

Мониторинг первичного рынка

Приток ликвидности в банковскую систему и снижение стоимости фондирования банков обеспечивают высокий спрос на новые выпуски рублевых облигаций. На недельном депозитном аукционе ЦБ 14 февраля банки увеличили объем предложения до 909,7 млрд руб., тогда как в январе средний объем предложения составил 697 млрд руб. Внешний фон сохраняется нейтральным. Рост доходности UST на фоне усиления ожиданий по повышению ставок ФРС оказывает слабое влияние на российский сегмент в силу комфортных котировок нефти. Российский долговой рынок благодаря положительным реальным ставкам и хорошей динамике рубля сохраняет высокую привлекательность для инвесторов.

На рынке первичных размещений рублевых облигаций на прошлой неделе были зафиксированы новые минимумы по ставке купона. Газпром провел book-building по выпускам серии БО-5 и БО-6 общим объемом 30 млрд руб. по ставке купона 8,9%, что соответствует доходности к 7-летней оферте 9,10% годовых. Альфа-Банк собрал спрос на выпуск 5-летних рублевых евробондов на 10 млрд руб. по ставке купона 9,25%, тогда как 23 января размещение на локальном рынке выпуска Альфа-Банк БО-18 прошло со ставкой купона 9,45% годовых с офертой через 3 года.

В ближайшие дни планируют провести размещение новых выпусков облигаций Газпромбанк, Гидромашсервис, а также планирует вторичное размещение бондов с госгарантией ЗСД. Северсталь 10-15 февраля проводит road show, планирует разместить 5-летний евробонд в долларах. Доходность обращающегося Severstal-22 составляет 4,2%-4,23% годовых. Подробный комментарий к размещению нового выпуска облигаций Газпромбанка приведен далее.

Облигации: аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M/S&P/F	Возможн. вкл. в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Газпромбанк, БО-23	Ba2/BB+/BB+	да	5 000	15 фев	20 фев	9,40 - 9,60% / 9,62 - 9,83%	- / 3	9,50%
Гидромашсервис, БО-1	-/-B+	да	3 000	16 фев	21 фев	11,00 - 11,25% / 11,30 - 11,57%	3 / 10	11,30%
ЗСД, 3, 4, 5 (втор.)	Ba1/BB+/BBB-	да	4 500	28 фев	28 фев	9,84% / 10,08%	- / 15	9,80%
ТрансФин-М, 001P-02	-/B/-	нет	5 000	нач. февр		12,75 - 13,50% / 13,16 - 13,96%	1 / 10	13,70%

Еврооблигации

Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	usd	13 мар	роуд-шоу			
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	GBR	27 мар	роуд-шоу			
Северсталь	Ba1/BBB-/BBB-	да	usd	10 - 15 мар	роуд-шоу		- / 5	

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	Спрэд к ОФЗ по доходн., б.п.
Соллерс-финанс, 01	-/-B+	да	2 000	10 фев	14 фев	12,25% / 12,82%	12,25% / 12,82%	ам / 5 (дюр 2,1)	462
Газпром, БО-6	BB+/Ba1/BBB-	да	15 000	9 фев	15 фев	8,9% / 9,10%	8,9% / 9,10%	7 / 10	100
Газпром, БО-5	BB+/Ba1/BBB-	да	15 000	9 фев	15 фев	9,00 - 9,20% / 9,20 - 9,41%	8,9% / 9,10%	7 / 10	100
ЧТПЗ, БО-001P-02	Ba3/-/BB-	да	5 000	8 фев	16 фев	9,95 - 10,20% / 10,20 - 10,46%	9,85% / 10,09%	- / 5	199
МТС, 001P-01	Ba1/BB+/BB+	да	10 000	2 фев	10 фев	9,20 - 9,40% / 9,412 - 9,62%	9,00% / 9,20%	- / 5	110
ГТЛК, 001P-03	Ba2/BB-/BB-	да	10 000	1 фев	9 фев	11,40-11,70% / 11,90-12,22%	11,00% / 11,46%	- / 7	340
Трансмашхолдинг, ПБО-01	-/-/BB-	да	10 000	31 янв	7 фев	10,45 - 10,65% / 10,72 - 10,93%	9,95% / 10,20%	- / 3	205
ТРАНСНЕФТЬ, 001P-05	Ba1/BB+/-	да	15 000	26 янв	3 фев	9,20-9,40% / 9,41-9,62%	9,25% / 9,46%	- / 7	126
Альфа-банк, БО-18	Ba2/BB/BB+	да	5 000	18 янв	23 янв	9,5 - 9,7% / 9,73 - 9,94%	9,45% / 9,67%	3 / 15	164
ВЭБ, ПБО-001P-05	Ba1/BB+/BBB-	да	10 000	12 янв	12 янв	9,76% / 9,99%	9,76% / 9,99%	- / 5	204
КОМКОР (Акадо), По1-БО-01	B2/-/-	нет	3 500	26 дек	29 дек	13,00-13,50% / 13,43-13,96%	13,25% / 13,70%	2 / 3	530
Роснефть, БО-001P-03	Ba1/BB+/-	да	20 000	26 дек	29 дек	9,40-9,60% / 9,62-9,83%	9,5% / 9,73%	- / 10	116

