

## Конъюнктура рынков

**Глобальные рынки:** С начала недели торговая активность на глобальных рынках невысока. >>

**Еврооблигации:** Во вторник российские суверенные евробонды приостановили рост после двух дней активного подъема котировок. >>

**FX/Денежные рынки:** Восстановление нефтяных котировок способствует приближению рубля к своим максимальным уровням. >>

**Облигации:** Во вторник ОФЗ в цене слегка корректировались уже во второй половине торгов. Сегодня Минфин предложит выпуск с фиксированным купоном и флоатер. >>

## Корпоративные события

**Уралкалий (Ва2/ВВ-/ВВ-):** первичное предложение.

**МТС (Ва1/ВВ+/ВВ+):** итоги 1 кв. 2017 г. по МСФО (НЕЙТРАЛЬНО).

## ДОЛГОВЫЕ, ДЕНЕЖНЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

24 мая 2017 г.

Глобальные рынки	значение	изм.
CDS 5y России	149,6	0,01
EUR/USD	1,12	0,000
UST-10	2,28	0,00
Германия-10	0,41	0,00
Испания-10	1,61	0,01
Португалия -10	3,16	0,02
Российские еврооблигации		
Russia-23	3,34	0,02
Russia-42	4,71	-0,01
Gazprom-19	2,73	0,00
Evraz-18 (6,75%)	2,26	-0,05
Sber-22 (6,125%)	3,82	0,00
Vimpel-22	4,35	0,00
Рублевые облигации		
ОФЗ 26206 (06.2017)	9,29	0,07
ОФЗ 26205 (04.2021)	7,83	0,00
ОФЗ 26207 (02.2027)	7,48	0,00
Денежный рынок/валюта		
Mosprime o/n	9,25	-0,01
NDF 3M	9,04	-0,01
Остатки на корсчетах в ЦБ, млрд руб.	2006,7	132,6
Остатки на депозитах, млрд руб.	837,0	39,5
Доллар/Рубль (ЦБ), руб.	56,56	0,06

Управление исследований и аналитики

тел.: +7 (495) 777-10-20



## Глобальные рынки

**С начала недели торговая активность на глобальных рынках невысока.**

На глобальных рынках с начала недели не наблюдается высокой торговой активности. Американские фондовые индексы завершили вчерашний день скромным ростом на 0,1%-0,2%, доходность 10-летних гособлигаций США подросла до 2,28%-2,29%, доллар на валютном рынке укреплялся по отношению к валютам развитых стран (пара евро/доллар вернулась ниже отметки в 1,12 долл.).

Сегодня в центре внимания может находиться публикация протокола с последнего заседания ФРС. На данный момент рынок, согласно фьючерсам на ставку, оценивает вероятность поднятия ставки на заседании в июне почти в 100%, и сегодняшние протоколы могут либо еще больше уверить инвесторов в «неизбежности» скорого поднятия ставки, либо несколько скорректировать эти ожидания.

Из новостей сегодняшнего утра отметим решение рейтингового агентства Moody's понизить суверенный рейтинг Китая с «А1» до «Аа3». Причинами понижения рейтинга стали растущий долг, уменьшение валютных резервов и сомнения в способности властей провести необходимые реформы. При этом прогноз по новому рейтингу обозначен как Стабильный. Большой реакции на денежном и валютном рынке Китая не наблюдалось, фондовые индексы страны в начале сессии демонстрировали снижение, однако ближе к концу торгов, напротив, вышли на положительную территорию.

**/ Михаил Поддубский**

**События второй половины недели могут несколько увеличить активность торгов на развитых рынках.**

## Еврооблигации

**Во вторник российские суверенные евробонды приостановили рост после двух дней активного подъема котировок.**

Во вторник российские суверенные евробонды приостановили рост после двух дней активного подъема котировок, который происходил благодаря восстановлению «аппетита к риску» и при поддержке дорожающей нефти (Brent выше 54 долл./барр). Так, американские фондовые индексы демонстрировали положительную динамику, несмотря на политические риски, доходности базовых активов росли – UST-10 поднялись с 2,24%-2,25% до 2,27%-2,28% годовых. Хотя в США вчера выходила неоднозначная статистика, рыночная вероятность повышения ставок ФРС в июне почти 100%. Так, PMI в промышленности США в мае снизился до 52,5 п. против 52,8 п. в апреле при прогнозе 53,2 п., PMI в сфере услуг напротив вырос до 54,0 п. против 53,1 п. в апреле и прогнозе 53,3 п. Продажи новых домов в США в апреле упали на 11,4% м/м до 569 тыс. в годовом исчислении. В итоге, выпуск RUS'23 слегка скорректировался вниз в цене на 13 б.п. (YTM 3,34%), длинные выпуски RUS'42 и RUS'43 были в небольшом «плюсе» на 8 б.п. (YTM 4,71%-4,73%).

