




8 августа 2013 г.


Утренний Express-O


КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


 ЮниКредит Банк (-/BBB/BBB): итоги 1 полугодия 2013 г.


 Альфа-Банк (Ba1/BB+/BBB-): первичное предложение.


 VimpelCom Ltd. (Ba3/BB/-): отчетность за 1 пол. 2013 г.


 ФСК (Baaz/BBB/-): продолжает размещение инфраструктурных облигаций.


 ФК «Открытие» (-/-/-): первичное предложение.

ЮниКредит Банк (-/BBB/BBB): итоги 1 полугодия 2013 г.

На фоне сокращения активов Банк генерирует хорошую прибыль, что ведет к росту рентабельности. Среди моментов, на которые стоит обратить внимание – сокращение средств клиентов.

...рентабельность активов (RoAA) выросла с 1,7% до 2,2%

ЮниКредит Банк представил инвесторам выборочные показатели (в рамках пресс-релиза) по МСФО за 1 полугодие 2013 года.

Комментарий. Поскольку отчетности на сайте Банка на момент написания комментария мы не нашли, то в полном объеме оценить успехи Банка за первые 6 месяцев текущего года довольно сложно. В целом, полугодие для Банка сложилось неплохо. Во-первых, прибыль Эмитента выросла на 39% до 9,1 млрд руб. В результате, рентабельность активов (RoAA) увеличилась с 1,7% до 2,2%. Судя по всему, в текущем году ранее озвученный ориентир по прибыли в размере 400 млн евро будет превышен. Отметим, что в России дела у Группы UniCredit идут заметно лучше, чем в «родной» Италии, где банк вернулся к прибыльности только в этом году.

Н1 на 1 июля достиг 14,14% против 13,25% на начало года.

Во-вторых, хотя ЮниКредит Банк не раскрыл показатель достаточности капитала по Базелю, тем не менее, исходя из РСБУ, ситуация здесь комфортная. Н1 на 1 июля 2013 г. достиг 14,14% против 13,25% на начало года. Кроме того, 83% собственных средств состоит из капитала 1 уровня, что повышает финансовую устойчивость кредитной организации. Принимая во внимание, что объем активов при этом снижается, с точки зрения капитала мы не ждем ухудшения ситуации в текущем году.

Наиболее активную динамику продемонстрировало розничное направление – «+29%» против «+9%» в корпоративном.

В-третьих, кредитный портфель Эмитента вырос на 6% до 536 млрд руб. Судя по всему, как и в прошлом полугодии, на фоне оттока депозитов юрлиц, Банк «подъел» ликвидность, сохраняя положительную динамику по кредитному портфелю. Наиболее активную динамику продемонстрировало розничное направление – «+29%» против «+9%» в корпоративном. Наиболее высокие темпы были в потребкредитовании («+71%») и автокредитовании («+25%»). Напомним, на конец прошлого года на долю кредитов физлиц приходилось 22% кредитного портфеля. Качество кредитного портфеля Банка сейчас оценить сложно ввиду ограниченного набора данных (по РСБУ существенного изменения не наблюдается).

