



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Банк Пересвет (-/B+/B+): сильные результаты по МСФО за 9м2015 г.****НЛМК (Ba1/BV+/BBB-): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.**

## Банк Пересвет (-/B+/B+): сильные результаты по МСФО за 9м2015 г.

Банк Пересвет представил сильные финансовые результаты по МСФО-отчетности за 3 кв. и за 9 мес. 2015 г. Чистая прибыль Банка в 3 кв. составила 1,7 млрд руб., а за 9м2015 г. финансовый результат составил 2,7 млрд руб. По сравнению с 9м2014 г. чистая прибыль банка выросла на 70%. Банк продолжает наращивать капитальную базу. Показатель достаточности общего капитала (CAR) в соответствии с Базель-III улучшился до 20,9% по сравнению с 17,45% на 30 июня и 16,5% на начало года.

Среди обращающихся облигаций Банка Пересвет рекомендуем обратить внимание на выпуски серии БО-1, БО-3 и БО-4. Бумаги торгуются с доходностью выше 14% годовых при дюрации около 6 месяцев, что на фоне сильных кредитных метрик банка смотрится интересно. В качестве долгосрочной идеи рекомендуем покупку выпуска Банка Пересвет серии БО-ПО2, размещенного 23 октября со ставкой купона 13,5% и офертой через 3 года.

*Банк Пересвет в 2015 г. по ключевым финансовым показателям выглядит заметно лучше среднеотраслевой динамики...*

*За 9м2015 г. чистая прибыль Банка Пересвет составила 2,7 млрд руб., что на 70% превышает показатель прошлого года...*

*Активы Банка Пересвет за 9м2015 г. выросли на 40,3% при общем показателе роста активов российских банков на уровне 2% ...*

**Комментарий.** Банк Пересвет в 3 кв. продолжил качественный рост бизнеса, улучшив собственные достижения первого полугодия этого года.

Чистая прибыль Банка Пересвет, по данным МСФО-отчетности за 9м2015 г. составила 2,7 млрд руб., что на 70% превышает показатель прошлого года. Позитивное влияние на финансовые показатели банка оказывает качественный рост бизнеса.

Активы Банка Пересвет на 30 сентября выросли до 168,4 млрд руб., что на 40,3% превышает величину активов на начало текущего года. На фоне всего лишь 2% роста активов в целом по российскому банковскому сектору показатели роста Банка Пересвет выглядят сильно.

Качество кредитного портфеля Банка Пересвет остается высоким. Банку удается сохранять иммунитет к ухудшению операционной среды. На фоне роста доли просроченной задолженности в целом по системе у Банка Пересвет показатель NPL90+ остался на уровне начала года, составив всего лишь 0,5%. Хорошее качество кредитного портфеля обеспечивается наличием обеспечения. В структуре портфеля на необеспеченные кредиты приходится менее 8%. Основной рост кредитного портфеля за 9м2015 г. был обеспечен за счет кредитов предоставленных компаниям, выполняющим контракты для субъектов РФ, госкомпаний, госструктур. Рост данного сегмента составил 53,5%. В абсолютном выражении кредитный портфель «инфраструктура» вырос с 20,5 млрд руб. до 31,4 млрд руб. Высокие темпы роста также показал портфель МСБ, который вырос на 47,7%.

Источником роста активных операций Банка Пересвет стал рост по всем статьям пассивов. В абсолютном выражении самый большой прирост ресурсной базы

***NPL90+ сохраняется в пределах 0,5%...***

***На фоне снижения рентабельности в целом по банковскому сектору результаты Банка Пересвет с ROAE=26,6% выглядят очень сильно...***

***CAR улучшился до 20,9% (Базель III)...***

***Что создает потенциал для дальнейшего роста бизнеса...***

***Покупка облигаций Банка Пересвет с доходностью выше 14% годовых, выглядит интересной инвестиционной идеей...***

обеспечил приток средств клиентов, которые выросли до 95,3 млрд руб. (+20,8% с начала года). Средства, привлеченные от ЦБ и других банков, выросли до 24,2 млрд руб. (+52,2% с начала года). Объем выпущенных облигаций Банка Пересвет вырос с 8 млрд руб. до 18 млрд руб. Доля данных ресурсов в пассивах банка выросла до 11%.