Минфин сообщил, что принял решение привлечь ВТБ Капитала в качестве банка-агента по размещению и обмену евробондов РФ в 2017 г. В федеральном бюджете на 2017 г. предусмотрены внешние заимствования на 7 млрд долл. (4 млрд долл. обмен старых выпусков евробондов, 3 млрд долл. – новые заимствования). Ранее ожидался выход РФ с евробондом в мае-июне.

Сегодня с утра нефть Brent продолжает рост в пределах 0,3%-0,4% до 54,3 долл./барр. с приближением даты саммита ОПЕК (25 мая), где будет решаться вопрос пролонгации ограничения добычи, и на фоне данных от API о сокращении в США за неделю запасов нефти на 1,5 млн барр., бензина – на 3,2 млн барр. Это должно поддерживать котировки российских евробондов, впрочем, бумаги могут отреагировать на заметный рост доходности treasuries – UST-10 поднялись до 2,28%-2,29%, сегодня с утра удерживаются в районе 2,28% годовых. В фокусе инвесторов сегодняшняя публикация протоколов предыдущего заседания ФРС.

**/ Александр Полютов**

**Дорожающая нефть будет поддерживать российские евробонды, впрочем, бумаги могут отреагировать на заметный вчерашний рост доходности treasuries.**



## FX/Денежные рынки

**Восстановление нефтяных котировок способствует приближению рубля к своим максимальным уровням.**

В ходе вчерашнего дня российский рубль демонстрировал некоторое укрепление по отношению к американской валюте – пара доллар/рубль опускалась к минимальным уровням с середины мая в район 56,20 руб/долл. В целом, группа валют emerging markets не демонстрировала вчера явно выраженной динамики.

Поддержка для рубля во многом исходила со стороны нефтяных котировок, которые демонстрировали преимущественно позитивную динамику с середины дня. Цены на нефть марки Brent восстановились выше отметки 54 долл/барр. в преддверии заседания ОПЕК (25 мая) и после публикации позитивных данных по запасам нефти от API (снижение запасов на 1,5 млн барр.).

Последние комментарии представителей стран-экспортеров нефти свидетельствуют о том, что базовый сценарий в преддверии заседания ОПЕК – пролонгация соглашения на 9 месяцев. Соответственно, на рынке нефти в ближайшие дни могут сохраняться оптимистичные настроения. Отметим также, что сегодня будут опубликованы еженедельные данные по запасам и добыче нефти от Минэнерго США, которые также могут несколько увеличить волатильность нефтяных котировок.

Возможно, локальная поддержка для рубля вчера исходила со стороны экспортеров, продающих валюту под налоговые выплаты, пик которых приходится на 25-29 мая. Общая сумма выплат в этом месяце относительно небольшая – мы оцениваем ее примерно в 690 млрд руб. без учета страховых взносов. В условиях относительно комфортного уровня ликвидности налоговый период может оказывать лишь локальную поддержку рублю в ближайшие дни.

На рынке МБК ставка Mosprime o/n во вторник незначительно снизилась до 9,25%. Объем средств банков на корсчетах и депозитах в ЦБ увеличился до 2,84 трлн руб. Вчера ЦБ РФ провел депозитный аукцион сроком на одну неделю, с приближением налогового периода лимиты были уменьшены с 630 млрд руб. до 490 млрд руб. (объем предложения со стороны банков составил 490 млрд руб.).

**/ Михаил Поддубский**

**При сохранении позитивной динамики на рынке нефти растет вероятность движения пары доллар/рубль к отметке в 56 руб/долл.**

## Облигации

**Во вторник ОФЗ в цене слегка корректировались уже во второй половине торгов. Сегодня Минфин предложит выпуск с фиксированным купоном и флоатер.**

Во вторник цены ОФЗ преимущественно корректировались вниз в пределах 10-25 б.п. Снижение котировок происходило во второй половине дня после активного роста предыдущих дней, когда доходности гособлигаций вновь вернулись годовым минимумам – 7,5%-7,9% годовых. К тому же доходности UST в американскую сессию пошли уверенно вверх с 2,24%-2,25% до 2,27%-2,28% годовых. Напомним, улучшение сантимента на глобальных рынках и заметный рост котировок нефти при хороших данных по инфляции в РФ позволили гособлигациям показать уверенное восстановление позиций.