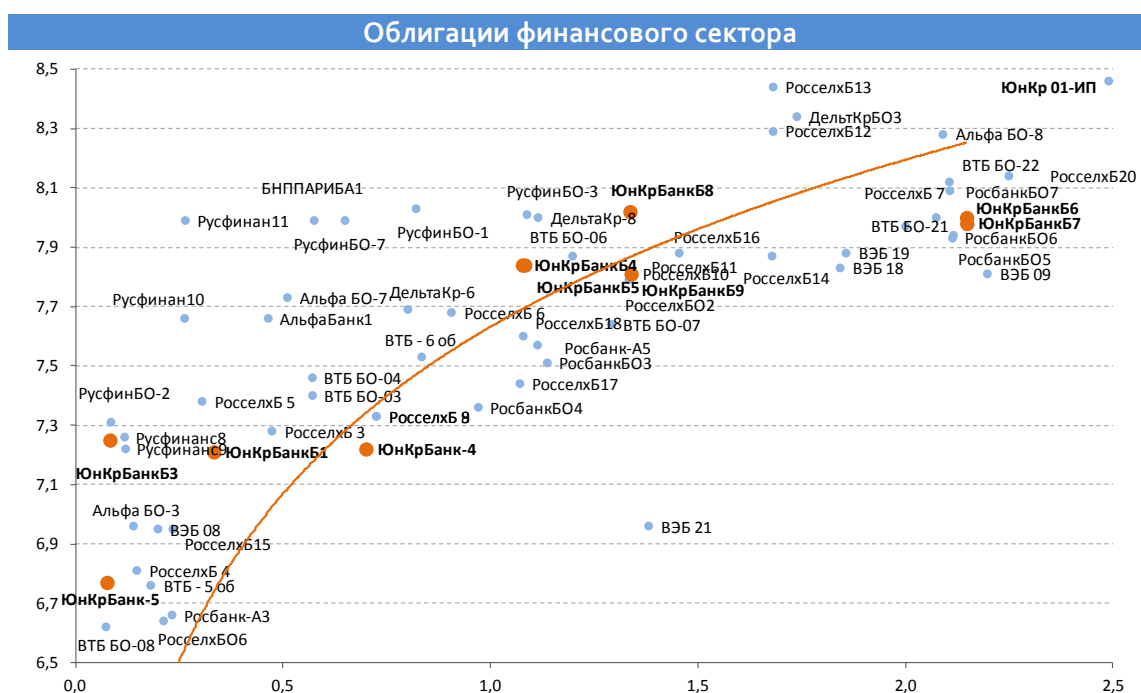
Обращаем внимание, что отток средств клиентов у Банка в этом году был более серьезный, чем в прошлом: «-17%» до 416 млрд руб. против «-12%» за аналогичный период прошлого года. Соответственно, показатель Кредиты / Средства клиентов вырос с 1,18 до 1,29х. Судя по отчетности РСБУ, основная

... была уменьшена задолженность перед Минфином на 40 млрд руб.
...снижение задолженности перед ЦБ на 26 млрд руб. ...сократился объем кредитов и депозитов, предоставленных банкам-нерезидентам на 54 млрд руб.

причина – отток депозитов юрлиц.

Помимо сокращений средств коммерческих организаций, была уменьшена задолженность перед Минфином на 40 млрд руб. Отметим также снижение задолженности перед ЦБ на 26 млрд руб. При этом по итогам 1 полугодия 2013 года в активах сократился объем кредитов и депозитов, предоставленных банкам-нерезидентам, на 54 млрд руб. Последнее мы оцениваем позитивно.

Что касается бумаг ЮниКредит Банка, то они отличаются слабой ликвидностью, хотя и входят в перечень РЕПО ЦБ с дисконтом 12,5%. На наш взгляд, облигации могут быть интересны для консервативного инвестора, при этом на рынке достаточно альтернатив в данном сегменте.



Финансовые показатели ЮниКредит Банка по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2011	2012	1H2012	1H2013	1H'13 / 2012
ASSETS	772,0	868,5	755,1	776,7	-11%
Cash and cash equivalents	24,5	24,0	11,1	-	-
% assets	3,2%	2,8%	1,5%	-	-
Loans	472,7	504,2	482,5	536,4	6%
% assets	61,2%	58,1%	63,9%	69,1%	-
NPL (90+)	3,7%	3,1%	n/a	n/a	-
allowance for loan impairment / NPL (90+)	86,1%	98,8%	n/a	n/a	-
Loans / Customer accounts	102,1%	100,1%	118,6%	128,9%	-
Customer accounts	462,9	503,9	407,0	416,2	-17%
% assets	60,0%	58,0%	53,9%	53,6%	-
EQUITY	88,3	113,3	94,0	121,3	7%
% assets	11,4%	13,0%	12,5%	15,6%	-
Total Capital Adequacy Ratio	12,8%	15,0%	n/a	-	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	2011	2012	1H2012	1H2013	1H'13 / 1H'12
Provisions charge for loan impairment	-2,7	-2,8	-1,3	-	-
Operating income*	32,8	36,2	15,0	19,2	28%
Profit for the period	15,8	17,5	6,6	9,1	39%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1H2012	1H2013	1H'13 vs 1H'12
RoAA	2,3%	2,1%	1,7%	2,2%	0,5%
RoAE	20,0%	17,3%	14,4%	15,6%	1,2%
Cost / Income	34,4%	30,8%	35,9%	31,5%	-4,4%
NIM	3,4%	3,0%	2,8%	-	-

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанк

Елена Федоткова

Альфа-Банк (Ba1/BB+/BBV-): первичное предложение.