**Для своевременного обслуживания долга банк поддерживает адекватные запасы ликвидности.** Объем денежных средств на балансе вырос до 18,6 млрд руб. по сравнению с 13,7 млрд руб. на начало года. Портфель ценных бумаг вырос до 24,2 млрд руб. (в том числе 11,5 млрд руб. составляют бумаги, свободные от залога по РЕПО).

**Собственный капитал банка** за 9 мес. 2015 г. вырос на 35,8% до 20,1 млрд руб. Рост капитала 1-го уровня был обеспечен капитализацией чистой прибыли, а также привлечением бессрочного субординированного займа. В июле банк увеличил капитал 2-го уровня, разместив выпуск субординированных еврооблигаций на 8 млрд руб. В соответствии методикой Базель - III коэффициент достаточности общего капитала вырос за 9 мес. с 16,51% до 20,89%.

Уже после отчетной даты, в октябре, банк получил очередной транш субординированного бессрочного займа в размере 12 млн долл., который соответствует условиям включения в основной капитал.

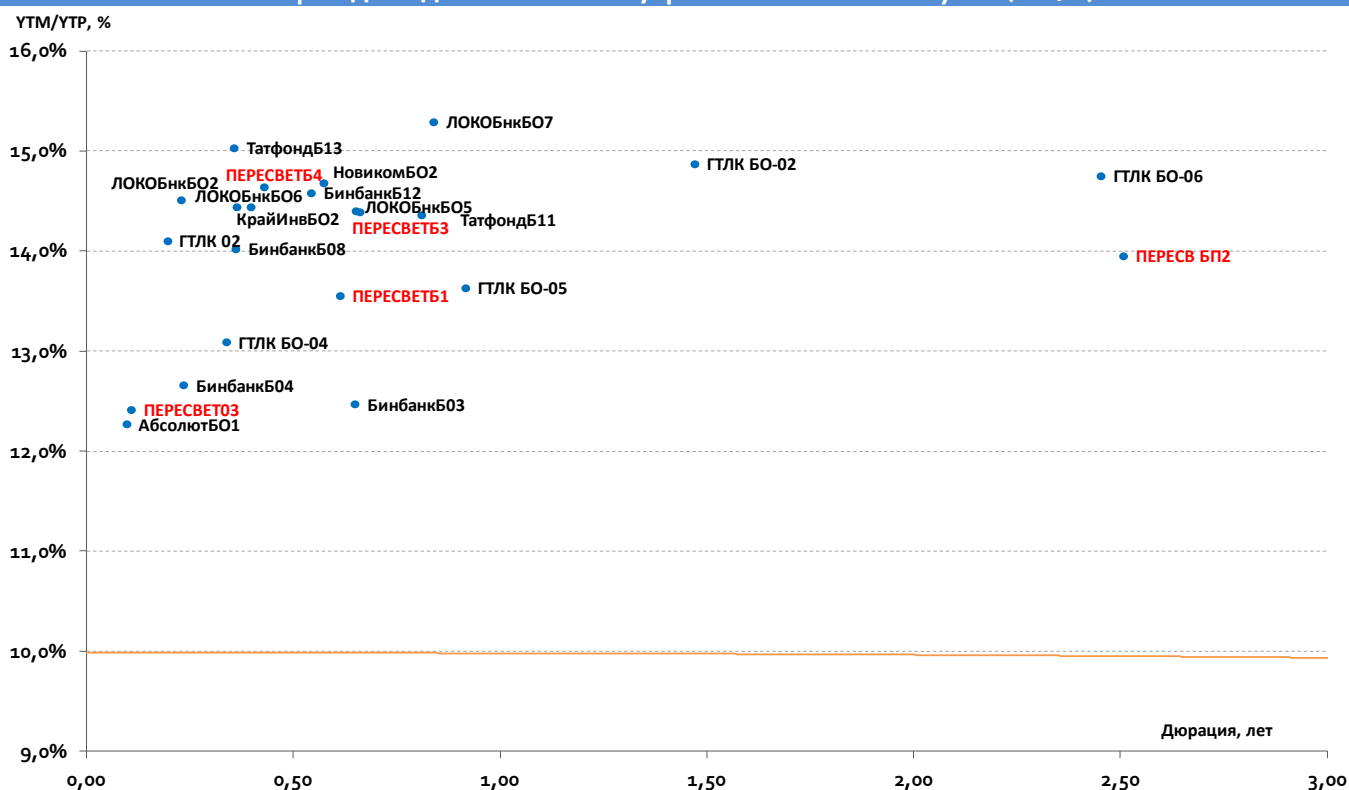
**Хорошая динамика финансовых показателей Банка Пересвет нашла отражение в улучшении прогноза по кредитным рейтингам банка со стороны агентства Fitch.** 26 октября кредитный рейтинг был подтвержден на уровне «В+», прогноз улучшен с «Негативного» до «Стабильного».

