

Конъюнктура рынков

Глобальные рынки: Понедельник на глобальном долговом рынке запомнился низкой активностью участников. >>

Еврооблигации: В понедельник российские суверенные евробонды на дорожавшей нефти продолжили ценовой рост, особенно в длине, приблизившись к мартовским максимумам. >>

FX/Денежные рынки: Рубль продемонстрировал укрепление при поддержке нефти. >>

Облигации: В понедельник ОФЗ довольно сдержанно росли на дорожавшей нефти и окрепшем рубле. >>

Корпоративные события

Ренессанс Капитал (-/В-/В-) разместил евробонды на \$200 млн под 9,5%.

Уралкалий (Ва2/ВВ-/ВВ-): итоги 2015 г. по МСФО.

Транснефть (Ва1/ВВ+/-): первичное предложение.

Moody's поместило на пересмотр рейтинг Evraz Group «Ва3» и облигаций Raspadskaya.

ДОЛГОВЫЕ, ДЕНЕЖНЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

12 апреля 2016 г.

Глобальные рынки	значение	изм.
CDS 5y России	290,64	-2,87
EUR/USD	1,14	0,00
UST-10	1,73	0,01
Германия-10	0,11	0,02
Испания-10	1,51	-0,01
Португалия -10	3,40	0,06
Российские еврооблигации		
Russia-23	4,02	-0,01
Russia-42	5,52	-0,03
Gazprom-19	4,36	-0,06
Evraz-18 (6,75%)	6,17	-0,06
Sber-22 (6,125%)	5,02	-0,06
Vimpel-22	6,12	-0,03
Рублевые облигации		
ОФЗ 25082 (05.2016)	10,17	-0,56
ОФЗ 26205 (04.2021)	9,29	-0,01
ОФЗ 26207 (02.2027)	9,23	-0,02
Денежный рынок/валюта		
Mosprime o/n	10,96	-0,06
NDF 3M	10,33	-0,04
Остатки на корсчетах в ЦБ, млрд руб.	1499,6	33,30
Остатки на депозитах, млрд руб.	306,30	13,03
Доллар/Рубль (ЦБ), руб.	67,13	-0,34



Глобальные рынки

Понедельник на глобальном долговом рынке запомнился низкой активностью участников.

На глобальном долговом рынке вчерашние торги в рамках европейской сессии прошли вблизи прежних уровней. Участники рынка не проявляли особых инициатив. Слабый информационный фон и отсутствие макростатистики способствовали формированию разнонаправленных движений в сегменте государственного долга. Так, доходности десятилетних гособлигаций Германии и Франции продемонстрировали весьма скромный рост в пределах 5 б.п., тогда как, гособлигации Италии и Испании оставались на прежних значениях.

В рамках американской сессии, можно было наблюдать весьма скромный рост доходностей UST-10. По итогам торгов доходности UST-10 достигли уровня 1,744%.

/ Алексей Егоров

Сегодня на глобальном долговом рынке не ждем принципиальных изменений.

Еврооблигации

В понедельник российские суверенные евробонды на дорожавшей нефти продолжили ценовой рост, особенно в длине, приблизившись к мартовским максимумам.

В понедельник российские суверенные евробонды продолжили ценовой рост, особенно в длине, вновь приблизившись к мартовским максимумам. Вверх котировки подталкивала дорожавшая нефть, которая вчера во второй половине дня ушла выше отметки в 42 долл. за барр. марки Brent. В итоге, длинные выпуски Russia-42 и Russia-43 в цене выросли на 100 б.п. (YTM 5,45-5,53% годовых), бенчмарк Russia-23 – на 18 б.п. (YTM 3,99% годовых). Котировки корпоративных евробондов также умеренно подрастали в диапазоне 15-35 б.п.

Вчера Global Ports размещали дебютный выпуск еврооблигаций на 350 млн долл., финальный ориентир доходности составил 6,875% годовых к погашению через 5 лет. Отметим, что первоначальный индикатив был на уровне 7,25-7,5% годовых, таким образом в ходе book-building эмитенту удалось в доходности опуститься почти на 40-60 б.п. В целом, в случае размещения бондов на уровне финального ориентира, по нашим оценкам, у выпуска еще есть шанс опуститься в доходности на 30-50 б.п. на вторичном рынке.