На наш взгляд у Банка есть возможность разместиться без особой премии к рынку, то есть на уровне 8,42-8,5% годовых.

Альфа-Банк планирует предварительно в период с 14 по 16 августа провести сбор заявок на биржевые облигации серии БО-09 объемом 5 млрд руб. и разместить бумаги 20 августа. Ориентир ставки 1 купона находится в диапазоне 8,25-8,75% годовых / YTM 8,42-8,94% к погашению через 3 года (оферта не предусмотрена).

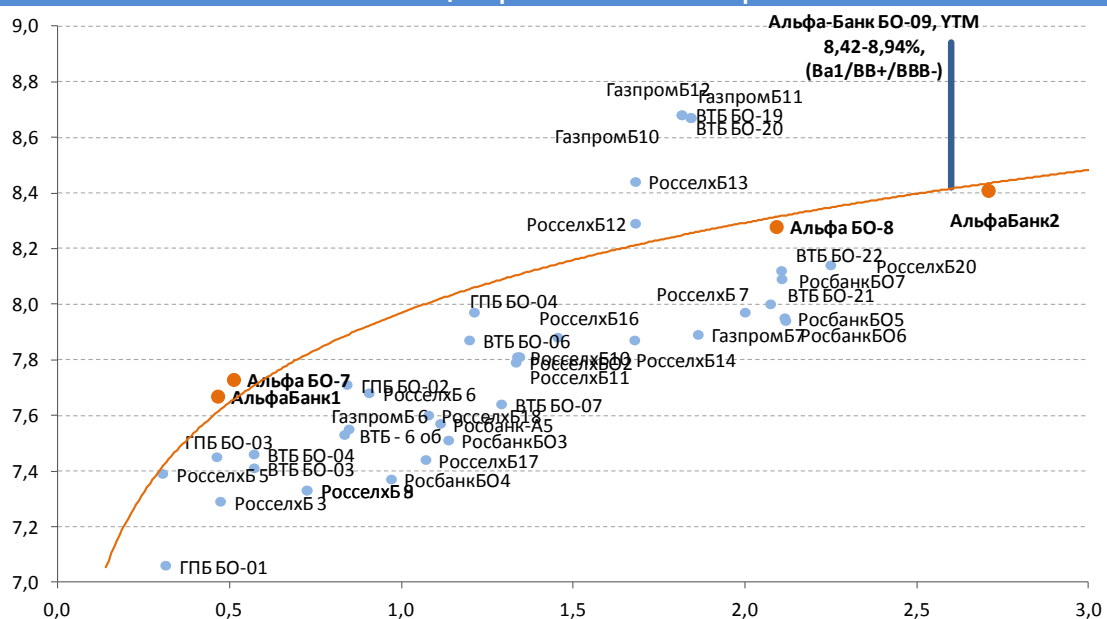
Комментарий. На наш взгляд у Банка есть возможность разместиться без особой премии к рынку. Во-первых, за исключением комментариев в связи с введением Базеля 3, в остальном Альфа-Банк чувствует себя совсем неплохо. Да и то последние стихли после отмены повышающих коэффициентов со стороны ЦБ и заявлений от Эмитента, что теперь дополнительных вливаний на 500 млн долл. в капитал не потребуется. Можно также обратить внимание на уход в текущем году нескольких человек из топ-менеджмента Банка (финансовый директор, руководитель корпоративно-инвестиционного бизнеса и др.), однако предпосылки для этого не ясны и мы пока не наблюдаем существенных изменений в стратегии Эмитента.

Во-вторых, самый «длинный» бонд серии 02 был по большей части выкуплен в июне текущего года (3,6 млрд руб. из 5 млрд руб.) и сейчас характеризуется низкой ликвидностью. Таким образом, новый выпуск поддержит сформированную кривую Альфа-Банка и удовлетворит имеющийся спрос.

Мы ждем, что размещение пройдет ближе к нижней границе имеющегося диапазона, на уровнях 8,42-8,5%.

...теперь дополнительных вливаний на 500 млн долл. в капитал не потребуется...

