



Утренний Express-О

26 ноября 2014 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



МТС (Вааз/BBB-/BB+): отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2014 г.



Омск (Ваз/-/-): первичное предложение.

МТС (Вааз/BBB-/BB+): отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2014 г. по US GAAP.

МТС отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2014 г. по US GAAP – результаты превзошли консенсус-прогнозы. В рублях выручка в январе-сентябре выросла на 3,4% до 304 млрд руб., показатель OIBDA – на 2,1% до 133 млрд руб., OIBDA margin составила 43,8% («-0,5 п.п.» г/г). Положительное влияние оказало расширение абонентской базы, рост потребления голосовой связи и передачи данных, розничные продажи. Давление исходило от ухудшения макроэкономики в Украине, ослабления рубля, увеличения расходов на персонал и коммунальные платежи по мере строительства сетей. МТС повысил прогноз по росту рублевой выручки в 2014 г. с 1% до 2%, по OIBDA до 1%. Долговая нагрузка оператора несколько снизилась – метрика Чистый долг/OIBDA в долларах составила 0,8х против 1,0х в 2013 г., что является комфортным уровнем. В целом, публикация отчетности может поддержать котировки бумаг МТС, в первую очередь более короткого евробонда MTS-20 (YTM 7,31%/4,3 г.), в большей степени просевшего на новостях о Башнефти. Кроме того, недавно Moody's заявило, что понижение рейтинга «материнской» АФК с «Ва2» до «В1» не окажет влияние на рейтинг МТС «Вааз».

МТС представил результаты за 3 кв. и 9 мес. 2014 г. – лучше консенсус-прогнозов...

Оператор показал рост выручки и OIBDA на 2-3,5% за счет расширения базы абонентов и увеличения потребления услуг...

OIBDA margin составила 43,8%, что ниже на 0,5 п.п. результата годом ранее...

Давление было со стороны ухудшения макроэкономики в Украине и падения рубля...

МТС улучшил прогноз роста выручки в 2014 г. до 2% и OIBDA – до 1%...

Комментарий. Вчера МТС отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2014 г. по US GAAP – результаты превзошли консенсус-прогнозы. В рублях выручка в январе-сентябре выросла на 3,4% (г/г) до 304 млрд руб., показатель OIBDA – на 2,1% до 133 млрд руб., OIBDA margin составила 43,8% («-0,5 п.п.» г/г).

Положительное влияние оказало расширение абонентской базы («+3%» г/г до 105,14 млн) в основном за счет России («+3,8%» до 73,25 млн), рост потребления голосовой связи (ARPU вырос в РФ в 3 кв. на 2,8%) и передачи данных, розничные продажи. Давление исходило от ухудшения макроэкономики в Украине, ослабления рубля, увеличения расходов на персонал и коммунальные платежи по мере строительства сетей.

В свою очередь, менеджмент МТС отметил, что ситуация с делом Башнефти не влияет на бизнес оператора, повысив прогноз по росту рублевой выручки в 2014 г. с 1% до 2%, по OIBDA до 1%, что в целом выполнимо, учитывая цифры показателей за 9 мес. 2014 г.

В долларах из-за эффекта пересчета валют после ослабления рубля выручка МТС сократилась на 7,7% до 8,56 млрд долл., показатель OIBDA – на 8,7% до 3,75 млрд долл., чистая прибыль – на 25% до 1,435 млрд долл., причем из-за потерь по курсовым разницам. Отметим, что у МТС около 23% долга номинировано в долларах и евро. На фоне ранее отчитавшихся операторов МТС смотрится довольно уверенно, уступив по динамике роста и рентабельности бизнеса только МегаФону.

Долговая нагрузка МТС несколько снизилась – метрика Чистый долг/OIBDA в долларах составила 0,8х против 1,0х в 2013 г., что является комфортным уровнем, также у компании были низкими риски рефинансирования короткого долга в 290 млн долл.

26 ноября 2014

Долговая нагрузка сократилась – в долларах Чистый долг/OIBDA составил 0,8х против 1,0х в 2013 г...

