



Утренний Express-О

23 августа 2013 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Ростелеком (-/BB+/BBB-): нейтральные результаты за 1 пол. 2013 г.



Распадская (B1/-/B+): слабые итоги 1 полугодия 2013 года.



Фосагро (Вааз/BBB-/BB+): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

Ростелеком (-/BB+/BBB-): нейтральные результаты за 1 пол. 2013 г.

Вчера Ростелеком опубликовал отчетность за 1 П2013 года по МСФО. Скорректированная выручка и OIBDA не продемонстрировали выраженной динамики, при этом структурные изменения доходов продолжаются: постепенное снижение в сегменте фиксированной связи компенсируется ростом в других сегментах. Долговая нагрузка находится на приемлемом уровне, и мы не ожидаем ее значимого увеличения в 2013 году.

Ростелеком опубликовал нейтральную отчетность

Комментарий. Вчера, вслед за «Тройкой» операторов, отчетность за 1П2013 года по МСФО опубликовал и Ростелеком. Снижение выручки составило 5% год-к-году, до 154 млрд рублей. OIBDA также показала снижение, на 11%, до 58 млрд рублей. При этом OIBDA маржа снизилась с 40% до 37%. Чистая прибыль снизилась более существенно, на 31% до 13,7 млрд рублей.

Скорректированная выручка выросла на 2%

Снижение Выручки, OIBDA и Чистой прибыли вызвано в основном одноразовой статьей доходов в 1П2012 года, что и сделало динамику г-к-г отрицательной. На выручку 1П2012 повлиял единовременный доход от интернет-трансляции выборов президента России, которую «Ростелеком» организовал в марте 2012 г., получив по этому контракту 13 млрд руб. Скорректированная OIBDA маржа осталась примерно на том же уровне, что и в предыдущем аналогичном периоде, на уровне 37,4%.

Выручка от фиксированной связи продолжает снижаться, замещаясь другими источниками доходов

При нивелировании фактора одноразовой статьи доходов можно видеть, что сегмент фиксированной связи (около 40% выручки) продолжил снижение (~ на 5% г-к-г) из-за спада в спросе на фиксированную связь со смещением в сторону мобильной. При этом остальные сегменты выручки (60% от всей выручки) в сумме смогли показать рост на ~ 7%. Таким образом, скорректированная выручка показала рост на порядка 2%, демонстрируя компенсацию спада в доходах от фиксированной связи за счет прочих источников (присоединение и пропуск трафика, аренда каналов, ШПД интернет, платное ТВ, передача данных).

Долговая нагрузка находится на приемлемом уровне (1.6X по показателю Чистый Долг/OIBDA)

Как можно видеть из таблицы ниже, показатель Чистый долг/LTM OIBDA остался практически без изменений, составив 1.67X за 1П2013 против 1,62X в 1П2012 (в рублях). Мы ожидаем, что в ближайшие годы, как и в 2012 году, практически весь операционный денежный поток (96,2 млрд рублей за 2012 год) будет уходить на покрытие инвестиционной программы (91,2 млрд рублей за 2012 год). Соответственно, предстоящие выплаты по дивидендам в размере 8,2 млрд рублей и затраты на выкуп акций в размере около 30 млрд рублей должны быть закрыты денежными средствами на балансе (10,7 млрд рублей) и новым привлеченным долгом (около 30 млрд рублей). Таким образом, долговая нагрузка на конец года по нашим ожиданиям приблизится к значению 1.9X по показателю Чистый долг/OIBDA, что является более чем комфортным уровнем для компании. Также стоит отметить, что общий долг на конец 1П2013 составляет 197 млрд рублей, при этом, начиная с октября 2012, 40 млрд из них были заняты на рублевом рынке облигаций, остальное – банковские кредиты.

23 августа 2013

На наш взгляд, для такой государственной компании как Ростелеком, текущий уровень долговой нагрузки является более чем приемлемым и даже его увеличение на 30-40 млрд рублей, на наш взгляд, не спровоцирует движений в котировках облигаций компании, в том числе и из-за низкой ликвидности бумаг. В выпусках прослеживаются лишь единичные сделки на очень маленьких объемах.