Сегодня с утра Brent торгуется несколько выше значения 42,5 долл. за барр., что будет оказывать поддержку российским евробондам. Тем не менее, возможность для роста котировок, на наш взгляд, выглядит ограниченной, по крайней мере, без более сильного ценового подъема нефти к значениям 44-46 долл. за барр.

/ Александр Полютов

Сегодня с утра Brent торгуется выше 42,5 долл. за барр., что окажет поддержку российским евробондам, но потенциал роста выглядит ограниченным без более сильного подъема нефти.



FX/Денежные рынки

Рубль продемонстрировал укрепление при поддержке нефти.

В понедельник на локальном валютном рынке можно было наблюдать умеренное укрепление национальной валюты. Ключевым фактором поддержки для национальной валюты стало нахождение котировок нефти выше отметки 41 долл. за барр. При этом можно отметить, что достижение котировок нефти в рамках дневной сессии уровня 43 долл. за барр. не привело к симметричному укреплению рубля. По итогам торгов курс доллара составил 66,63 руб.

Мы полагаем, что в ближайшее время без дополнительного роста котировок нефти к уровню 45 долл. за барр. рублю вред ли удастся продемонстрировать дальнейшее укрепление. На наш взгляд, в рамках сегодняшней сессии следует рассчитывать на удержание курса рубля вблизи текущих уровней – 66,6-67,0 руб. по отношению к доллару.

На денежном рынке ставки МБК вновь опустились ниже уровня ключевой ставки. В тоже время совокупность остатков на корсчетах и депозитах снизилась. Можно отметить, что в преддверии налоговых выплат ситуация на денежном рынке выглядит весьма комфортной.

/ Алексей Егоров

На наш взгляд, в рамках сегодняшней сессии следует рассчитывать на удержание курса рубля вблизи текущих уровней – 66,6-67,0 руб. по отношению к доллару.

Облигации

В понедельник ОФЗ довольно сдержанно росли на дорожавшей нефти и окрепшем рубле.

В понедельник ОФЗ довольно сдержанно росли на заметно подорожавшей нефти и окрепшем рубле. Ценовой рост был в пределах 10-30 б.п., в доходности кривая гособлигаций опустилась на 3-8 б.п. – средний участок в районе 9,17-9,27%, в длине – 9,15-9,23%. Нельзя исключать, что игроки рынка более сдержанны в покупках, переоценивая ожидания по снижению ключевой ставки после заявлений главы российского ЦБ о сохраняющихся высоких инфляционных рисках, в том числе из-за бюджетного фактора, точнее, значительного дефицита бюджета. Все это может оказывать влияние на денежно-кредитную политику регулятора, в том числе по принятию решения по ключевой ставке. В свою очередь, мы считаем, что ЦБ может начать смягчения по ставке во второй половине года, и к концу года она может составить 9,5%.

Сегодня внимание игроков будет к сообщениям Минфина об очередных аукционах на среду. Нельзя исключать, что ведомство предложит среднесрочные бумаги, чередуя предложение по срочности (на прошлой неделе были длинные бумаги). Безусловно, влияние на рынок продолжит оказывать ситуация с нефтью и рублем, усиление позиций которых все-таки будет подталкивать госбумаги к ценовому росту, хотя пока потенциал выглядит ограниченным – для тестирования отметки в 9% по доходности необходимы более высокие значения по нефти.

Активность первичных размещений корпоративных эмитентов сохраняется – на этой неделе о готовящихся сделках сообщали: Транснефть, Русал, Банк Зенит. Наибольший интерес, скорее всего, по-прежнему будет к качественным бумагам рейтинговой группы «BB», поэтому ждем высокого спроса в размещении Транснефти (Ba1/BB+/-).

/ Александр Полютов

Сегодня внимание игроков рынка ОФЗ будет к объявлению параметров новых аукционов Минфина. Безусловно, в фокусе по-прежнему нефть и рубль.