В среду Минфин проведет очередные аукционы, предложив рынку два выпуска ОФЗ с постоянным и переменным купоном общим объемом 45 млрд руб. после 50 млрд руб., заявленных на предыдущем аукционе. Ведомство предложит 9-летние ОФЗ-ПД 26219 на сумму 25 млрд руб., а также 2-летние ОФЗ-ПК 24019 на сумму 20 млрд руб. После неоднозначных итогов аукционов на прошлой неделе из-за резкого ухудшения конъюнктуры мировых рынков на фоне внутривалютной напряженности в США на этой неделе Минфин, вероятно, решил подстраховаться, предложив помимо классических бумаг еще и флоатер. Вчера вечером ОФЗ 26219 торговался по цене 101,5%/101,55% (YTM 7,66%/7,65%), что в 5-6 б.п. выше от годовых минимумов по доходности, флоатер 24019 – в районе 102,5%/102,55%, выпуск практически вернулся к годовым максимумам в цене после снижения на минувшей неделе. При этом за неделю рыночные условия улучшились – нефть Brent подорожала на 3,5% до 53,8-54 долл./барр., доходности ОФЗ срочностью 4-8 лет снизились на 2-3 б.п., «длина» 10-15 лет – на 5-6 б.п. В этом ключе спрос на бумаги, вероятно, будет обеспечен в 2-2,5 раза: в фиксированном выпуске «по рынку» в основном долгосрочными инвесторами, которые продолжают рассчитывать на снижение ключевой ставки ЦБ при достижении цели по инфляции в 4%, флоатер главным образом будет востребован банками, ориентир по цене в районе 102,5%.

**/ Александр Полютов**

**Сегодня в фокусе игроков рынка ОФЗ аукционы Минфина. Поддержку гособлигациям будет оказывать дорожающая нефть и крепкий рубль.**



## Корпоративные события

### Уралкалий (Ва2/ВВ-/ВВ-): первичное предложение.

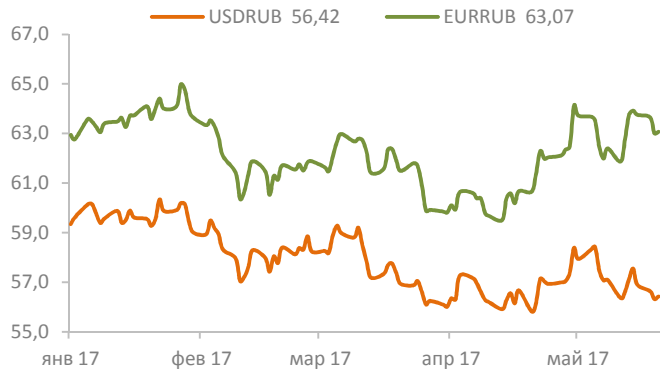
Уралкалий планирует 24 мая с 11:00 до 16:00 (мск) сбор заявок на 3-летние облигации серии БО-001-Р02 объемом 10-15 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона составляет 8,95%-9,20% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 9,15%-9,41% годовых. Размещение бумаг на бирже запланировано на 31 мая. Отметим, у Уралкалия на локальном рынке нет облигаций, в обращении находится только евробонд Uralkali-18 (YTM 2,71%/0,91 г.). Вместе с тем, на локальном рынке торгуются облигации других производителей удобрений: ЕвроХим (-/ВВ-/ВВ) и Акрон (Ва3-/ВВ-). Причем, ЕвроХим 18 мая собирал книгу заявок на новые 3-летние облигации серии БО-001Р-02 объемом 15 млрд руб., установив ставку купона в размере 8,75% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 8,94% годовых (премия к кривой ОФЗ порядка 95 б.п.). Длинные облигации Акрон низколиквидные, доходность бумаг находится на уровне 9,01%-9,11% годовых при дюрации 2,54-2,77 года. Доходность более ликвидных, но коротких выпусков Акрон серий БО2 и БО3 в район 9,15%-9,29% при дюрации 1,37 года (спрэд к ОФЗ 85-100 б.п.). В свою очередь, Уралкалий уступал в 2016 г. ЕвроХим по размеру бизнеса (в 1,9 раза) и уровню долговой нагрузки (метрика Чистый долг/ЕБИТДА – 4,7х против 2,9х соответственно), в то время как прибыльность Уралкалия традиционно высокая (ЕБИТДА margin 52% против 25% соответственно). Акрон меньше, чем Уралкалий, по выручке (в 1,7 раза) и менее прибыльный (ЕБИТДА margin 33% против 52%), но уровень долга был ниже (Чистый долг/ЕБИТДА – 1,2х против 4,7х). В целом, новый выпуск Уралкалий с доходностью 9,15%-9,41% (премия к ОФЗ 115-140 б.п.) предлагает премию к бондам ЕвроХим порядка 20-45 б.п., что вполне оправданно за разницу в кредитном качестве, и близок по доходности к бондам Акрон. По нашим оценкам, справедливый уровень доходности Уралкалий в районе 9,15% годовых, но размещение может пройти ниже – с доходностью 9,1% годовых.