Стоит отдельно следить за информацией касательно возможных M&A решений и сопутствующих трат, которые могут повлечь, соответственно, и рост долга.

Ключевые финансовые показатели млрд рублей.	Ростелеком (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	161 706	154 097	-4.7
Операционный денежный поток	44 009	45 221	2.8
OIBDA	64 923	57 667	-11.2
OIBDA margin	40.1%	37.4%	-2.7 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	19 950	13 688	-31.4
margin	12.3%	8.9%	-3.5 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	547 821	544 371	-0.6
Денежные средства и эквиваленты	10 370	10 761	3.8
Долг	214 406	197 155	-8.0
краткосрочный	63 499	46 411	-26.9
долгосрочный	150 907	150 744	-0.1
Чистый долг	204 036	186 394	-8.6
Долг/LTM OIBDA	1.70	1.77	
Чистый долг/LTM OIBDA	1.62	1.67	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Ключевые финансовые показатели млн долл.	MTC (US GAAP)			МегаФон (МСФО)			VimpelCom Ltd. (МСФО)			Ростелеком (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	5 901	6 129	3.9	4 240	4 508	6.3	11 364	11 309	-0.5	5 290	4 963	-6.2
Операционный денежный поток	2 302	2 435	5.8	1 686	1 761	4.5	2 958	2 666	-9.9	1 440	1 456	1.2
OIBDA	2 519	2 697	7.1	1 757	2 148	22.3	4 792	4 773	-0.4	2 124	1 857	-12.6
OIBDA margin	42.7%	44.0%	1,3 п.п.	41.4%	47.6%	6,2 п.п.	42.2%	42.2%	0,0 п.п.	40.1%	37.4%	-2.7 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	-247	1 353	-	357	844	136.1	806	981	21.7	653	441	-32.5
margin	-	22.1%	-	8.4%	18.7%	10,3 п.п.	7.1%	8.7%	1,6 п.п.	12.3%	8.9%	-3,5 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %	2012	1 пол. 2013	Изм. %	2012	1 пол. 2013	Изм. %	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	14 980	15 595	4.1	11 568	11 808	2.1	54 737	52 547	-4.0	18 037	16 643	-7.7
Краткосрочные фин. вложения	133	526	296.2	731	1 461	99.9	67	213	217.9	-	-	-
Денежные средства и эквиваленты	725	1 961	170.6	79	762	869.4	4 949	4 551	-8.0	341	329	-3.6
Долг	7 640	7 542	-1.3	4 808	4 596	-4.4	26 987	27 386	1.5	7 059	6 028	-14.6
краткосрочный	910	1 512	66.2	674	336	-50.1	2 639	1 510	-42.8	2 091	1 419	-32.1
долгосрочный	6 731	6 030	-10.4	4 134	4 260	3.0	24 348	25 876	6.3	4 969	4 609	-7.2
Чистый долг	6 783	5 055	-25.5	3 998	2 373	-40.7	21 971	22 622	3.0	6 718	5 699	-15.2
Долг/LTM OIBDA	1.4	1.4		1.3	1.1		2.8	2.8		1.70	1.69	
Чистый долг/LTM OIBDA	1.3	0.9		1.1	0.6		2.2	2.3		1.62	1.60	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Паламарчук Вадим

Распадская (В1/-/В+): слабые итоги 1 полугодия 2013 года.

Компания представила слабые финансовые результаты на фоне негативной конъюнктуры на рынке коксующегося угля. Учитывая недавнее понижение рейтинга и не слишком оптимистичные прогнозы на ближайшее полугодие, мы не ждем сужения спреда между Распадской и материнской структурой - Евразом.

...Компания нарастила в отчетном периоде добычу на 15% г/г...

Компания увеличилась лишь на 6% г/г из-за слабой ценовой конъюнктуры...