Солидный запас прочности по капиталу позволяет банку и дальше демонстрировать рост бизнеса с опережением среднеотраслевой динамики.

**Торговые идеи.** Качественный рост Банка Пересвет в долгосрочной перспективе может транслироваться в повышение кредитных рейтингов и перепозиционирование бумаг эмитента в рейтинговую категорию «ВВ-». Учитывая имеющийся потенциал дальнейшего роста банка, а также перспективы по замедлению инфляции и снижению ключевой ставки мы рекомендуем в качестве долгосрочной идеи покупку нового выпуска облигаций Банка Пересвет серии БО-ПО2 с фиксированным купоном 13,5% годовых и офертой через 3 года. В качестве краткосрочных идей рекомендуем выпуски облигаций Банка Пересвет серии БО1, БО3, БО4, которые можно купить с доходностью 14,0% - 14,5% годовых при дюрации около 6 месяцев.

***Дмитрий Монастыршин***

### Карта доходностей: Банки, финансовые институты (B+ /B)



### Ключевые финансовые показатели Банка Пересвет (консолидированная МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млрд руб.	2012	2013	2014	3М2015	6М2015	9М2015	изм 9М2015/ 2014
Активы	83,0	102,4	120,0	121,7	135,5	168,4	40,3%
Денежные и приравненные к ним средства	13,6	12,8	13,7	11,1	11,0	18,6	35,4%
доля в активах	16,4%	12,5%	11,4%	9,1%	8,2%	11,0%	
Кредиты, выданные клиентам	55,1	74,1	85,8	91,6	101,2	120,2	40,1%
Кредиты, выданные клиентам (gross)	57,1	75,1	86,9	92,3	101,9	121,1	39,3%
доля в активах	66,5%	72,4%	71,5%	75,3%	74,7%	71,4%	
NPL (90+)	1,0%	1,1%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	3,5	1,2	2,6	1,3	1,4	1,5	
Финансовые активы	13,4	13,5	15,0	13,6	17,7	24,2	61,4%
доля в активах	16,2%	13,2%	12,5%	11,2%	13,0%	14,4%	
Текущие счета и депозиты клиентов	54,7	67,0	78,9	79,1	85,5	95,3	20,8%
доля в активах	65,9%	65,4%	65,7%	65,0%	63,1%	56,6%	
Собственные средства	7,1	10,2	14,8	17,0	18,4	20,1	36,1%
доля в активах	8,5%	10,0%	12,3%	13,9%	13,6%	11,9%	
CAR (Базель III)	12,2%	14,5%	16,5%	Н/Д	17,4%	20,9%	+ 4,4 п.п
Показатели прибыльности, млн руб.	2012	2013	2014	3М2015	6М2015	9М2015	изм 9М2015/ 9М2014
Чистый процентный доход	2,8	3,7	4,4	1,2	2,6	4,7	49%
Чистый комиссионный доход	0,5	0,5	0,6	0,2	0,4	0,7	83%
РВП по кредитам	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,4	0,2	68%
Операционные доходы	3,0	3,7	5,1	1,2	1,6	4,5	12%
Общехозяйственные и административные расходы	-0,8	-0,9	-1,1	-0,3	-0,6	-1,0	26%
Прибыль	1,7	2,7	3,1	0,3	1,0	2,7	70%
Качественные показатели деятельности	2012	2013	2014	3М2015	6М2015	9М2015	изм 9М2015/ 9М2014
RoAE	28,7%	31,4%	24,8%	7,6%	12,1%	26,6%	+ 6,6 п.п.
Cost / Income	26,4%	25,0%	22,1%	25,2%	24,4%	21,3%	- 0,8 п.п.
NIM	4,6%	4,2%	4,1%	3,6%	4,3%	4,4%	+ 0,4 п.п.