Корпоративные события

Ренессанс Капитал (-/В-/В-) разместил евробонды на \$200 млн под 9,5%.

Ренессанс Капитал разместил 5-летние еврооблигации на \$200 млн со ставкой купона 9,5% годовых, свидетельствуют данные Bloomberg. Дата погашения выпуска – 14.04.2021 г., пут-опцион через два года. Выпуск размещался в рамках схемы по обмену евробондов с погашением 21.04.2016 г. на новые долговые бумаги эмитента. Ранее, в понедельник, инвестиционный банк сообщил о том, что держатели евробондов с погашением в апреле 2016 г. предъявили к обмену долговые бумаги на сумму \$96,3 млн., что составляет 77% от объема бумаг в обращении. Успешное рефинансирование выпуска евробондов отражает доверие инвесторов к эмитенту после перехода под контроль Группы Онэксим. На протяжении трех последних лет Ренессанс Капитал отчитывался с увеличением прибыли. По данным МСФО-отчетности за 2015 г. чистая прибыль Ренессанс Капиталла составила \$23 млн, увеличившись на 64% к предыдущему году. По итогам 2015 г. активы составили \$ 3 059 млн, собственный капитал - \$462 млн. Коэффициент отношения капитала к активам вырос с 13,4% до 15,1%.

/ Дмитрий Монастыршин

Уралкалий (Ва2/ВВ-/ВВ-): итоги 2015 г. по МСФО.

Уралкалий представил финансовые результаты за 2015 г. по МСФО, которые оказались лучше ожиданий рынка, в частности по показателю EBITDA. Так, выручка компании в 2015 г. сократилась на 12,3% (г/г) до 3,12 млрд долл., в то время как EBITDA напротив выросла – на 7,2% (г/г) до 1,9 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 61,3% («+11,2 п.п.» г/г). Снижение выручки было из-за сокращения объемов продаж хлоркалия («-9%» г/г до 11,2 млн тонн) на фоне слабого спроса и остановки аварийного рудника Соликамск-2. Несмотря на это Уралкалий благодаря девальвации рубля смог значительно улучшить рентабельность бизнеса, сократив издержки, которые выражены в основном в рублях. Отметим, что на экспорт компании приходится более 80% продаж хлоркалия. По нашим оценкам в 2016 г. Уралкалий также будет демонстрировать сильные результаты, но они будут хуже 2015 г. из-за начавшегося снижения цен на калий и слабого спроса на удобрения. Отметим, в 2016 г. компания закладывает объем добычи на уровне 10,3-11,3 млн т. против 11,4 млн т. в 2015 г. Уровень долга Уралкалия за 2015 г. – метрика Чистый долг/EBITDA достигла 2,8х против 1,8х в 2014 г., при этом размер общего долга увеличился за год на 15% до 6,5 млрд долл. В свою очередь, короткий долг компании в размере 2,3 млрд долл. только наполовину покрывался денежными средствами на счетах, но в сентябре 2015 г. был привлечен кредитная линия в Сбербанке на 1,5 млрд долл., которая покрывает потребности в рефинансировании. В целом, уровень долга Уралкалия – приемлемый, риски рефинансирования – умеренные. Евробонды Uralkali-18 (YTM 3,92%/1,91 г.) торгуется с небольшой премией в 20-30 б.п. в доходности к бондам эмитентов горнодобывающего сектора рейтинговой группы «ВВ/ВВ+», что в целом не создает предпосылок для самостоятельного роста бумаги на отчетности, ценовые движения скорее возможны «вместе» с рынком, на котором сохраняется оптимизм.

/ Александр Полютков

Транснефть (Ba1/BV+/-): первичное предложение.