против 1,78 млрд долл. денежной позиции и депозитов, из которых, впрочем, на выплату промежуточных дивидендов было «приготовлено» 12,7 млрд руб. (порядка 320 млн долл.).

Вместе с тем, МТС в октябре сообщил, что привлек в Сбербанке кредитную линию на 50 млрд руб. сроком погашения до 2020 г. и продлил срочность кредита на 20 млрд руб. с 2015 г. до 2017 г. Все это формирует довольно прочный задел на случай ухудшения экономической ситуации или возможных последствий по делу Башнефти для «материнской» АФК Система.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	МТС (US GAAP)			Ростелеком (МСФО)			VimpelCom (МСФО)			МегаФон (МСФО)		
	9 мес. 13	9 мес. 14	Изм. %	9 мес. 13	9 мес. 14	Изм. %	9 мес. 13	9 мес. 14	Изм. %	9 мес. 13	9 мес. 14	Изм. %
Выручка	9 271	8 558	-7,7	6 750	6 202	-8,1	16 994	15 237	-10,3	6 866	6 558	-4,5
Операционный денежный поток	3 822	3 398	-11,1	2 014	1 418	-29,6	4 341	3 880	-10,6	2 827	2 365	-16,3
OIBDA	4 104	3 747	-8,7	2 543	2 185	-14,1	7 247	6 370	-12,1	3 222	2 934	-9,0
OIBDA margin	44,3%	43,8%	-0,5 п.п.	37,7%	35,2%	-2,5 п.п.	42,6%	41,8%	-0,8 п.п.	46,9%	44,7%	-2,2 п.п.
Чистая прибыль	1 922	1 435	-25,3	756	427	-43,5	1 236	244	-80,3	1 317	963	-26,9
margin	20,7%	16,8%	-3,9 п.п.	11,2%	6,9%	-4,3 п.п.	7,3%	1,6%	-5,7 п.п.	19,2%	14,7%	-4,5 п.п.
	2013	9 мес. 14	Изм. %	2013	9 мес. 14	Изм. %	2013	9 мес. 14	Изм. %	2013	9 мес. 14	Изм. %
Активы	14 835	13 405	-9,6	17 140	13 506	-21,2	47 478	45 833	-3,5	13 153	10 530	-19,9
Денежные средства и их эквиваленты	1 382	1 776	28,4	243	95	-61,1	4 540	5 852	28,9	1 461	895	-38,7
Долг	6 696	5 936	-11,3	6 655	4 718	-29,1	27 393	27 714	1,2	4 650	4 479	-3,7
краткосрочный	766	290	-62,1	1 015	835	-17,7	2 812	2 760	-1,8	626	1 110	77,1
долгосрочный	5 930	5 646	-4,8	5 640	3 883	-31,2	24 581	24 954	1,5	4 024	3 369	-16,3
Чистый долг	5 313	4 160	-21,7	6 412	4 623	-27,9	22 853	21 862	-4,3	3 190	3 584	12,4
Долг/OIBDA	1,2	1,2		1,9	1,5		2,8	3,2		1,1	1,2	
Чистый долг/OIBDA	1,0	0,8		1,8	1,4		2,4	2,5		0,8	0,9	