Еврооблигации

Северсталь, конверт. в GDR	Ba1/BBB-/BBB-		\$ 250 mln	9 фев	16 фев	без куп.		3 / 5	
Альфа-Банк	Ba2/BB/BB+	да	10 млрд руб.	9 фев	16 фев	9,25 - 9,50%	9,25%	- / 5	
Полюс золото	Ba1/BB-/BB-	да	\$ 800 mln	31 янв	7 фев	5,25 - 5,50%	5,25%	- / 6	
Русал	Ba3/-/B+	да	\$ 600 mln	26 янв	2 фев	5,375 - 5,125%	5,125%	- / 5	
Альфа-Банк, регр (доразм.)	Ba2/BB/BB+	нет	\$ 300 mln	20 дек	20 дек	8,00 - 8,25%	8% / 7,762%	регр.	
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	500 mln chf	23 ноя	30 ноя	2,875 - 3,00%	2,75%	- / 5	
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	1,0 млрд евро	10 ноя	17 ноя	3,0 - 3,25%	3,125%	- / 7	

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

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

Газпромбанк (Ва2/ВВ+/ВВ+): первичное предложение.

Газпромбанк 15 февраля проведет сбор заявок на облигации серии БО-23 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки купона объявлен на уровне 9,40% - 9,60% годовых, что соответствует доходности к погашению через 3 года на уровне 9,62-9,83% годовых.

В текущей рыночной конъюнктуре маркетируемый уровень доходности выглядит привлекательно. Так, Альфа-Банк (Ва2/ВВ/ВВ+) провел 9 февраля book-building 5-летних евробондов на 10 млрд руб. под 9,25%. Также отмечаем высокий спрос на рублевые бонды Газпрома (ВВ+/Ва1/ВВВ-). Закрытие книги заявок на два выпуска БО-5 и БО-6 общим объемом 30 млрд руб. прошло 9 февраля со ставкой купона 8,9%, оферта через 7 лет.

Газпромбанк имеет низкую зависимость от долгового рынка. Находящиеся в обращении рублевые облигации обеспечивают всего 1,6% от пассивов банка, что при сильных кредитных метриках предполагает наличие значительного объема свободных лимитов. Справедливый уровень ставки купона для первичного размещения Газпромбанка мы оцениваем на уровне 9,20% – 9,30% годовых.

Газпромбанк
15 февраля планирует
book-building облигаций
серии БО-23 объемом
5 млрд руб...

Ориентир купона –
9,4% - 9,6% годовых
(УТМ 9,62% - 9,83%)...

Чистая прибыль
Газпромбанка за 9м2016 г.
составила 17 млрд руб...

Улучшение финансовых
результатов обеспечило
восстановление чистой
процентной маржи и
сокращение расходов на
резервирование потерь...

Активы Газпромбанка
составляют 4 928,2 млрд
руб., в том числе
высоколиквидные –
891 млрд руб...

Заемствования на
внутреннем долговом рынке
составляют менее 2%
пассивов...

Комментарий.

Газпромбанк 15 февраля с 11:00 МСК до 16:00 МСК проведет сбор заявок на облигации серии БО-23 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки купона объявлен на уровне 9,40%-9,60%, что соответствует доходности к погашению через 3 года на уровне 9,62-9,83% годовых.

Газпромбанк в 2016 г. продемонстрировал улучшение финансовых результатов за счет восстановления чистой процентной маржи и снижения стоимости риска. Чистая прибыль Газпромбанка по данным консолидированной МСФО-отчетности за 9м2016 г. составила 17,0 млрд руб. против убытка 31,1 млрд руб. за 9м2015 г.