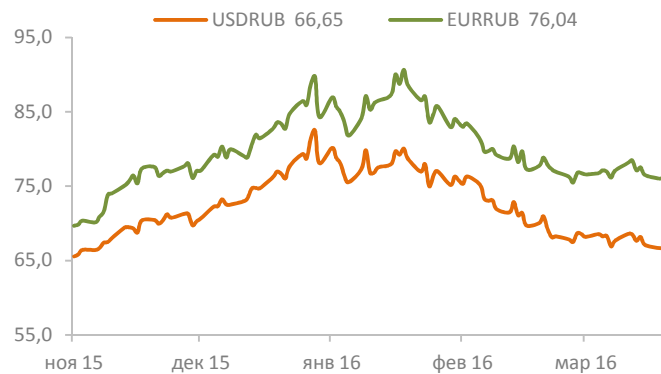
По данным СМИ, Транснефть планирует на неделе с 11 апреля провести сбор заявок на 10-летние облигации серии БО-05 номинальным объемом 17 млрд руб. Объем размещения составит от 10 млрд руб. Ориентир по ставке 1 купона составляет 10,5-10,75% годовых, что соответствует доходности 10,76-11,04% годовых к оферте через 5 или 7 лет. Отметим, что собственный длинный выпуск Транснефти серии 03 (УТР 11,99%/2,81 г.) неликвидный. При этом недавно размещенные выпуски эмитентов с госучастием – РЖД (Ba1/-/BV+) БО-05 и РусГидро (Ba2/BV/BV+) БО-По4 предлагают премию к кривой ОФЗ порядка 110-120 б.п. Также в марте прошли размещения бумаг в нефтегазовом секторе эмитентов с сопоставимыми рейтингами – Газпром нефть (Ba1/BV+/BBB-) серий БО-02 и БО-07 с доходностью 10,94% к 5-летней оферте и Сибур Холдинг (Ba1/-/BV+) серии БО-05 с доходностью 10,78% также к 5-летней оферте. В настоящее время бонды торгуются по номиналу или чуть выше, предлагая премию к кривой ОФЗ на уровне 120-130 б.п. Учитывая обозначенные уровни доходности и премии бондов сопоставимых эмитентов, Транснефть с офертой 5 лет вполне может разместить свои новые облигации ниже обозначенного индикатива – в районе 10,4-10,5% годовых по доходности. Кредитные метрики Транснефти при этом остаются приемлемые – по итогам 2015 г. соотношение Долг/EBITDA составило 2,3х против 2,2х в 2014 г., при этом риски краткосрочного рефинансирования (81,3 млрд руб.) были низкие при денежных средствах на счетах в размере 92,7 млрд руб. и значительных банковских депозитах.

Moody's поместило на пересмотр рейтинг Evraz Group «Ваз» и облигаций Raspadskaya.

Moody's поместило рейтинг Evraz Group на уровне «Ваз» в список на пересмотр с вероятностью понижения. Одновременно агентство начало пересмотр рейтинга приоритетного и необеспеченного долга Evraz и рейтинга облигаций Raspadskaya-17, находящихся на уровне «В1». Напомним, в марте агентство Fitch также включило долгосрочные рейтинги Evraz Group SA и Evraz Plc на уровне «BB-» в список Rating Watch с Негативным прогнозом. Эксперты Fitch отметили, что «постановка на пересмотр следует за публикацией результатов за 2015 г, которые были ниже ожиданий базового сценария». Fitch намерено завершить пересмотр в ближайшие 3-6 месяцев. Действия агентств выглядят логичными после выхода слабых результатов Evraz за 2015 г. по МСФО, которые оказались хуже консенсус-прогноза, в частности по EBITDA. Так, выручка упала на 33% (г/г) до 8,8 млрд долл., EBITDA – на 39% (г/г) до 1,4 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 16,4% («-1,6 п.п.» г/г). Основная причина снижения связана с падением производства из-за сокращения спроса на внутреннем рынке, снижением цен на основную продукцию. Фактор сокращения физических объемов реализации почти нивелировал положительное влияние слабого курса рубля. В 2016 г. за счет более низких цен на стальную продукцию и слабого спроса давление на финансы Evraz, вероятно, сохранится, что может сказаться на кредитных метриках. Долговая нагрузка Evraz по итогам 2015 г. выросла – Чистый долг/EBITDA составила 3,5х против 2,2х в 2014 г. Новость о риске потери рейтинга уровня «BB» от второго агентства, безусловно, окажет давление на евробонды Evraz, которые могут приостановить рост на фоне возникшего оптимизма на рынках и начать корректироваться, учитывая риск снижения рейтинга непосредственно самих выпусков, которые сейчас на уровне «В1». Но следует учитывать, что котировки бумаг уже во многом закладывают вероятность снижения рейтинга, торгуясь по доходности на уровне бондов рейтинговой группы «В». В частности, в сравнении с евробондами ТМК, причем в длине Evraz даже дает премию к ним не менее 50-60 б.п., что должно удерживать выпуски от сильной коррекции. Евробонд Raspadskaya-17 (YTM 4,23%/0,96 г.) дает премию к выпуску Evraz-17 более 130 б.п. и в основном выкуплен самим Evraz (214 млн долл. из 400 млн долл.).