Облигации финансового сектора



Финансовые показатели Альфа-Банка по МСФО

Показатели отчетности, млн долл.	2009	2010	2011	2012	Изм., %
Активы	21 646	28 478	31 365	45 932	46%
Денежные средства	1 966	3 182	2 707	5 218	93%
доля в активах	9,1%	11,2%	8,6%	11,4%	---
Кредиты (net)	13 449	16 795	21 804	30 564	40%
Кредиты (gross)	14 953	18 175	23 172	31 825	37%
доля в активах	62,1%	59,0%	69,5%	66,5%	---
доля розничных кредитов в портфеле	13,4%	12,3%	11,9%	14,6%	---
NPL (90+)	21,2%	4,7%	1,4%	1,1%	---
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	0,5	1,6	4,1	3,7	---
Кредиты / Средства клиентов	1,0	1,0	1,2	1,1	---
Вложения в финансовые активы	3 131	4 922	3 731	4 931	32%
доля в активах	14,5%	17,3%	11,9%	10,7%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	20,2%	18,2%	n/a	n/a	---

8 августа 2013

Показатели прибыльности	2009	2010	2011	2012	Изм., %
Создание резервов под обесценение	-41	-41	-148	-95	-36%
Операционные доходы	912	1 583	1 887	2 203	17%
Прибыль за период	77	553	641	829	29%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	2012	Изм., %
RoAA	0,3%	2,2%	2,1%	2,1%	0,0%
RoAE	3,2%	19,1%	19,7%	21,9%	2,2%
C/I	51,2%	44,0%	51,8%	47,2%	-4,6%
NIM*	5,3%	6,2%	5,5%	5,1%	-0,4%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

VimpelCom Ltd. (Ваз/ВВ/-): отчетность за 1 пол. 2013 г.

Вчера оператор представил нейтральные финансовые результаты за 1 пол. 2013 г. как с точки зрения прибыльности бизнеса, так и уровня долга. Хорошие данные демонстрируют подразделения в России и СНГ, в то время как бизнес в Италии по-прежнему оказывает давление на EBITDA группы. Вряд ли стоит ждать заметной реакции в бондах компании на публикацию отчетности, интерес могут представлять старшие выпуски евробондов.

Выручка и EBITDA незначительно снизились на 0,4-0,5%, при этом их органичный рост составил 1% ...

EBITDA margin – 42,2%, как и годом ранее...

Положительный вклад вновь внесли Россия и СНГ, давление на EBITDA оказывает Италия...

Комментарий. Вчера VimpelCom Ltd. представил нейтральные финансовые результаты за 1 пол. 2013 г. по МСФО. Выручка компании и EBITDA практически не изменились, показав небольшое снижение в валюте отчетности – на 0,5% до 11,3 млрд долл. и на 0,4% до 2,7 млрд долл. соответственно. При этом органичный рост выручки и EBITDA (исключающий влияние колебаний курсов валют, события ликвидации и выбытия) за отчетный период составил «+1%».

Стоит отметить, что положительное влияние на результаты группы оказали хорошие финансовые показатели подразделений в России и СНГ, в то время как бизнес в Италии продолжил оказывать давление на EBITDA группы из-за регуляторных решений снизить тариф на «приземление» трафика и разовых списаний. Без этих факторов, по оценкам менеджмента, органичный рост EBITDA составил бы 3%. Тем не менее, в итоге прибыльность бизнеса VimpelCom Ltd. осталась на уровне 1 пол. 2012 г. – EBITDA margin составила 42,2%. Операционный денежный поток оператора снизился на 9,9% (г/г) до 2,7 млрд долл. из-за негативных изменений в оборотном капитале.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	VimpelCom Ltd. (МСФО)		
	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм. %
Выручка	11 364	11 309	-0,5
Операционный денежный поток	2 958	2 666	-9,9
EBITDA	4 792	4 773	-0,4
EBITDA margin	42,2%	42,2%	0,0 п.п.
Чистая прибыль	806	981	21,7
margin	7,1%	8,7%	1,6 п.п.
	2012	1 пол. 2013	Изм. %
Активы	54 737	52 547	-4,0
Денежные средства и эквиваленты	4 949	4 551	-8,0
Долг	26 987	27 386	1,5
краткосрочный	2 639	1 510	-42,8
долгосрочный	24 348	25 876	6,3
Чистый долг	22 038	22 835	3,6
Долг/EBITDA	2,8	2,8	
Чистый долг/EBITDA	2,3	2,3	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Размер долга оператора вырос на 1,5% к 2012 г. до 27,4 млрд долл., но при этом снизился кв.кв. на 4,3%. На конец 1 пол. 2013 г. метрика Долг/EBITDA составила 2,8х, Чистый долг/EBITDA – 2,3х как и по итогам 2012 г., что является высоким уровнем. Стоит отметить, что в структуре долга компании на конец июня по сравнению с 1 кв. заметно

Долговая нагрузка остается высокой –

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

Долг/ЕБИТДА -2,8х,...