### МТС (Ва1/ВВ+/ВВ+): итоги 1 кв. 2017 г. по МСФО (НЕЙТРАЛЬНО).

МТС вчера представил итоги 1 кв. 2017 г. по МСФО – результаты по выручке оказались чуть ниже консенсус-прогноза, показатель OIBDA превзошел ожидания. Так, выручка оператора в январе-марте снизилась на 1,1% г/г до 104,7 млрд руб., показатель OIBDA напротив вырос на 1,8% г/г до 41,8 млрд руб., OIBDA margin составила 40% против 38,8% годом ранее. Влияние на выручку оказали укрепление рубля к нац. валютам стран присутствия оператора и эффект високосного 2016 г. Вместе с тем, абонентская база МТС в 1 кв. 2017 г. в РФ выросла на 2,2% г/г до 79 млн, всего по группе – на 1,7% г/г до 108,8 млн. В тоже время позитивным моментом стало увеличение OIBDA и рентабельности по этому показателю, что было обусловлено увеличением мобильной выручки, оптимизацией затрат на роуминг и ростом вклада Украины. Чистый долг МТС по итогам 1 кв. достиг 203,3 млрд руб., увеличившись на 2,6%. Метрика Чистый долг/OIBDA составила 1,2х против 1,3х в 2016 г., оставаясь на комфортном уровне. При этом короткая часть долга около 50 млрд руб. полностью перекрывалась денежными средствами на счетах и депозитах (около 70 млрд руб.). Кроме того, внутренних финансовых возможностей будет достаточно для выплаты дивидендов – по итогам 2016 г. МТС может выплатить акционерам до 31,175 млрд руб. Напомним, в 1 кв. 2017 г. МТС разместил два выпуска облигаций серий 1Р1 и 1Р2 на 20 млрд руб., данные выпуски в настоящее время торгуются заметно выше номинала – по цене 101,3%-101,5% и с доходностью порядка 8,62%-8,77% годовых при дюрации 3,11-3,67 года. Интерес к покупке данных бумаг на текущих уровнях может ограничить ситуация с исками Башнефти и Роснефти к «материнской» АФК Система на 170,6 млрд руб. Давление данная история, вероятно, окажет и на евробонды МТС.