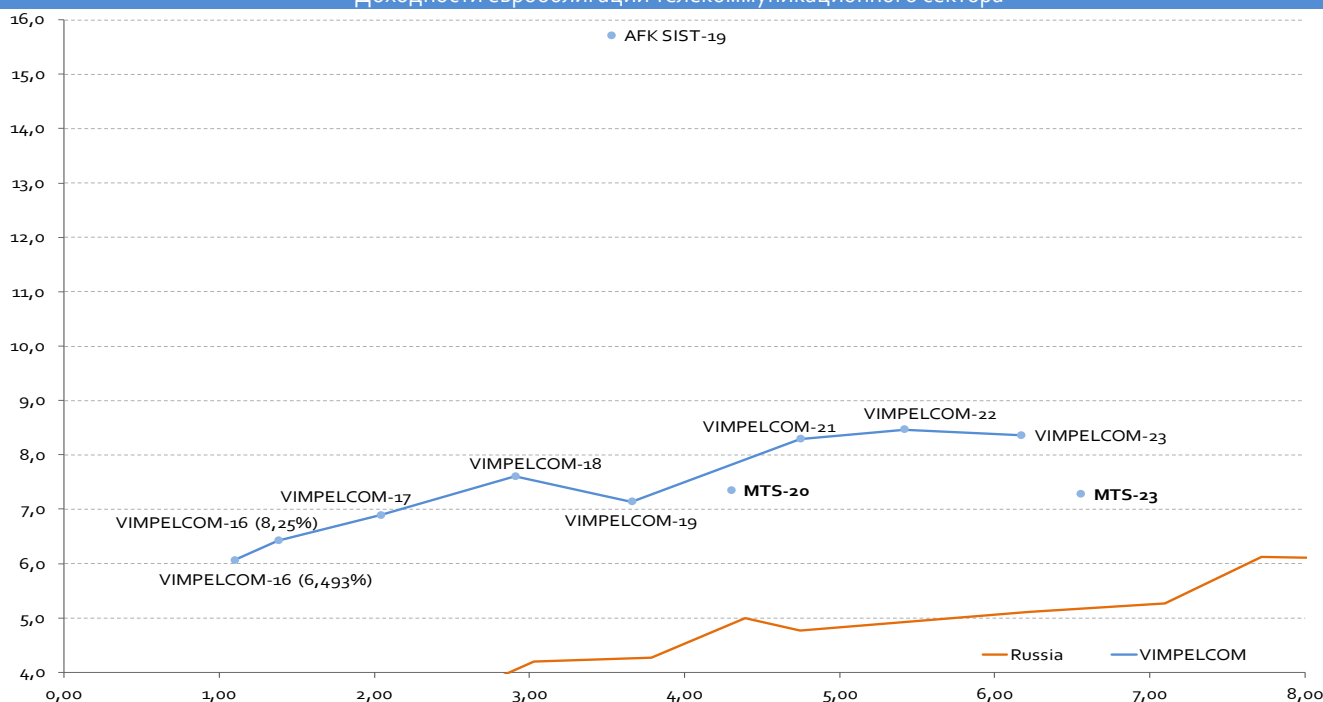
Источники: данные компаний, PSB Research

Отметим, что 18 декабря 2014 г. МТС предстоит пройти оферту по рублевому выпуску серии оз объемом 10 млрд руб. по номиналу, но по факту в рынке может оказаться заметно меньше бумаг, учитывая предыдущие оферты в 2013 г, когда суммарно было выкуплено облигаций на сумму более 5 млрд руб.

Публикация отчетности поддержит котировки евробондов МТС, в первую очередь наиболее короткого MTS-20...

В целом, публикация отчетности может поддержать котировки бумаг МТС, в первую очередь более короткого евробонда MTS-20 (YTM 7,31%/4,3 г.), в большей степени просевшего на новостях о Башнефти, для сравнения выпуск MTS-23, торгуется с доходностью 7,28% годовых при дюрации 6,55 года. Кроме того, недавно агентство Moody's заявило, что понижение рейтинга «материнской» АФК с «Ва2» до «В1» не окажет влияние на рейтинг МТС «Вааз», рассчитывая, что Система «сохранит конструктивный подход к оператору и не будет вынуждать МТС существенно менять долговую нагрузку».

Доходности еврооблигаций телекоммуникационного сектора

**Александр Полютков**

26 ноября 2014

Омск (Ваз/-/-): первичное предложение.

