo điều kiện thanh toán linh hoạt hơn cho chủ đầu tư cũng như thầu phụ, qua đó tạo lợi thế cạnh tranh trong hoạt động đấu thầu và đàm phán hợp đồng.

Biểu đồ 7. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn các doanh nghiệp xây dựng 3Q2021



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 8. Tiền ròng (tiền + đầu tư tài chính ngắn hạn - nợ va) các doanh nghiệp xây dựng

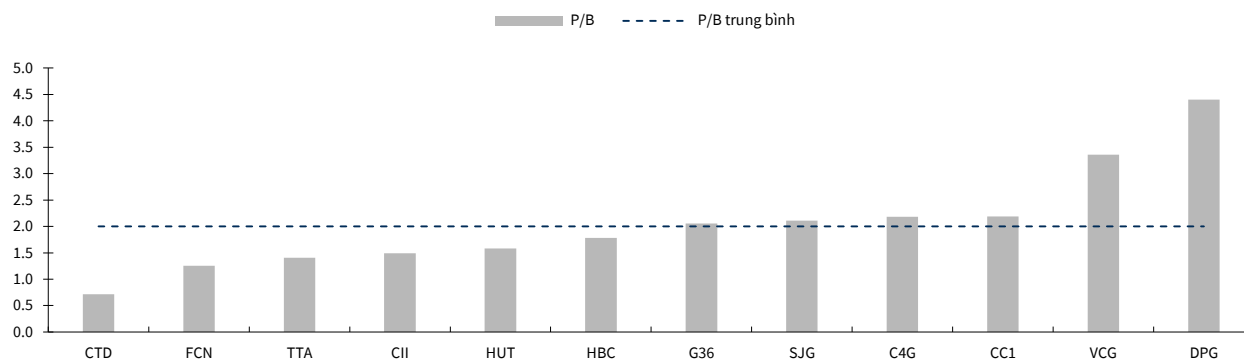


Nguồn: Fiinpro, KBSV

4. Định giá hấp dẫn

— **Định giá hấp dẫn.** Hiện tại CTD đang giao dịch ở vùng giá 80,000 VND/cp tương đương P/B trailing đạt 0.75x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình P/B 5 năm của CTD là 1.3x cũng như tương quan so với các doanh nghiệp xây dựng cùng ngành như HBC (1.7x), CII (1.5x), FCN (1.3x). Với vị thế đầu ngành cùng với triển vọng hồi phục mạnh mẽ trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng CTD xứng đáng có mức định giá cao hơn so với thời điểm hiện tại.

Biểu đồ 9. Doanh thu và giá trị hợp đồng kí mới ước tính giai đoạn 2016-2023F



Nguồn: Fiinpro, KBSV

YẾU TỐ RỦI RO

- **Rủi ro dịch bệnh.** Trong trường hợp dịch bệnh có những biến chuyển tiêu cực, hoạt động kinh doanh của CTD sẽ bị ảnh hưởng nặng nề: (1) tiến độ thực hiện các hợp đồng sẽ bị trì hoãn do giãn cách xã hội; (2) giá nguyên vật liệu tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp. KBSV đánh giá rủi ro này ở mức thấp-trung bình do tỷ lệ tiêm chủng ở Việt Nam đã ở mức cao và Chính Phủ đã có kinh nghiệm đối phó với dịch, các chính sách sẽ hạn chế việc giãn cách xã hội để tránh ảnh hưởng đến sức khỏe nền kinh tế.
- **Rủi ro chi phí trích lập dự phòng khoản phải thu còn tăng cao.** Với tỷ lệ phải thu ngắn hạn/tổng tài sản đạt 52.8%, chất lượng các khoản phải thu là vấn đề cần theo dõi trong hoạt động kinh doanh của CTD, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế vẫn đang gặp khó khăn do ảnh hưởng của dịch bệnh. Dưới góc độ thận trọng, trong mô hình dự báo, chúng tôi dự phóng công ty sẽ trích lập thêm khoảng 200 tỷ mỗi năm vào giai đoạn 2022- 2023 và không tăng thêm kể từ 2024.

ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD 2021-2022

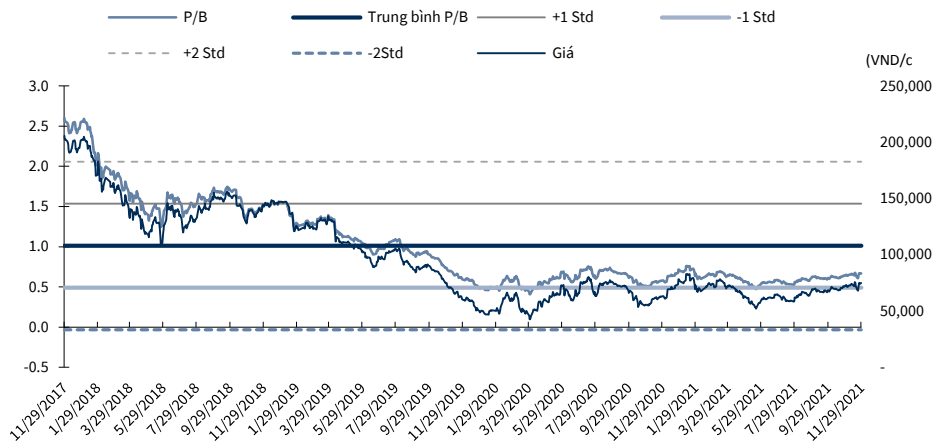
KBSV dự phóng doanh thu năm 2021 đạt 8,788 tỷ VND, giảm 39.6% YoY; LNST đạt 133 tỷ VND, giảm 60.4% YoY do ảnh hưởng của dịch bệnh đến hoạt động thi công công trình và giá nguyên vật liệu tăng.

Với lượng đơn hàng kí mới kì vọng cao, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 tích cực với doanh thu đạt 21,337 tỷ VND, tăng 142.8% YoY; LNST đạt 426.2 tỷ VND, tăng 221.7% YoY.

ĐỊNH GIÁ

Sau khi đánh giá triển vọng kinh doanh cùng các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTD, giá mục tiêu đạt 114,700 VND/cp, upside 43.3% so với mức giá đóng cửa ngày 01/12/2021 dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp đối chiếu lịch sử P/B theo tỷ lệ 50:50. Cổ phiếu CTD hiện đang giao dịch ở mức P/B forward 2022 là 0.73x, với tiềm năng tốt từ lượng hợp đồng kí mới, chúng tôi kì vọng P/B hợp lý cho CTD cuối năm 2022 đạt 1.0x tương đương mức trung bình P/B của CTD trong 4 năm gần đây, thấp hơn trung bình ngành 50% phản ánh những rủi ro có thể diễn ra đối với CTD.

Biểu đồ 10. Lịch sử P/B của CTD 2017-2021



Nguồn: KBSV

Bảng 12. Cổ phiếu CTD – Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp

Giá định mô hình	Giá trị
Re	11.1%
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Phần bù rủi ro	8.2%
Beta	1.0
Tăng trưởng dài hạn	2%
Thời gian dự phóng	6 năm

Nguồn: KBSV

Bảng 11. Dự phóng QKD của CTD 2021F – 2022F

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	23,733	14,558	8,788	21,338
Giá vốn hàng bán	22,685	13,702	8,410	20,378
Lợi nhuận gộp	1,048	856	378	960
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	459	656	448	627
Chi phí tài chính	0	0	0	42
Lợi nhuận trước thuế	891	428	169	545
Lợi nhuận sau thuế	711	334	132	426

Nguồn: KBSV

Bảng 13. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	119,850	50%	59,900
P/B	109,800	50%	54,800
Giá mục tiêu			114,700

Nguồn: KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Năm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.