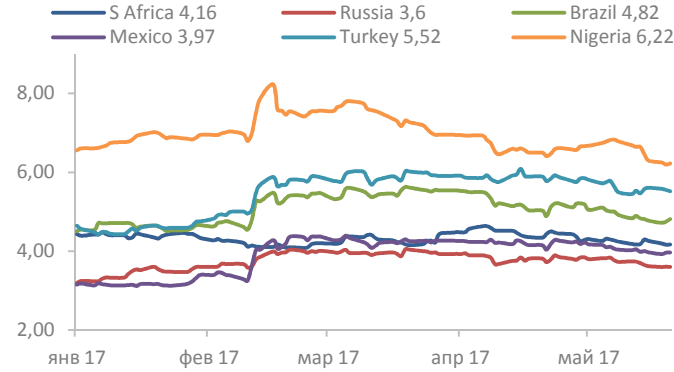
/ Александр Полютов

### USD/RUB, EUR/RUB



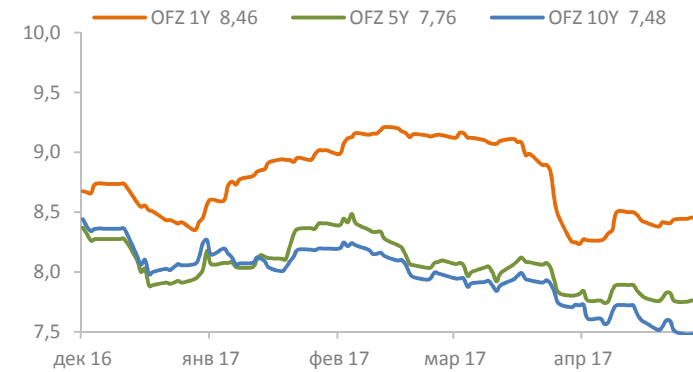
Источник: Bloomberg, PSB Research

### EM eurobonds 10Y YTM, %



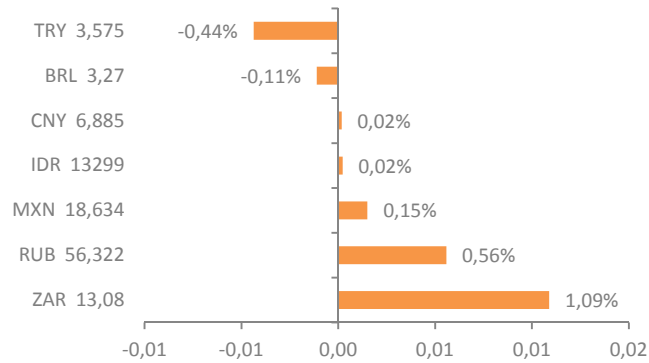
Источник: Bloomberg, PSB Research

### OFZ, %



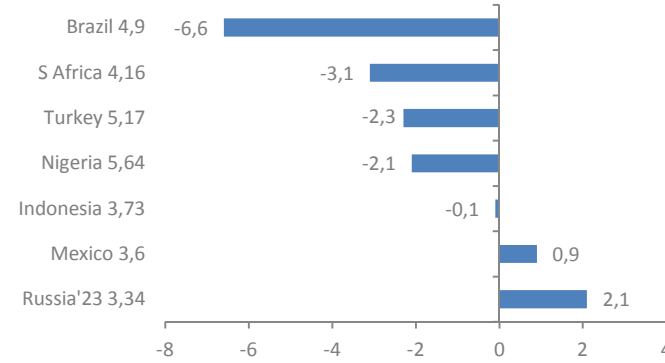
Источник: Bloomberg, PSB Research

### EM currencies: spot FX 1D change, %



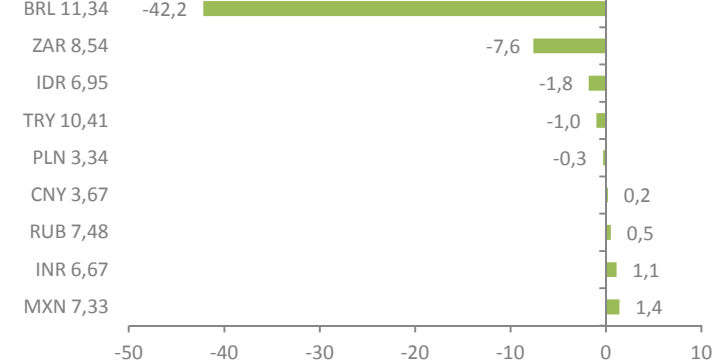
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



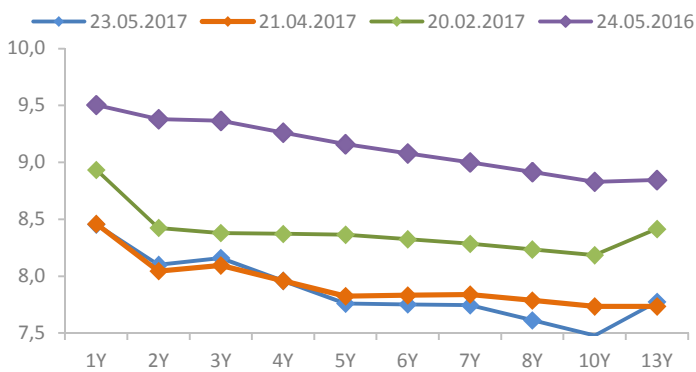
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