Комментарий. По операционным показателям в отчетном периоде Распадская смотрится неплохо - Компания нарастила в 1 полугодии 2013 года добычу на 15% г/г (+11% пол./пол.), несмотря на двухмесячный простой шахты «Распадская» (май-июль). Рост объемов реализации происходил, в том числе за счет реализации части складских запасов на экспорт – сказывался слабый внутренний спрос. Себестоимость добычи составила 54,6 долл./тонну, что на 13% ниже, чем в 1 полугодии 2012 года, и заметно меньше уровня 2012 года (61,5 долл.). Что касается финансовых показателей, то выручка Эмитента увеличилась лишь на 5% г/г из-за слабой ценовой конъюнктуры (отпускные цены в 1 полугодии по сравнению с 2012 г. упали на 18-22%, в зависимости от рынка сбыта), что однако оказалось лучше ожиданий аналитиков, согласно консенсусу. Операционные доходы Распадской сократились (EBITDA сократилась на 73%), а чистый убыток –

23 августа 2013

...денежные потоки Компании оставались отрицательными, что привело к росту чистого долга...

...мы не ждем существенного улучшения мировых цен на коксующийся уголь ввиду замедления экономического роста в КНР и роста конкуренции...

...мы оцениваем возможность поддержки со стороны Евраза как довольно высокую, впрочем [...] ее размеры ограничены финансовыми возможностями самого Евраза...

Драйверов для сужения спреда мы также не видим, по крайней мере, пока не начнет улучшаться ситуация в металлургии и рынке коксующегося угля...

увеличился. Причем результаты Компании в части доходов сильно разошлись (в худшую сторону) с консенсусом.

Несмотря на сокращение капитальных вложений (в 2 раза до 43 млн долл.), денежные потоки Компании оставались отрицательными, что привело к росту чистого долга (вырос до 453 млн долл.) и, соответственно, долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA - 6,6х против 1,7х за а.п.п.г.). В настоящее время, как мы понимаем, заимствования Эмитента представлены в основном долгосрочным выпуском еврооблигаций на 400 млн долл., погашение которых состоится только в 2017 году, а также краткосрочным кредитом Райффайзенбанка на 150 млн долл., вопрос рефинансирования которого для нас остается открытым.

На макроуровне наш взгляд на рыночную конъюнктуру на ближайшие квартал-два негативен: мы не ждем существенного улучшения мировых цен на коксующийся уголь ввиду замедления экономического роста в КНР и роста конкуренции, внутренний же спрос вряд ли «оживет» до следующего года – российская экономика слаба и не имеет драйверов для активного восстановления.

В настоящее время у Эмитента обращается единственный выпуск еврооблигаций с погашением в 2017 году. В последнем месяце мы могли наблюдать тенденцию расширения спреда между бумагами Распадской и ее материнской структуры - Евраза. В настоящий момент разница превысила 60 б.п., то есть почти достигла максимума за последний год. «Поддержало» данный момент и недавнее понижения рейтинга от Moody's. на 1 ступень до «В1».

Тем не менее, по нашему мнению, несмотря на вышедшие негативные результаты есть два фактора, которые отчасти смягчают ситуацию. Во-первых, это акционерная структура - мы оцениваем возможность поддержки со стороны Евраза как довольно высокую, впрочем стоит отметить, что ее размеры ограничены финансовыми возможностями самого Евраза. Во-вторых, в соответствии с условиями ковенанта по еврооблигациям, Компания не может наращивать объем долга, пока кредитный левэридж не опустится ниже 3х. Поскольку долговая нагрузка сейчас значительно выше этой планки, то наращивание долга для Компании остается недоступным.

Таким образом, мы ожидаем сохранения расширившегося спреда между Распадской и Евразом, но не ждем, что он уйдет выше значения в 100 б.п. Драйверов для сужения спреда мы также не видим, по крайней мере, пока не начнет улучшаться ситуация в металлургии и рынке коксующегося угля.