Омск планирует 27 ноября book-building дебютных облигаций 34001 объемом 1 млрд руб. сроком на 3 года. Индикатив – не выше УТМ 13,71%/дюр. 1,83 г. Размещение намечено на 3 декабря. Отметим, Омск – крупный сибирский промышленно развитый город, административный центр Омской области с населением более 1,1 млн чел. Объем отгруженных товаров Омска в 2013 г. составил 549 млрд руб. Наиболее развиты пищевая, химическая и нефтехимическая промышленность, машино- и приборостроение. Бюджет города крупный для муниципалитетов – доходы запланированы в 2014 г. в объеме 16 млрд руб., но доля соб. доходов невысокая – около 50%. Соотношение Госдолг/соб.доходы Омска в 2013 г. было умеренным – на уровне 40%, но в 2014 г. ожидается рост до 60%. Напомним, что в октябре состоялось размещение Омской области с УТМ 12,88%/2,45 г., но до повышения ЦБ РФ ключевой ставки на 150 б.п. до 9,5%. Премия Омска к бондам области до 85-90 б.п. смотрится достаточной, но действия ЦБ и дебют могут потребовать компенсации.

Омск планирует 27 ноября book-building дебютных облигаций 34001 объемом 1 млрд руб...

Индикатив – не выше УТМ 13,71%/дюр. 1,83 г...

Омск – крупный сибирский промышленно развитый город, административный центр Омской области...

Объем отгруженных товаров в 2013 г. на 549 млрд руб...

Развита пищевая, химическая и нефтехимическая промышленность, машино- и приборостроение...

Комментарий. Город Омск планирует 27 ноября (предварительно) провести book-building 3-летнего выпуска муниципальных облигаций серии 34001 объемом 1 млрд руб., который будет дебютным для эмитента. Индикатив ставки 1 купона – не выше 13,06% годовых (УТМ 13,71%/1,83 г.). Размещение намечено на 3 декабря 2014 г. Отметим, что у г.Омск есть кредитный рейтинг от агентства Moody's на уровне «Ваз», прогноз Негативный, который был подтвержден 21 октября 2014 г.

Омск – один из крупнейших сибирских городов, является административным центром Омской области. По численности населения Омск входит в первую десятку с 1,166 млн чел. Объем отгруженных товаров собственного производства, выполнено работ и услуг по обрабатывающим производствам, по данным городской администрации, за 2013 г. составил 549 млрд руб. («+4,3%» г/г), а за январь-июнь 2014 г. – 293 млрд руб. («+11,6%» г/г). Промышленный комплекс города представлен предприятиями пищевой (САН ИнБев, Манрос-М (ВБД), Сладонез, Сибирская алкогольная группа и др.), химической и нефтехимической промышленности (Омский НПЗ, Омский Каучук, Омскшина), машиностроением и приборостроением. Объем работ и услуг в строительстве в 2013 г. достиг 54,3 млрд руб. («+1,1%» г/г), в 1 пол. 2014 г. – 19,4 млрд руб. («-7,3%» г/г), причем в 2013 г. было введено 568 тыс. кв. м жилья, в 1 пол. 2014 г. – 159 тыс. кв. м. Вместе с тем, в последние 1-2 года у Омска наблюдалось сокращение инвестиций в основной капитал – в 2013 г. 92 млрд руб. («-7,3%» г/г), в январе-июне 2014 г. – 31 млрд руб. («-8%» г/г). В то же время оборот розничной торговли Омска демонстрирует рост – в 2013 г. на 6,7% до 252 млрд руб. Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата (без малого бизнеса) в Омске по итогам 1 пол. 2014 г. составила 28,593 тыс. руб. («+6,9%» г/г), что несколько ниже общероссийского уровня в 33,726 тыс. руб.