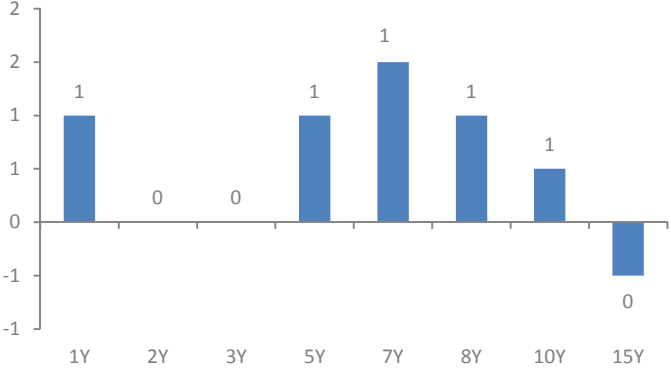
Источник: Bloomberg, PSB Research

### OFZ curves



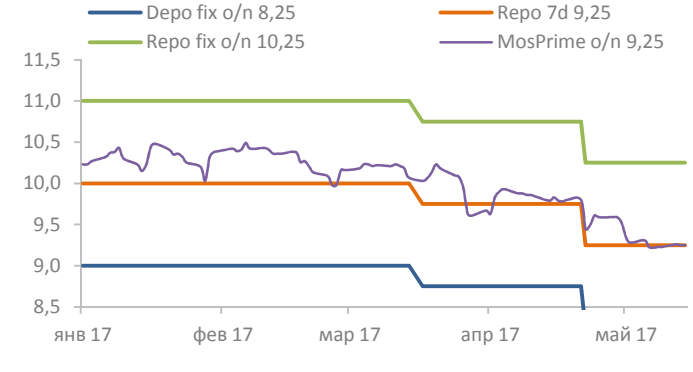
Источник: Bloomberg, PSB Research

### OFZ 1D YTM change, b.p.



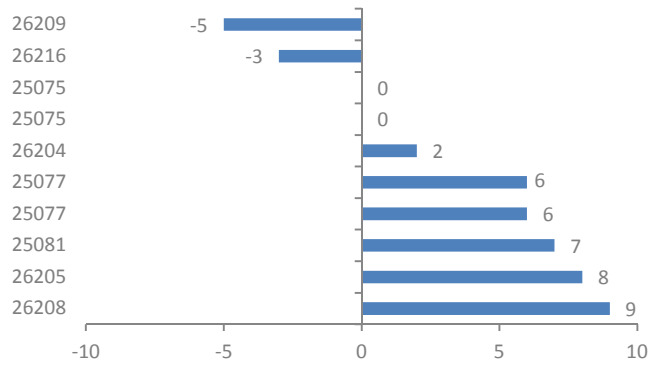
Источник: Bloomberg, PSB Research

### CBR rates, %



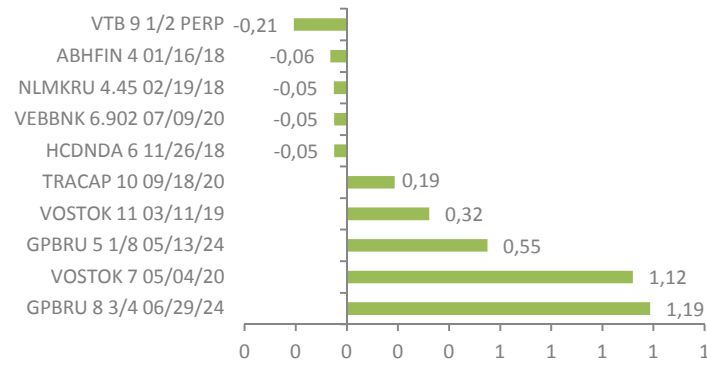
Источник: Bloomberg, PSB Research

### OFZ 1D YTM change, b.p.



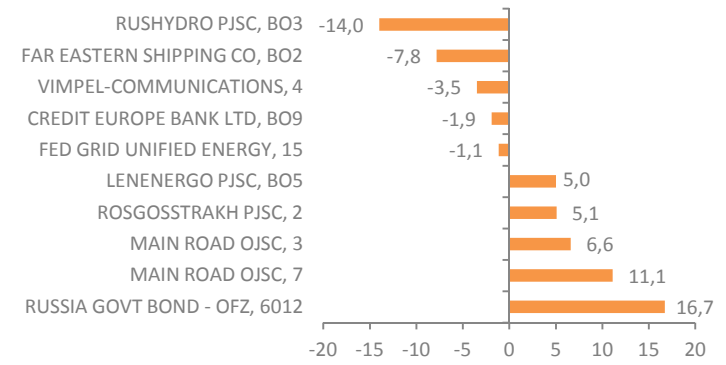
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