Финансовые показатели компаний по МСФО

Ключевые финансовые показатели (млн долл. США)	Evraz		Распадская (МСФО)				
	2011	2012	2011	2012	1H2012	1H2013	Изм. %
Выручка	16 400	14 726	726	542	285	301	5%
Операционный денежный поток	2 647	2 143	233	111	73	35	-52%
EBITDA*	2 898	2 012	318	141	99	27	-73%
EBITDA margin	17,7%	13,7%	43,8%	26,0%	34,7%	8,9%	-
% расходы	-645	-708	-28	-43	-20	-23	14%
Чистая прибыль (убыток)	453	-335	136	-31	-19	-68	2,6
margin	2,8%	отриц.	18,7%	отриц.	отриц.	отриц.	-
	2011	2012	2011	2012	1H2012	1H2013	Изм. %
Активы	16 975	17 777	1 978	1 932	1 838	1 783	-8%
Денежные средства и эквиваленты**	803	2 064	260	120	148	100	-17%
Долг	7 245	8 169	305	554	554	553	0%
краткосрочный	626	1 785	304	7	58	156	2085%
долгосрочный	6 619	6 384	1	547	497	397	-27%
Чистый долг	6 442	6 105	45	433	406	453	5%
Долг/EBITDA ltm	2,5	4,1	1,0	3,9	2,4	8,0	-
Чистый долг/EBITDA ltm	2,2	3,0	0,1	3,1	1,7	6,6	-
EBITDA/% расходы	4,5	2,8	11,3	3,2	4,9	1,2	-

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

* скорректированная, т.е. очищенная дополнительно от эффекта переоценки условн.об-в, влияния курсовых разниц и проч.