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

## НЛМК (Ва1/BB+/BBB-): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.

НЛМК отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО, результаты превзошли консенсус-прогноз по выручке и EBITDA. Так, выручка сократилась на 21% (г/г) до 6,37 млрд долл., показатель EBITDA – на 7% (г/г) до 1,6 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 25,6% («+3,9 п.п.» г/г). При этом в 3 кв. НЛМК смог получить рост EBITDA ко 2 кв. на уровне 6% до 508 млн долл. Несмотря на снижение выручки в январе-сентябре, которое было смягчено ростом физических объемов реализации, EBITDA уменьшилась заметно скромнее. Мы считаем, что этому способствовала девальвация национальной валюты, которая снизила издержки компании. Уровень долга НЛМК за 3 кв. кардинально не изменился, оставаясь на комфортных значениях – метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,5х, риски рефинансирования были низкие. В целом, результаты НЛМК можно назвать сильными на фоне уже отчитавшихся конкурентов, что должно оказать заметную поддержку евробондам NLMK-18 (YTM 4,39%/2,12 г.) и NLMK-19 (YTM 5,03%/3,48 г.) в текущей конъюнктуре. Новый рублевый облигации НЛМК БО-08 с доходностью на уровне 11% уже выглядит не столь привлекательно, интересней смотрится выпуск БО-13 (YTP 11,3-11,6%).

**НЛМК представил финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г по МСФО...**

**Результаты превзошли консенсус-прогноз по выручке и EBITDA ...**

**EBITDA margin достигла 26%, прибавив за год на 4 п.п. ...**

**Этому способствовали низкие цены на сырье и резкое ослабление рубля, что снизило издержки компании...**

**Комментарий.** НЛМК отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО, результаты превзошли консенсус-прогноз по выручке и EBITDA. Стоит отметить, что НЛМК впервые представил отчетность по МСФО, перейдя со стандарта US GAAP, при этом, по данным менеджмента, «влияния на финансовые показатели переход на новые стандарты отчетности не оказал».

Так, выручка НЛМК за 9 мес. 2015 г. сократилась на 21% (г/г) до 6,37 млрд долл., показатель EBITDA – на 7% (г/г) до 1,6 млрд долл., при этом EBITDA margin достигла 25,6% («+3,9 п.п.» г/г). При этом в 3 кв. НЛМК смог получить рост EBITDA к 2 кв. на уровне 6% до 508 млн долл.

Несмотря на снижение выручки в январе-сентябре на фоне снижения цен на металлопродукцию (в долл. эквиваленте цены на прокат в РФ снизились на 16-20% к/к, экспортные цены на слябы – на 4% к/к, по данным компании), которое было смягчено ростом физических объемов реализации (за 9 мес. на 7% г/г до 12,09 млн тонн), EBITDA уменьшилась заметно скромнее. Мы считаем, что этому способствовала девальвация национальной валюты, которая снизила издержки компании. В частности, относительно 2 кв. 2015 г. cash cost по слябе снизился на 17% до 197 долл./т., 3 кв. 2014 г. – на 33%.

Также положительный эффект оказало улучшение структуры продаж в пользу высокомаржинальной продукции (доля достигла 30% в продажах) и реализуемая компанией программа повышения операционной эффективности (издержки с начала года снизились на 163 млн долл., по данным компании).