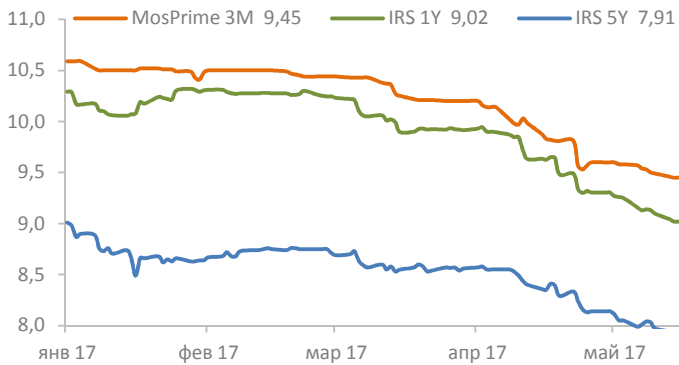
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



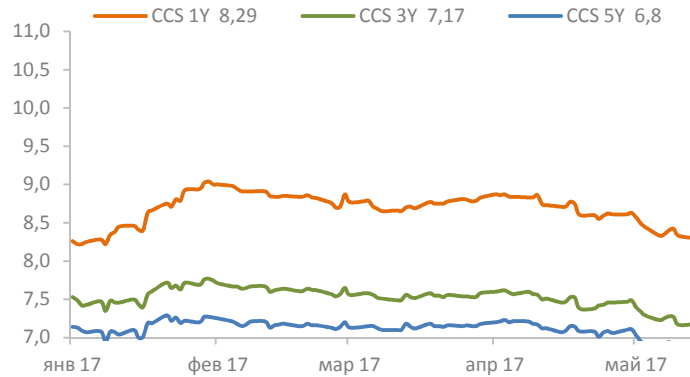
Источник: Bloomberg, PSB Research

### IRS / MosPrime 3M, %



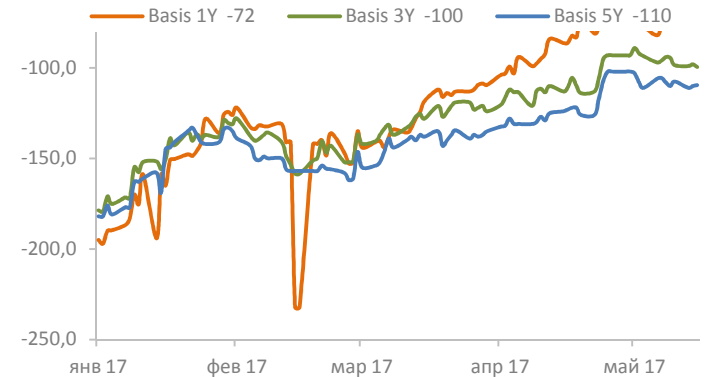
Источник: Bloomberg, PSB Research

### CCS, %



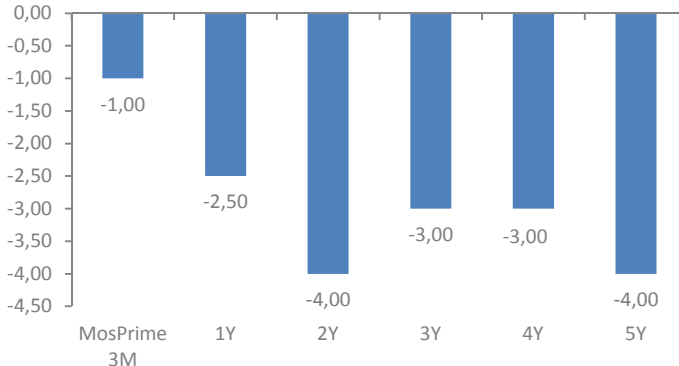
Источник: Bloomberg, PSB Research

### Basis swap, b.p.



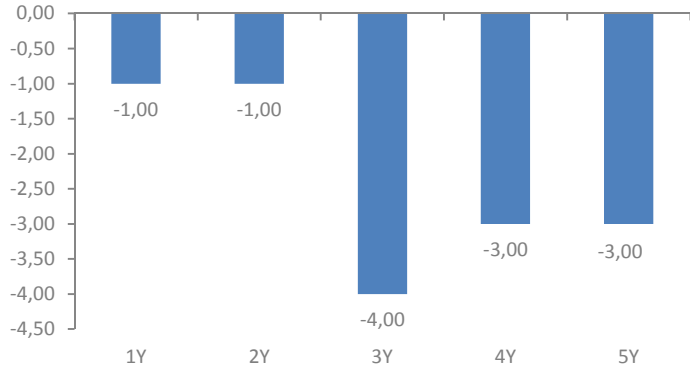
Источник: Bloomberg, PSB Research

### IRS 1D price change, b.p.



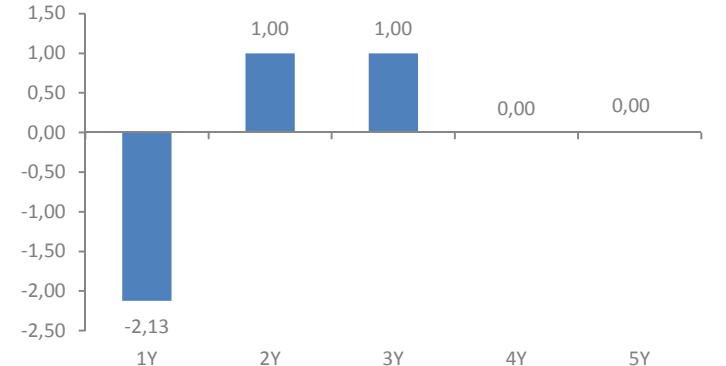
Источник: Bloomberg, PSB Research

### CCS 1D price change, b.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research

### Basis swap 1D price change, b.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research



## ПАО «Промсвязьбанк»

### Управление исследований и аналитики | PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.10

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

**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54  
Управляющий по исследованиям и анализу долговых рынков

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

**Роман Насонов** NasonovRS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33  
Ведущий аналитик

**Михаил Поддубский** PoddubskiyMM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69  
Ведущий аналитик

### СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

<b>Дмитрий Иванов</b>	<b>Операции на финансовых рынках</b>	
	<b>FICC</b>	
<b>Руслан Сибяев</b>	<b>Еврооблигации</b>	+7 (495) 705-97-57