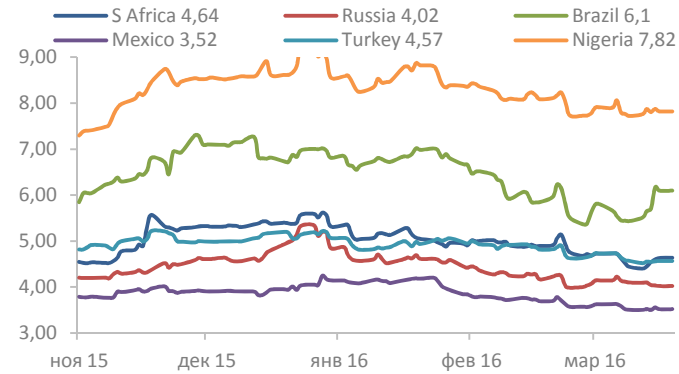
/ Александр Полютков

USD/RUB, EUR/RUB



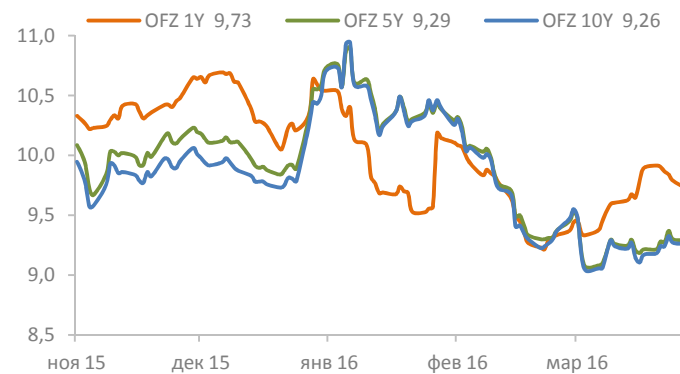
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM eurobonds 10Y YTM, %



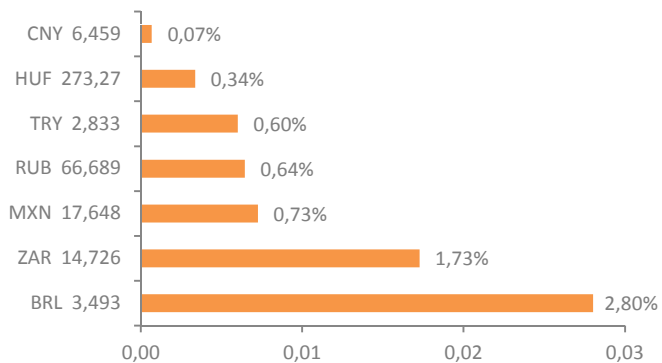
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ, %



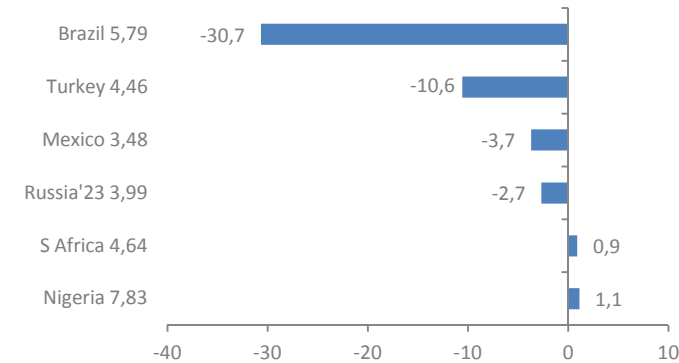
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM currencies: spot FX 1D change, %