Процентные доходы Газпромбанка за 9м2016 года выросли до 288,5 млрд руб. (+5,1% г/г). Рост процентных доходов был обеспечен увеличением работающих активов по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Одновременно с этим процентные расходы снизились на 4,5%, составив 196,9 млрд руб. В итоге чистый процентный доход составил 91,6 млрд руб. (+34,0% г/г). За счет снижения стоимости фондирования чистая процентная маржа за 9м2016 г. выросла до 3% (за 9м2015 г. NIM=2,5%). В 3кв2016 г. стоимость пассивов Газпромбанка снизилась до 5,8% по сравнению с 6,3% в первом полугодии 2016 г.

Необслуживаемая задолженность по кредитам за 9м2016 г. выросла до 3,0% (за 9м2015 г. NPL90+=2.3%). Несмотря на рост проблемной задолженности, банк снизил отчисления в резервы на возможные потери, что обусловлено ожиданиями улучшения качества кредитного портфеля. Один из наиболее крупных проблемных заемщиков банка – компания Мечел, улучшает кредитные метрики за счет восстановления цен на уголь, а также продажи части активов. В 4кв2016 г. Мечел договорился с крупнейшими российскими кредиторами (Сбербанк, ВТБ, ГПБ) о переносе сроков погашения долга на период до 2020 - 2022 годы. Долг Мечела перед Газпромбанком составлял 1,4 млрд долл.

Расходы Газпромбанка за 9м2016 г. на создание резервов под возможное обесценение процентных активов составили 34,7 млрд руб. по сравнению с 110,6 млрд руб. за аналогичный период 2015 г. Покрытие проблемной задолженности резервами на 30.09.2016 г. составило 2,8х, это ниже чем годом ранее (3,7х). В то же время покрытие необслуживаемой задолженности остается выше, чем в среднем по отрасли (у Сбербанка показатель Резервы/NPL90+ составляет 1,4х).

Активы Газпромбанка на 30.09.2016 г. составляли 4 928,2 млрд руб. (+0,4% г/г). Корпоративные кредиты в структуре общего портфеля сохранили долю в размере 90%.

Портфель ценных бумаг сократился на 12,3% г/г, составив на 30.09.2016 г. - 621 млрд руб. Сокращение портфеля мы связываем с аккумулированием ликвидности для погашения Газпромбанком публичного долга. Задолженность по выпущенным долговым ценным бумагам и синдицированным кредитам снизилась до 400 млрд руб. (на 30.09.2016 г. - 496 млрд руб.).

В течение 9м2016 г. банк погасил еврооблигации номинальной стоимостью 500 млн китайских юаней, 120 млн долл. и 20 млрд руб. Погашение рублевых облигаций общей

15 февраля 2017

Поддержание значительной подушки ликвидности необходимо Газпромбанку для покрытия краткосрочного фондирования ...

Мы ожидаем повышения нормативов достаточности собственных средств Газпромбанка в 2017 г. за счет капитализации прибыли и вливаний в капитал со стороны Газпрома...

Ориентиром для нового выпуска облигаций Газпромбанка мы видим итоги недавно размещенного рублевого выпуска еврооблигаций Альфа-Банка и размещения рублевых облигаций Газпрома...

стоимостью 30 млрд руб. было компенсировано размещением новых бондов на 35 млрд руб. В совокупных пассивах Газпромбанка рублевые облигации обеспечивают всего 1,6%.

Газпромбанк поддерживает приемлемый запас ликвидности. Денежные средства и эквиваленты на 30.09.2016 г. составили 590,2 млрд руб. Общий объем высоколиквидных активов, которые могут быть обращены в денежные средства за 1 месяц, равен 891 млрд руб. Необходимость поддержания значительного объема ликвидности обусловлена структурой фондирования. Текущие остатки на счетах клиентов и депозиты физлиц, которые могут быть досрочно отозваны, на 30.09.2016 г. составляли суммарно 1 099 млрд руб., что формирует 25% от общих обязательств банка.

Показатель краткосрочной ликвидности (ПКЛ) в соответствии с Базель-III на ежеквартальной основе за 9м2016 г. поддерживался на уровне 80% при регулятивном минимуме 70%. С учетом повышения норматива до 80% с 01.01.2017 г. банку необходимо удлинение пассивов и/или увеличение высоколиквидных активов.