<b>Пётр Федосенко</b>	<b>Рублевые облигации</b>	+7 (495) 705-90-69
<b>Константин Квашнин</b>	<b>ОФЗ, длинные ставки</b>	+7 (495) 705-90-96
<b>Евгений Жариков</b>	<b>Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities</b>	+7 (495) 411-5133
<b>Михаил Маркин</b>		
<b>Алексей Кулаков</b>	<b>FX, короткие ставки</b>	+7 (495) 705-9758
<b>Павел Демещик</b>	<b>Денежный рынок</b>	+7 (495) 411-5132
<b>Евгений Ворошнин</b>	<b>РЕПО</b>	+7 (495) 411-5135
<b>Сергей Устиков</b>	<b>Акции</b>	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
<b>Александр Орехов</b>		

### КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

<b>Ольга Целинина</b>	<b>Операции с институциональными клиентами Fixed Income</b>	+7 (495) 705-97-57
<b>Александр Аверочкин</b>		
<b>Филипп Аграчев</b>	<b>Центр экспертизы для корпоративных клиентов</b>	
<b>Александр Сурпин</b>	<b>Конверсии, Хеджирование, РЕПО, Структурные продукты, DCM</b>	+7 (495) 228-39-22
<b>Виктория Давитиашвили</b>		
<b>Татьяна Муллина</b>		
<b>Владислав Риман</b>		
<b>Максим Сушко</b>	<b>Конверсионные и форвардные валютные операции</b>	+7 (495) 733-96-28
<b>Давид Меликян</b>		
<b>Александр Борисов</b>	<b>Брокерское обслуживание</b>	+7 (495) 705-97-69
<b>Олег Рабец, Александр Ленточников, Глеб Попов</b>		+7(495) 411-51-39
<b>Игорь Федосенко</b>		
<b>Виталий Туруло</b>		



© 2017 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «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. ПАО «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.

ПАО «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.