Ключевые бюджетные показатели млрд руб.	Омск (Ваз/-/-)							Омская область (Ваз/-/-)				
	2013Ф	2014П	Изм.	9м13Ф	9м14Ф	Изм.	Исп.	2014П	9м13Ф	9м14Ф	Изм.	Исп.
Доходы	13,9	16,0	15%	9,1	11,0	21%	69%	67,1	46,7	49,6	6%	74%
Соб. Доходы	8,5	8,0	-6%	5,7	5,5	-4%	69%	52,6	32,9	36,7	11%	70%
Доля соб.доходов в доходах	61%	50%		63%	50%			78%	71%	74%		
Налог на прибыль	-	-		-	-			14,2	8,2	10,9	32%	76%
НДФЛ	4,7	3,7	-22%	3,2	2,3	-26%	64%	15,8	8,6	10,2	18%	64%
Налог на имущество	1,1	1,0	-6%	0,8	0,8	2%	74%	6,4	4,3	4,0	-6%	63%
Доходы от госимущества	1,0	1,8	74%	0,7	1,2	77%	66%	0,2	0,2	0,1	-24%	88%
Безвозмездные перечисления	5,4	8,0	49%	3,4	5,5	63%	69%	14,5	13,8	12,9	-6%	89%
Расходы	14,4	17,0	18%	9,6	11,0	14%	64%	76,9	51,1	51,4	1%	67%
Дефицит/профицит	-0,5	-1,1		-0,5	0,04			-9,8	-4,4	-1,9	-57%	19%
Госдолг	3,4	4,8	41%	n/a	n/a	-	-	37,3	23,0	29,7	29%	79%
Госдолг/Соб.доходы	40%	60%		-	-			71%	48%	58%		

Источники: Местные Минфины, Росказна, PSB Research

Бюджет города крупный для муниципальных эмитентов – доходы запланированы в 2014 г. в объеме 16 млрд руб...

Бюджет Омска довольно внушительный для муниципального уровня – в 2014 г. доходы запланированы в объеме около 16 млрд руб. против 14 млрд руб. в 2013 г. При этом исполнение по итогам 9 мес. 2014 г. доходной части бюджета была на приемлемом уровне (69% от плана), впрочем динамика собственных доходов была нисходящая («-4%» г/г до 5,5 млрд руб.), а рост обеспечили в основном безвозмездные перечисления

26 ноября 2014

Доля соб. доходов невысокая – около 50%, госдолг/соб. доходы было умеренным – на уровне 40% в 2013 г...

В 2014 г. ожидается рост муниципального долга до 60% к соб. доходам...

Омску потребуется в 2014 г. покрыть дефицит в 1,1 млрд руб...

Размещение Омской области в октябре прошло с УТМ 12,88%/2,45 г., но до повышения ЦБ РФ ключевой ставки на 150 б.п. до 9,5%...