В 4 кв. ухудшение ценовой конъюнктуры и сезонный фактор, вероятно, окажут некоторое давление на финансовые результаты НЛМК, впрочем, компании наверняка удастся сохранить высокий уровень кредитного качества.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (Ва1/BB+/BBB-)			ММК (Ва3/-/BB+)			Северсталь (Ва1/BB+/BB+)		
	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %	9 мес. 2014	9 мес. 2015	Изм. %
Выручка	8 053	6 371	-20,9	6 225	4 658	-25,2	6 418	5 000	-22,1
Операционный денежный поток	1 470	1 405	-4,4	858	1 180	37,5	1 507	1 446	-4,1
EBITDA	1 744	1 628	-6,7	1 215	1 393	14,7	1 610	1 695	5,3
EBITDA margin	21,7%	25,6%	3,9 п.п.	19,5%	29,9%	10,4 п.п.	25,1%	33,9%	8,8 п.п.
Чистая прибыль	678	891	31,4	106	546	415,1	16	676	4125,0
margin	8,4%	14,0%	5,6 п.п.	8,7%	11,7%	3,0 п.п.	1,0%	13,5%	12,5 п.п.
	2014	9 мес. 2015	Изм. %	2014	9 мес. 2015	Изм. %	2014	9 мес. 2015	Изм. %
Активы	10 406	9 427	-9,4	7 857	7 010	-10,8	7 553	6 433	-14,8
Денежные средства и эквиваленты	1 102	1 305	18,4	549	933	69,9	1 897	1 675	-11,7
Долг	2 769	2 441	-11,8	2 585	2 058	-20,4	3 429	2 504	-27,0
краткосрочный	804	740	-8,0	863	908	5,2	774	531	-31,4
долгосрочный	1 964	1 701	-13,4	1 722	1 150	-33,2	2 654	1 973	-25,7
Чистый долг	1 666	1 136	-31,9	2 036	1 125	-44,7	1 532	830	-45,9
Долг/EBITDA	1,2	1,1		1,6	1,2		1,6	1,1	
Чистый долг/EBITDA	0,7	0,5		1,3	0,6		0,7	0,4	

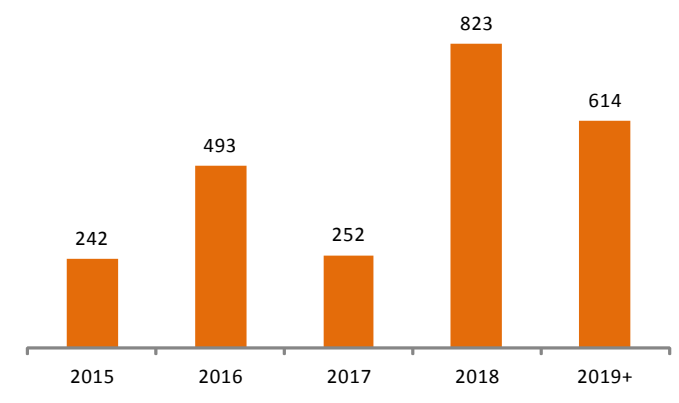
Источники: данные компаний, PSB Research

**Уровень долга НЛМК за 3 кв. кардинально не изменился – метрика Чистый долг/EBITDA осталась на уровне 0,5х...**

**Риски рефинансирования короткого долга остаются низкими...**

Уровень долга НЛМК за 3 кв. кардинально не изменился, оставаясь на комфортных значениях – метрика Долг/EBITDA составила 1,1х против 1,2х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 0,5х против 0,7х соответственно. При этом риски рефинансирования долга у НЛМК по-прежнему были низкие – крупные выплаты предстоят только в 2018 г. (823 млн долл.), а запаса денежных средств на счетах и депозитах в объеме 1,3 млрд долл. достаточно для исполнения обязательств. К тому же в конце октября НЛМК разместил рублевые облигации серии БО-08 на 5 млрд руб. с 2-летней офертой, а в начале ноября привлек 4-летнее предэкспортное финансирование на 400 млн долл. Также финансовых возможности полностью покрывают потребности компании в инвестициях, которые в 2015 г. запланированы в объеме 650 млн долл. (в основном на строительство фабрики окомкования, запуск – конец 2016 г.) и по итогам 9 мес. уже вложено 445 млн долл. (или 68,5% от плана). Капвложения в 2016 и 2017 гг. НЛМК также планирует незначительные – в среднем на уровне в 550 млн долл., что не скажется на уровне долга, учитывая существенный операционный денежный поток (за 9 мес. 2015 г. порядка 1,4 млрд долл.).