... но риски краткосрочного рефинансирования низкие

Реакция в облигациях маловероятна, интерес могут представлять старшие выпуски евробондов...

снизилась доля короткой части, составив 1,5 млрд долл. (или 5,5% всего кредитного портфеля), которая полностью покрывается денежными средствами на счетах (4,55 млрд долл.). Кроме того, у оператора были невыбранные кредитные линии на сумму более 1 млрд долл. Таким образом, риски рефинансирования краткосрочного долга группы являются довольно низкими.

Что касается инвестиций VimpelCom Ltd. в 2013 г. (оцениваются компанией в 20% выручки или около 4,5 млрд долл., уже вложено 1,4 млрд долл. или 31% от плана), оператор вполне сможет реализовать ее за счет собственного денежного потока и запаса ликвидности. Кроме того, данных ресурсов будет достаточно, если компания решит войти в сделку по покупке пакистанского оператора Warid Telecom (более 14,5 млн абонентов) у Abu Dhabi Group, оцениваемого в 1 млрд долл., о чем стало известно в конце июля.

Публикация нейтральной отчетности VimpelCom Ltd. не отразится на котировках бондов оператора. В свою очередь, интерес традиционно могут представлять старшие выпуски евробондов компании, предлагающие солидную премию к бумагам MTS /Ba2/BV+/BV+/ (90-100 б.п.), – Vimpel-22 (YTM 6,797%/6,25 г.) и Vimpel-23 (6,922%/7,04 г.), которые после снижения в конце июля могут показать рост котировок.

Александр Полюттов

ФСК (Вааз/ВВВ/-): продолжает размещение инфраструктурных облигаций.

Уже во 2-й раз для реализации своей инвестиционной программы 13 августа ФСК планирует разместить 2 выпуска 35-летних инфраструктурных облигаций общей суммой 30 млрд руб. На наш взгляд, данные выпуски будут слабо интересны рынку в силу длительного срока обращения и способа формирования купона: инфляция +1%, но не более 10%.

ФСК продолжает размещение инфраструктурных облигаций...

..которые будут интересны фондам со сверхдлинным горизонтом инвестирования, но не рынку.

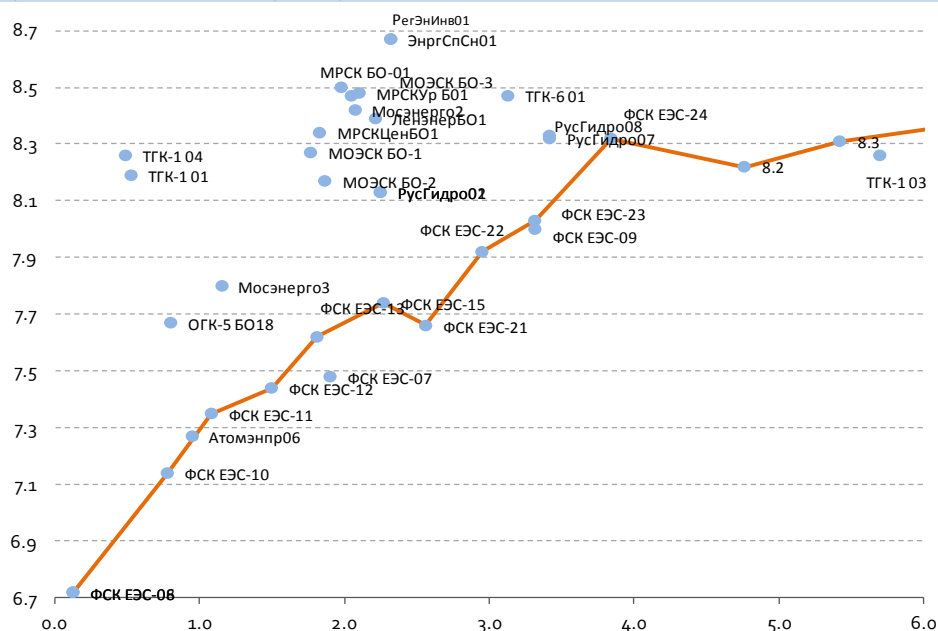
Инфраструктурные облигации наконец-то позволят привлечь необходимые средства для реализации масштабной инвестиционной программы .