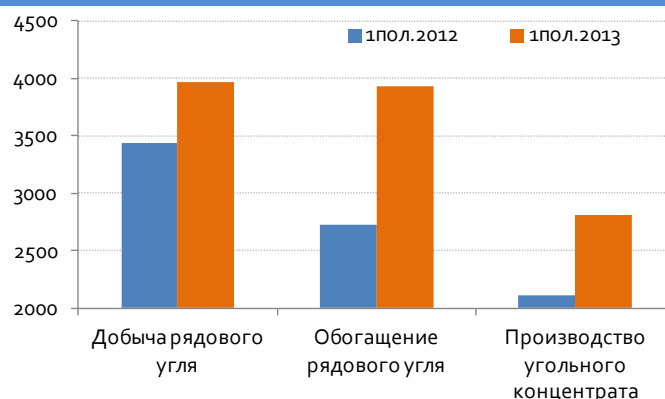
** по данным компании

23 августа 2013

Средневзвешенная цена угольного концентрата Распадской, долл.США за 1 тн

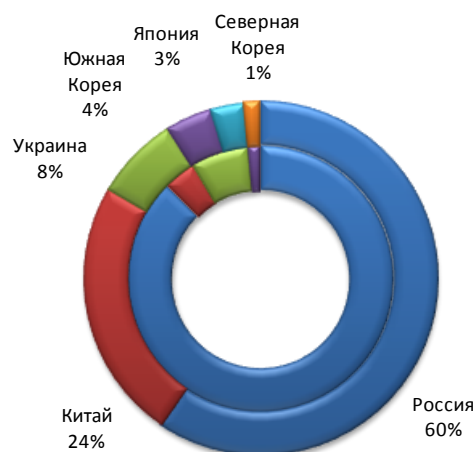


Объемы производства угольной продукции, тыс. тн

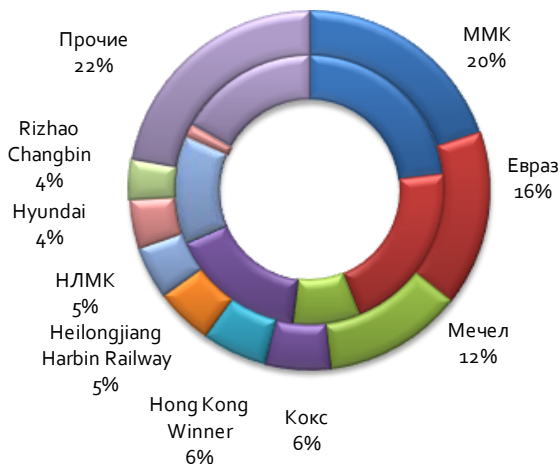


Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента Промсвязьбанка

Распределение выручки по странам

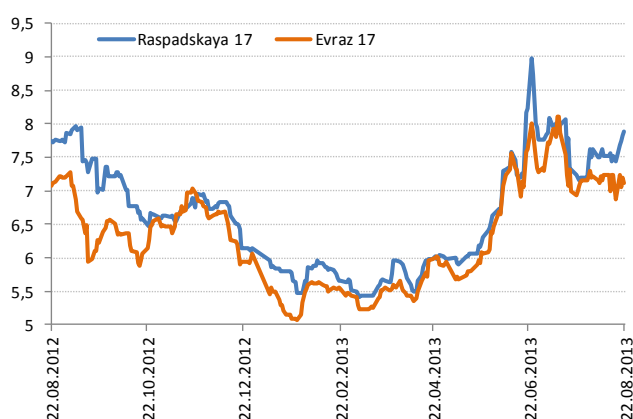


Выручка от основных клиентов

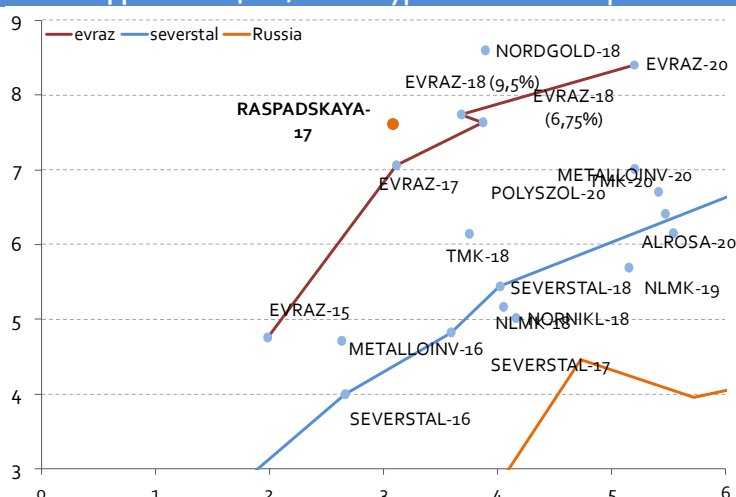


Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента Промсвязьбанка

Карта доходностей облигаций: Добывающего / Металлургического сектора



Карта доходностей еврооблигаций: Добывающего / Металлургического сектора



Елена Федоткова
Локтюхов Евгений

Фосагро (Вааз/BBB-/BB+): итоги 1 пол. 2013 г. по МСФО.

Компания показала низкие финансовые результаты, что, впрочем, было в рамках общих тенденций в отрасли из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры. Вместе с тем, эмитент продемонстрировал улучшение товарной номенклатуры с точки зрения маржинальности, что поддержало его финансы. Операционный денежный поток сохраняется стабильным, несмотря ни на что. Долговая нагрузка возросла, немногим превысив целевые уровни компании, но оставалась в разумных пределах. Возможно некоторое давление на евробонд PhosAgro-18.

Результаты были низкими, но в рамках отраслевых тенденций...

Несмотря на слабые цены на удобрения, выручка показал рост за счет объемов производства...

Прибыльность бизнеса снизилась на фоне негативных ценовых тенденций и консолидации Апатита ...

Поддержку марже оказало улучшение товарной номенклатуры...

Комментарий. Вчера производитель удобрений Фосагро представил низкие финансовые результаты за 1 пол. 2013 г. по МСФО. Впрочем, они оказались в рамках общих отраслевых тенденций – неблагоприятной ценовой конъюнктуры на удобрения.

Так, выручка компании все-таки показала рост на 5,4% до 1,732 млрд долл. (г/г) на фоне увеличения объемов производства и 100% загрузки мощностей (отгрузка фосфорных удобрений за 6 мес. 2013 г. возросла на 9% до 2307 тыс. тонн (г/г), азотных – на 38% до 660 тыс. тонн). Вместе с тем, в 1 пол. 2013 г. компания увеличила выручку от продаж удобрений в Азию на 41% (г/г), при этом спрос со стороны индийских потребителей упал в 6 раз, в том числе из-за существенного ослабления рупии.

В свою очередь, прибыльность бизнеса Фосагро в отчетном периоде ощутимо снизилась – показатель EBITDA сократился на 22,7% до 432 млн долл., EBITDA margin составила 24,9% («-9,1 п.п.» (г/г)). Кроме низких цен на удобрения и роста издержек на производство (в частности, стоимость газа выросла на 15%) на рентабельность компании оказала давление консолидация Апатита, которая привела к увеличению издержек на персонал на 31% (г/г), при этом процесс интеграции еще не завершен.