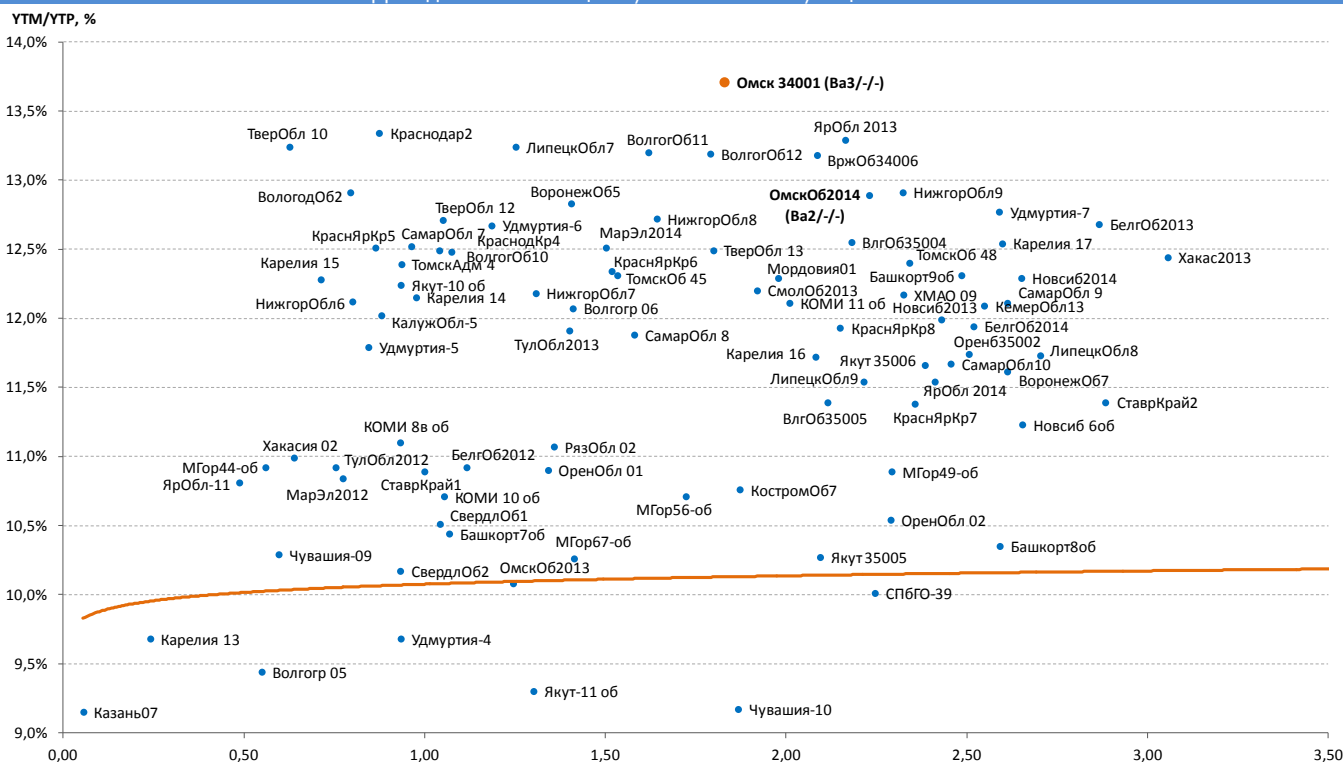
Премия Омска к бондам области смотрится достаточной, но действия ЦБ и дебит могут потребовать компенсации.

(«+63%» г/г до 5,5 млрд руб.). В свою очередь, у города наблюдалось снижение поступлений по одному из ключевых налогов - НДФЛ («-26%» г/г до 2,3 млрд руб.). Отметим, что у города довольно высокая зависимость от вышестоящего бюджета – на налоговые и неналоговые поступления приходится около 50%. Уровень муниципального долга Омска по итогам 2013 г. был мереным – соотношение Госдолг/Соб.доходы составило 40%, хотя по итогам 2014 г. оно может возрасти до отметки в 60%, согласно плану, в результате наращивания долга до 4,8 млрд руб., что в целом будет приемлемым. Отметим, денежные средства могут понадобиться Омску для покрытия дефицита бюджета 2014 г. в 1,1 млрд руб., хотя по итогам 9 мес. бюджет города был в небольшом плюсе.

Напомним, что в октябре 2014 г. на первичный рынок бондов выходила Омская область, которая смогла разместить 5-летние облигации 34002 на 1,5 млрд руб. с купоном 12,3% годовых (УТМ 12,88%/2,45 г.). В настоящее время выпуск не отличается высокой ликвидностью, но немногочисленные сделки проходят с доходностью в диапазоне 12,83-12,88% годовых при дюрации 2,23 г., то есть выпуск торгуется вблизи номинала.

Таким образом, новый выпуск Омска предлагает премию к облигациям Омской области до 85-90 б.п., что за разницу в рейтинге на 1 ступень («Ва3» против «Ва2» соответственно) и с учетом различий занимаемого эмитентами места в бюджетной «иерархии» страны, на наш взгляд, выглядит вполне оправданно. В то же время уровни доходности первичного размещения Омской области в октябре были установлены еще до повышения ЦБ РФ ключевой ставки сразу на 150 б.п. до 9,5%, что может оказать давление на облигации области и потребовать дополнительной компенсации от города Омск при размещении, в том числе и за дебит.

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов



Александр Полютов

Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

Кредитный комментарий

26 ноября 2014

Контакты:

ОАО «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**

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

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

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ**Роман Османов**

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Николай Фролов

FrolovN@psbank.ru

+7 (495) 228-39-23

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@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

26 ноября 2014

© 2014 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.