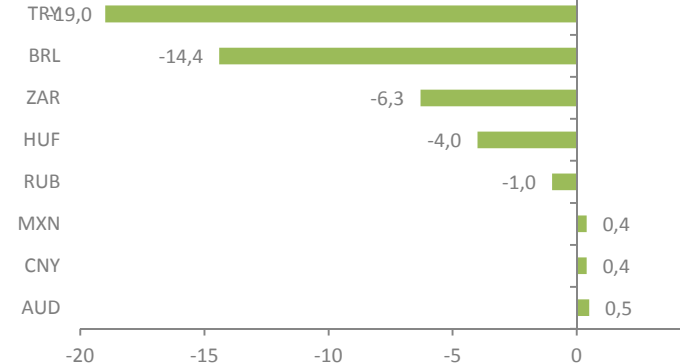
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM eurobonds 10Y YTM 1D change, b.p.



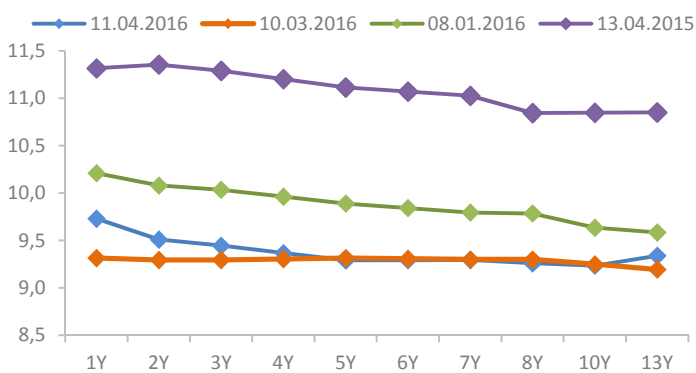
Источник: Bloomberg, PSB Research

Local bonds 10Y YTM 1D change, b.p.



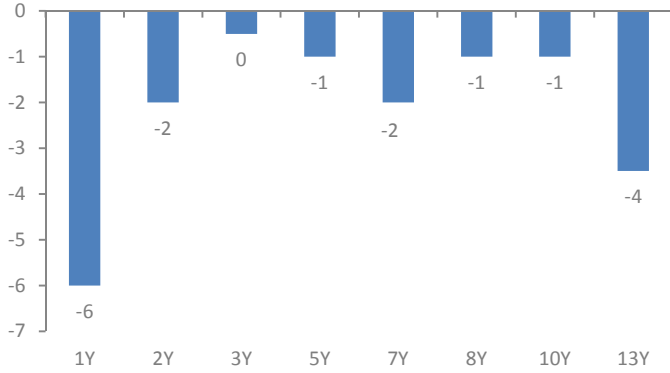
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ curves



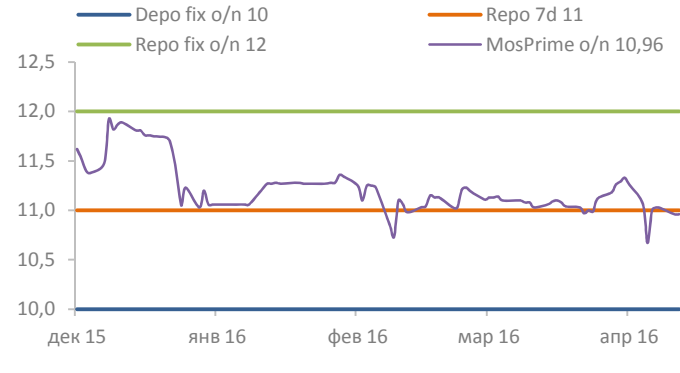
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