График погашения долга НЛМК (на 30.09.2015 г.)



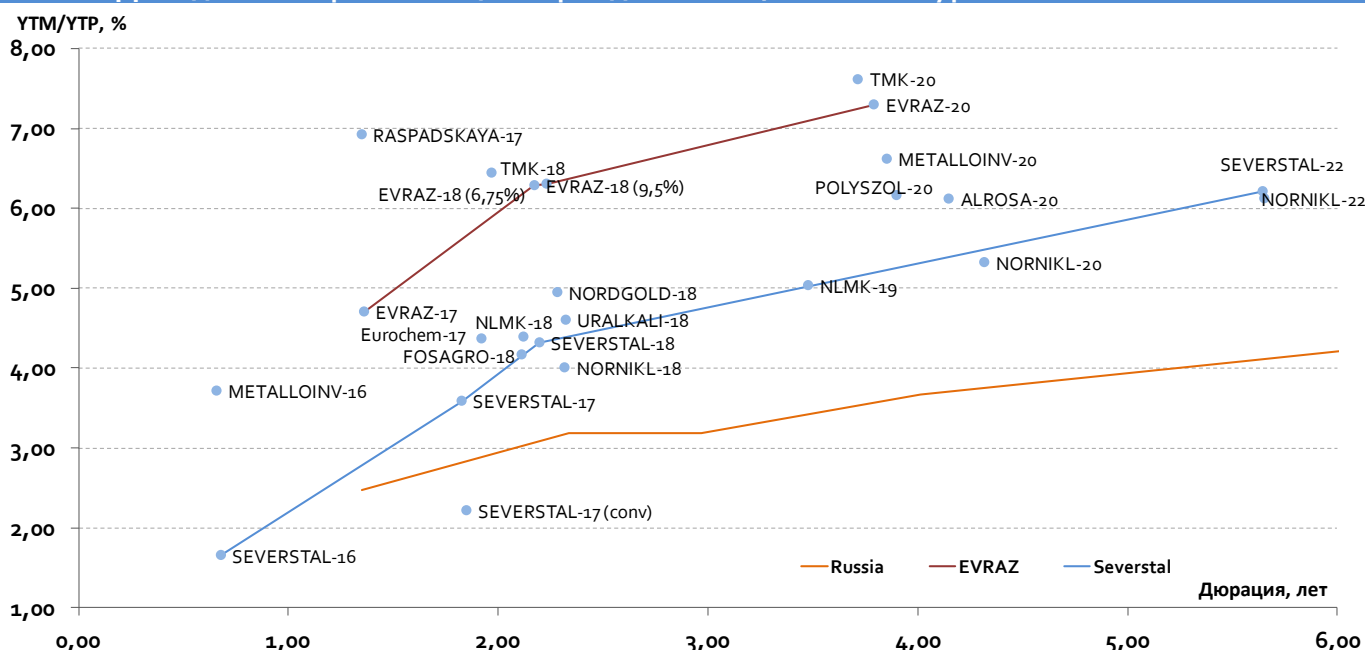
Источники: данные компании, PSB Research

**Сильные результаты НЛМК окажут поддержку еврообдам в текущей конъюнктуре...**

**Новый выпуск НЛМК БО-08 с доходностью 11% выглядит не так привлекательно...**

В целом, результаты НЛМК можно назвать сильными на фоне уже отчитавшихся конкурентов (Северсталь и ММК), что должно оказать заметную поддержку еврообдам NLMK-18 (YTM 4,39%/2,12 г.) и NLMK-19 (YTM 5,03%/3,48 г.) в текущей конъюнктуре. Новый рублевый выпуск НЛМК БО-08 с доходностью на уровне 11%/дюр. 1,81 г. уже выглядит не столь привлекательно, даже в расчете на скорое снижение ключевой ставки ЦБ. В этом ключе интереснее смотрится выпуск НЛМК БО-13 с доходностью 11,33-11,64%/дюр. 1,8 г.

**Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний**



## Контакты:

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>

### PSB RESEARCH

**Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Сибаяев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 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.