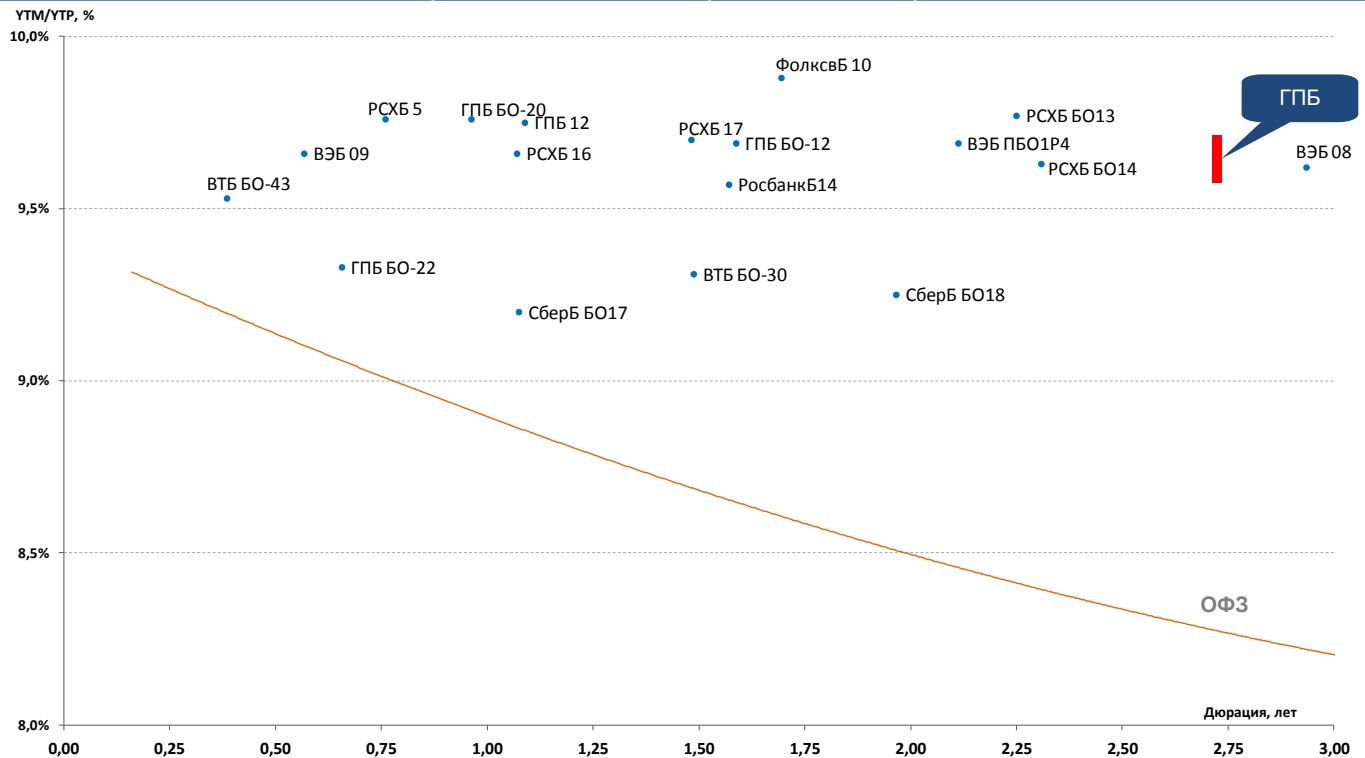
Показатели достаточности капитала первого уровня Газпромбанка в 2016 г. снижались, что обусловлено выплатой дивидендов по привилегированным акциям в размере 9,3 млрд руб., переоценкой валютных бессрочных субордов и уменьшением фонда переоценки валюты. На 01.01.2017 г. показатель Н1.1=8,01 (-76 б.п. за год), Н1.2=8,17% (-80 б.п. за год), Н1.2=13,92% (+28 б.п. за год). В планах Банка России повышение нормативов достаточности собственных средств в соответствии с Базель-III для системно значимых банков с 01.01.2018 г. на 92,5 б.п. Минимальные значения нормативов составят: Н1.1=7,025%, Н1.2=8,525%, Н1.0=10,525%. Таким образом, Газпромбанку в 2017 г. необходимо будет улучшить норматив Н1.2, чтобы соответствовать новым требованиям. Мы ожидаем, что Газпромбанк сможет увеличить показатели достаточности собственных средств в 2017 г. за счет капитализации прибыли, а также за счет потенциального вливания в капитал 85 млрд руб. от Газпрома, что уже предусмотрено инвестиционной программой газовой монополии.