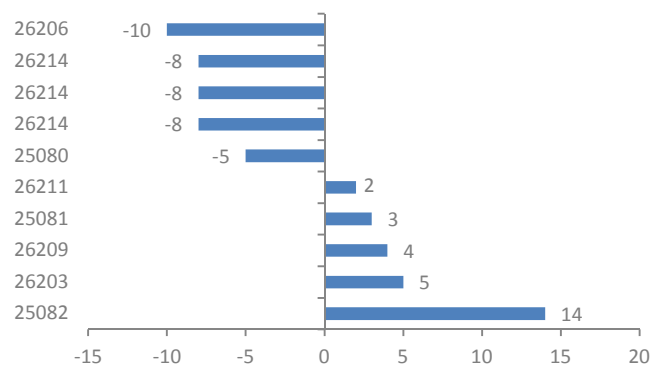
Источник: Bloomberg, PSB Research

CBR rates, %



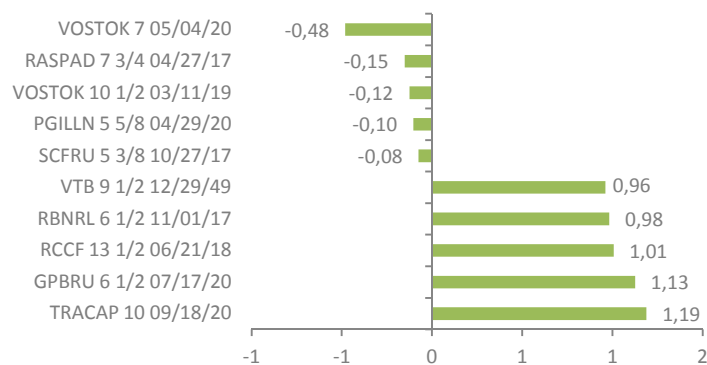
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



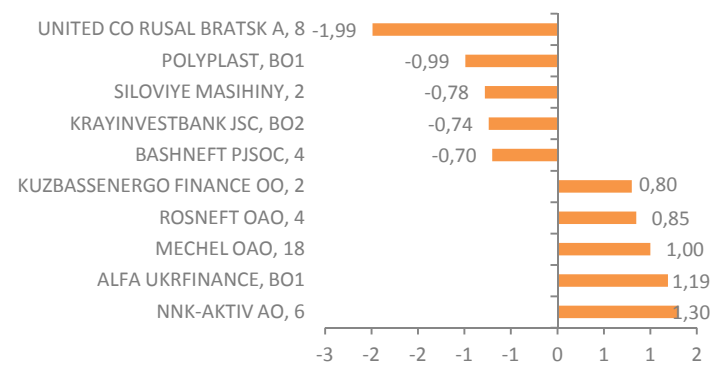
Источник: Bloomberg, PSB Research

USD corp. eurobonds 1D price change, p.p.



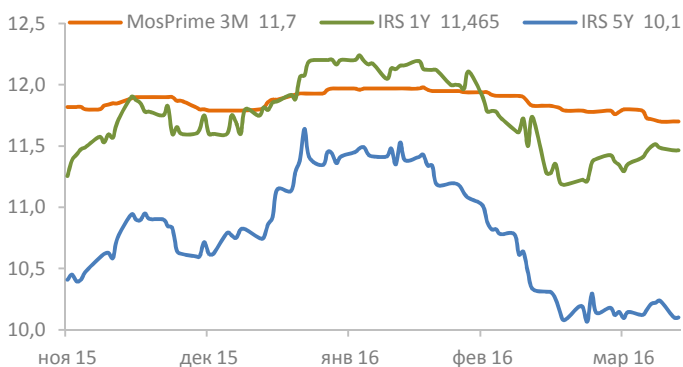
Источник: Bloomberg, PSB Research

RUB corp. bonds 1D price change, p.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS / MosPrime 3M, %