Комментарий. Размещение 35-летних выпусков облигаций 26 и 27 серий общей суммой 30 млрд руб. запланировано на 13 августа. Ставка 2-136 купонов зависит от индекса потребительских цен и определяется как уровень инфляции за год + 1%. Бумаги имеют квартальные купоны. По облигациям объявлена 34-летняя оферта. При этом по выпускам предусмотрена возможность досрочного погашения облигаций по усмотрению эмитента в случае достижения или превышения купоном уровня 10% годовых. Такое размещение – второе для ФСК: в июне компания уже разместила 2 выпуска инфраструктурных облигаций 23 и 28 серии общей суммой также 30 млрд руб.

Инфраструктурные облигации, выпускаемые под гарантию государства на столь длинный срок (34 года до оферты), стали ожидаемым выходом из затруднительного положения для ФСК ЕЭС. В последнее время Компании становилось все труднее занимать на долговом рынке: соотношение Чистый долг/ЕБИТДА приближалось к уровню 3X.

Обширная инвестиционная программа размером около 155 млрд руб. ежегодно на период 2013 -2017 гг. требует значительных денежных средств. При росте тарифа в 9,5% в ближайшие годы ЕБИТДА, по нашим расчетам, составит в среднем 103 млрд руб. в следующий три года. Соответственно, инфраструктурные облигации позволят закрыть нехватку денежных средств по разумной цене. На наш взгляд, данный инструмент не будет популярен на рынке в силу слишком длинной дюрации (оферта через 34 года), а, учитывая ожидания относительно уровня инфляции на ближайшие пару лет, то и невысокой доходности. При этом, как было отмечено ранее главой Минэкономразвития России Андреем Белоусовым, на выкуп инфраструктурных облигаций будут направлены средства из Пенсионного фонда, а в дальнейшем, возможно, и из Национального Фонда Благосостояния (НФБ).

Карта доходностей: Электроэнергетика

Паламарчук Вадим

ФК «Открытие» (-/-/-): первичное предложение.

Бумага вряд ли найдет обширный спрос у инвесторов в силу отсутствия рейтинга, и, как следствие, неломбардности бумаги. Однако спред к бумагам НОМОС-БАНКа, который теперь входит в Корпорацию, выглядит, по нашему мнению, довольно интересно.

Комментарий. Вчера ФК «Открытие» объявила о новом выпуске на 5 млрд руб. с диапазоном ставки купона в 11,00-11,50% и доходностью в 11,45-12,01%. По выпуску предусмотрена оферта через год, срок обращения выпуска - 5 лет. Книга на бумаги Открытия будет открыта с 12 по 13 августа.