При позиционировании нового выпуска облигаций Газпромбанка мы обращаем внимание на итоги размещения рублевых еврооблигаций Альфа-Банк (Ва2/ВВ/ВВ+), который собрал спрос на 5-летний заем в 10 млрд руб. по ставке 9,25% годовых. Газпромбанк более чем в два раза превосходит Альфа-Банк по размеру активов и собственных средств. Также Газпромбанк имеет на одну ступень более высокий кредитный рейтинг от S&P. Данные факторы, на наш взгляд, в полной мере компенсируют санкционный статус Газпромбанка. Мы ожидаем, что отсутствие спроса со стороны нерезидентов в бондах Газпромбанка будет нивелировано избыточной ликвидностью в российской банковской системе и высокой емкостью локального рынка.

Подтверждением высокого спроса со стороны российских игроков на качественных эмитентов может быть размещение рублевых облигаций Газпрома (ВВ+/Ва1/ВВВ-), который провел 9 февраля book-building выпусков серии БО-5 и БО-6 общим объемом 30 млрд руб. со ставкой купона 8,9%, оферта через 7 лет.

Справедливый уровень ставки купона для первичного размещения Газпромбанка мы оцениваем на уровне 9,20% – 9,30% годовых (YTM 9,42 – 9,53%). Данный уровень содержит премию к ОФЗ в размере 130 – 150 б.п., что выглядит более интересно по сравнению с премией по обращающимся выпускам Газпромбанка с дюрацией около 1 года, которые торгуются с премией до 100 б.п.

Дмитрий Монастыршин

Карта доходностей: Банки, финансовые институты

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2013	2014	9м2015	2015	9м2016	Изм. 9м2016/ 9м2015
Активы	3 647	4 769	4 907	5 122	4 928	0,4%
Денежные средства и эквиваленты	522	830	558	634	590	
доля в активах	14,3%	17,4%	11,4%	12,4%	12,0%	
Кредиты (net)	2 356	3 023	3 108	3 201	3 106	-0,1%
доля в активах	64,6%	63,4%	63,3%	62,5%	63,0%	
NPL (90+)	1,0%	1,1%	2,3%	2,0%	3,0%	
Резервы / NPL (90+)	3,2	4,4	3,7	4,4	2,8	
Финансовые активы	420	424	708	708	621	-12,3%
доля в активах	11,5%	8,9%	14,4%	13,8%	12,6%	
Средства клиентов	2 261	2 868	2 981	3 282	3 175	6,5%
доля в пассивах	62,0%	60,1%	60,8%	64,1%	64,4%	
Выпущенные долговые ценные бумаги	341	537	496	444	372	-24,9%
Доля в пассивах	9,4%	11,3%	10,1%	8,7%	7,6%	
Капитал	403	439	546	530	496	-9,1%
доля в пассивах	11,1%	9,2%	11,1%	10,4%	10,1%	
CAR	13,2%	12,4%	14,7%	14,2%	13,6%	
Показатели прибыльности, млрд руб.	2013	2014	9м2015	2015	9м2016	Изм. 9м2016/ 9м2015
Чистые процентные доходы	84,7	96,6	68,3	96,1	91,6	34%
Чистые комиссионные доходы	12,3	14,4	12,5	15,9	10,2	-18%
Создание резервов под обесценение	-14,5	-54,2	-110,6	-139,5	-34,7	-69%
Операционные доходы	126,5	113,7	125,8	176,0	124,8	-1%
Операционные расходы	-59,6	-73,2	-52,1	-89,8	-64,0	23%
Прибыль за период	33,0	-13,7	-31,1	-47,7	17,0	
Качественные показатели деятельности	2013	2014	9м2015	2015	9м2016	
ROAE	8,7%	-3,4%	-9,2%	-10,1%	4,4%	
Cost-to-income	47,1%	47,1%	37,9%	41,8%	41,8%	
NIM	3,2%	3,2%	2,5%	2,5%	3,0%	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

15 февраля 2017

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

 114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
 e-mail: RD@psbank.ru
 Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
PSB RESEARCH

Николай Кащеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
---	---------------	-----------------------------------

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

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

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

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

15 февраля 2017

© 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.