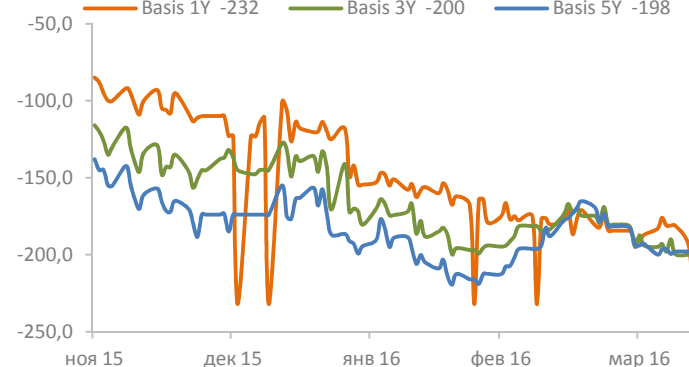
Источник: Bloomberg, PSB Research

CCS, %



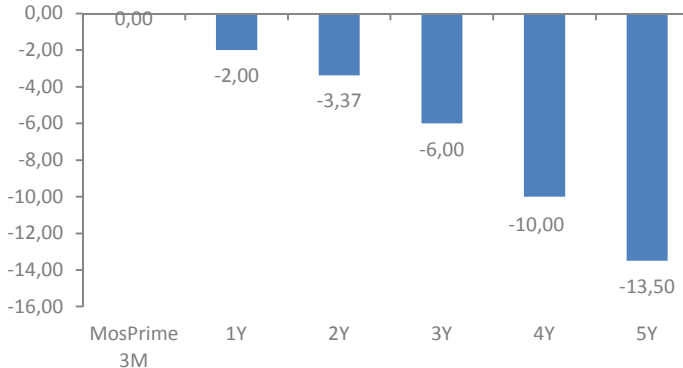
Источник: Bloomberg, PSB Research

Basis swap, b.p.



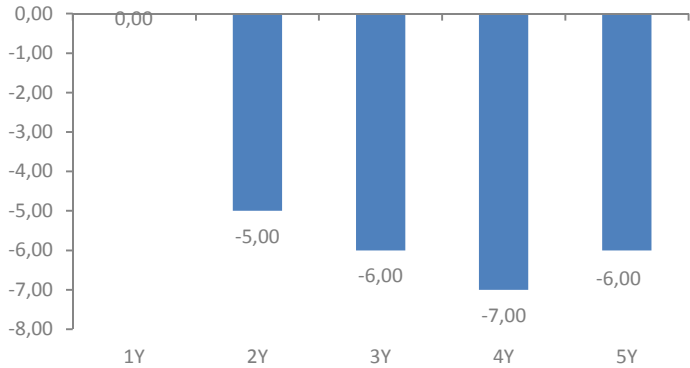
Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS 1D price change, b.p.



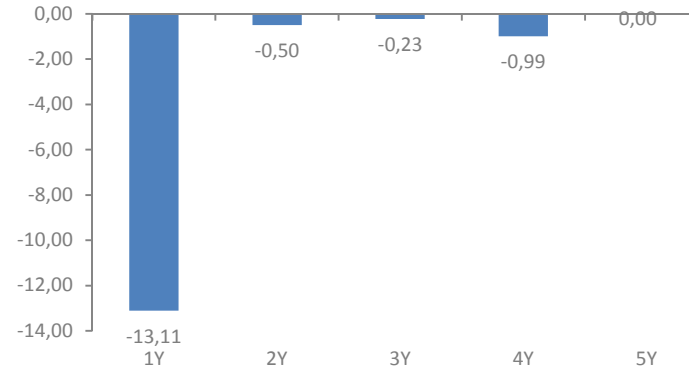
Источник: Bloomberg, PSB Research

CCS 1D price change, b.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Basis swap 1D price change, b.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research



ПАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

Блок «Финансовые рынки»

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

e-mail: IB@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Руководитель направления анализа отраслей и рынков капитала

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Старший управляющий по исследованиям и анализу отраслей и рынков капитала

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Главный аналитик

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

Главный аналитик

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Главный аналитик

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Ведущий аналитик

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Ведущий аналитик

Александр Полютков PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Управляющий по исследованиям и анализу долговых рынков

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

Сибяев Руслан sibaeavrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39



© 2015 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.