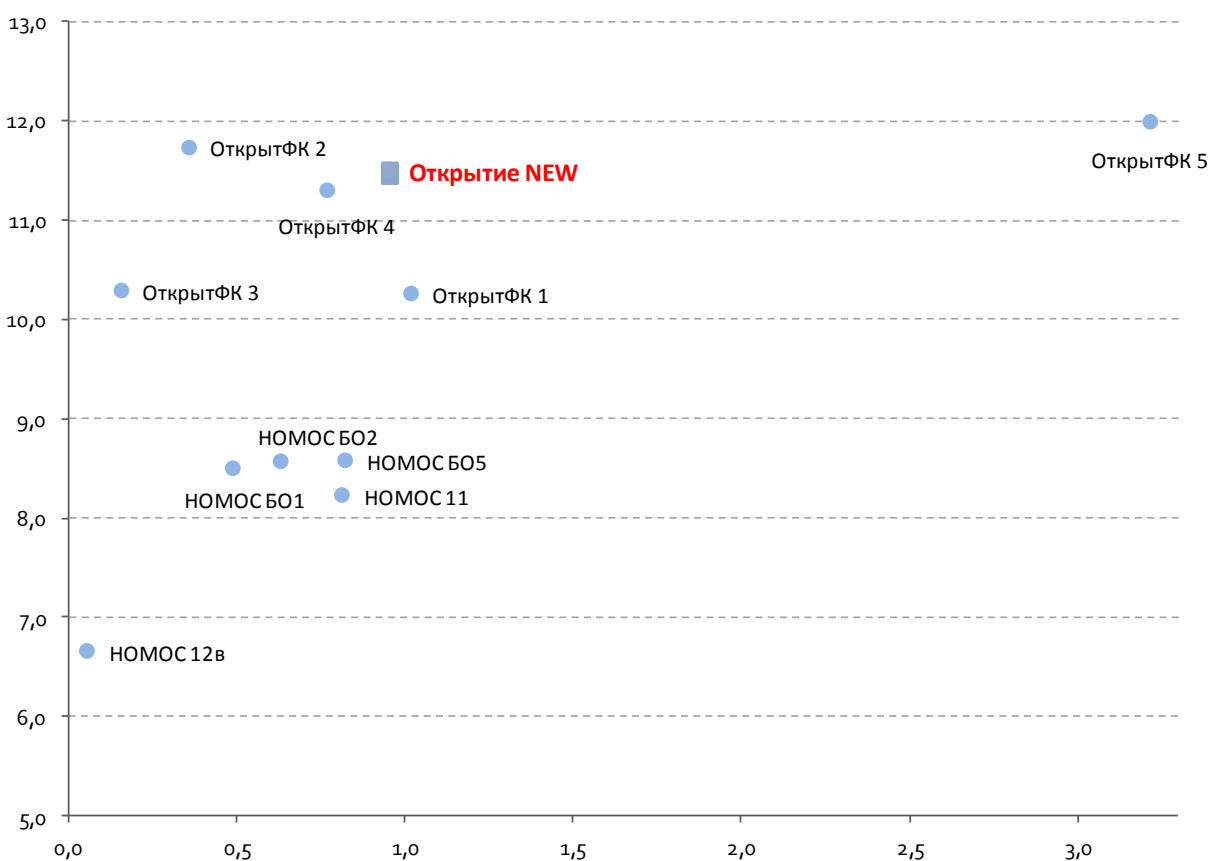
Отметим, что ФК размещает бонды на фоне снижения рейтинга головному активу корпорации – НОМОС-БАНКу агентством Fitch – *наш комментарий*. В отчете агентства были отмечены риски, в том числе, новых акционеров: «Понижение рейтингов НОМОС-БАНКа отражает существенное увеличение и более слабое качество рисков по связанным сторонам и компаниям бизнес-партнеров акционеров после сделки, а также учитывает значительные условные риски ввиду высокого леввереджа в группе».

Если для НОМОСа сделка пока не принесла весомых прибылей, то для «Открытия» наличие в группе прибыльного универсального НОМОС-БАНКа - довольно весомый плюс, позволяющий поддерживать бизнес корпорации.

Бумаги «Открытия» - не самый ликвидный инструмент в сегменте локального долга, в том числе исходя из того, что ряд сделок, по слухам, носили клубный характер. Сейчас в обращении значатся четыре выпуска «Открытия», из которых сколь значимая ликвидность есть лишь в бумагах серии 05 (дюрация 1315 дней). Последние сделки по выпуску проходили на уровне 12%. Любопытно, что бонды начали активное снижение доходностей, начиная с 20-х чисел июля текущего года, что немного не вторило динамике рынка в целом, и в том числе ОФЗ. До этого котировки по бонду были на уровне 12,4% - 12,5%. Новый выпуск короче, оферта через год, а диапазон доходности на уровне 11,42-12,0%. Безусловным минусом выпуска является отсутствие рейтинга и как следствие неломбардность бонда. Вместе с тем, важным является тот факт, что бонд предлагает довольно неплохую премию к бумагам НОМОС-БАНКа. Так, последние сделки по выпуску серии БО-2 (10.2014 г.) проходили на уровне 8,6%, сегодня котировки с утра стояли чуть выше, на отметке в 8,7%. Мы считаем, что выпуск может быть интересен для инвесторов, стремящихся, прежде всего, к высокодоходному, но неликвидному портфелю. Вместе с тем, мы все же ориентируем инвесторов на участие по верхней границе.

Игорь Голубев

Карта доходностей. НОМОС-БАНК, ФК Открытие



Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

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.