Поддержку прибыльности бизнеса обеспечило улучшение товарной номенклатуры и увеличение более маржинальных продаж в Азию. В то же время менеджмент Фосагро отмечает снижение цен на сырье на мировых рынках (на аммиак, серу и др.), что во 2 пол. 2013 г., вероятно, найдет положительное отражение в рентабельности. Кроме того, компания начала переговоры с Уралкалием о возможности снижения закупочных цен на калий. Положительным моментом для финансов компании также может стать и ослабление рубля.

Отметим, что операционный денежный поток Фосагро показал положительную динамику, прибавив за 6 мес. 2013 г. на 7,5% до 464 млн долл. и остается стабильным, несмотря на слабую конъюнктуру.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Фосагро (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	1 644	1 732	5,4
Операционный денежный поток	431	464	7,5
EBITDA	559	432	-22,7
EBITDA margin	34,0%	24,9%	-9,1 п.п.
Чистая прибыль	353	154	-56,4
margin	21,5%	8,9%	-12,6 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	3 807	3 966	4,2
Денежные средства и эквиваленты	318	583	83,1
Долг	1 201	1 483	23,5
краткосрочный	725	557	-23,2
долгосрочный	476	926	94,6
Чистый долг	883	900	2,0
Долг/EBITDA	1,1	1,5	
Чистый долг/EBITDA	0,8	0,9	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Уровень долга подрос – Долг/EBITDA составил 1,5х против 1,1х в 2012 г....

Долговая нагрузка Фосагро по итогам 1 пол. 2013 г. возросла – размер долга увеличился на 23,5% до 1,48 млрд долл., а метрика Долг/EBITDA достигла 1,5х (против 1,1х в 2012 г.), Чистый долг/EBITDA – 0,9х (0,8х соответственно). В то же время уровень долга остается



23 августа 2013

**Короткая часть долга
полностью покрывалась
денежными средствами...**

вполне приемлемым. Причиной роста долга стали выплаты, связанные с консолидацией Апатита и размещением еврооблигаций на 500 млн долл.

Вместе с тем, короткая часть кредитного портфеля Фосагро на конец июня составляла 557 млн долл., которая полностью покрывалась запасом денежных средств на счетах в размере 583 млн долл. Таким образом, риски рефинансирования долга были довольно низкими.

Положительным моментом для кредитного профиля Фосагро в условиях слабых цен на удобрения может стать сокращение инвестпрограммы в 2013 г. на 20-30% с нынешних 17 млрд руб. (около 515 млн долл.), следовательно, свободный денежный поток компании должен быть положительным.

**Евробонд Фосагро
может оказаться под
давлением ...**

Единственный евробонд PhosAgro-18 (YTM 5,096%/3,899 г.) после публикации отчетности и на общем фоне нестабильности на торговых площадках может оказаться под давлением, что наблюдалось в последние дни.

Александр Полюттов
Никита Зевакин
Евгений Локтюхов

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

РУКОВОДСТВО

Николай Кашеев

Директор департамента

KNI@psbank.ru

доб. 77-47-39

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

Руководитель направления

LoktyukhovEA@psbank.ru

доб. 77-47-61

Илья Фролов

Главный аналитик

FrolovIG@psbank.ru

доб. 77-47-06

Олег Шагов

Главный аналитик

Shagov@psbank.ru

доб. 77-47-06

Владимир Гусев

Ведущий аналитик

GusevVP@psbank.ru

доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

Ведущий аналитик

KrylovaEA@psbank.ru

доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев

Руководитель направления

GolubevIA@psbank.ru

доб. 77-47-29

Елена Федоткова

Главный аналитик

FedotkovaEV@psbank.ru

доб. 77-47-16

Алексей Егоров

Ведущий аналитик

EgorovAV@psbank.ru

доб. 77-47-48

Вадим Паламарчук

Ведущий аналитик

PalamarchukVA@psbank.ru

доб. 77-47-81

Александр Полютов

Ведущий аналитик

PolyutovAV@psbank.ru

доб. 77-67-54

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.