

Конъюнктура рынков

Глобальные рынки: Доходности продемонстрировали умеренное снижение. >>

Еврооблигации: В понедельник российские суверенные евробонды демонстрировали умеренное снижение котировок при дешевеющей нефти. >>

FX/Денежные рынки: Рубль продолжает умеренно сдавать позиции. >>

Облигации: В понедельник в ОФЗ сохранилась низкая торговая активность, при этом ценовая динамика была разнонаправленной – дешевели длинные бумаги. >>

Корпоративные события

ЕвроХим (-/BB/BV): первичное предложение.

О'КЕЙ (-/-/V+): первичное предложение.

ТМК (B1/V+/-): первичное предложение.

РУСАЛ одобрил предложенные менеджментом Норникеля (Ba1/BBB-/BBB-) изменения дивидендной политики.

ДОЛГОВЫЕ, ДЕНЕЖНЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

5 апреля 2016 г.

Глобальные рынки	значение	изм.
CDS 5y России	293,04	1,65
EUR/USD	1,14	0,00
UST-10	1,76	-0,01
Германия-10	0,13	0,00
Испания-10	1,46	0,02
Португалия -10	2,92	0,02
Российские еврооблигации		
Russia-23	4,10	-0,02
Russia-42	5,52	0,00
Gazprom-19	4,40	0,02
Evrz-18 (6,75%)	6,24	0,02
Sber-22 (6,125%)	5,30	-0,02
Vimpel-22	6,20	0,04
Рублевые облигации		
ОФЗ 25082 (05.2016)	10,55	0,08
ОФЗ 26205 (04.2021)	9,22	0,00
ОФЗ 26207 (02.2027)	9,16	0,01
Денежный рынок/валюта		
Mosprime o/n	11,06	-0,20
NDF 3M	10,23	0,05
Остатки на корсчетах в ЦБ, млрд руб.	1531,9	-210,30
Остатки на депозитах, млрд руб.	517,32	234,61
Доллар/Рубль (ЦБ), руб.	68,68	1,53



Глобальные рынки

Доходности продемонстрировали умеренное снижение.

На глобальных долговых рынках вчерашние торги проходили без особых потрясений. Слабый информационный фон, а также отсутствие важной статистики, поддерживали у инвесторов нейтральные настроения. Активность участников глобального рынка была весьма умеренной. Можно отметить, что в рамках европейской сессии доходности сегмента государственного долга удерживались вблизи ранее достигнутых уровней. Тем не менее, снижение котировок нефти вкупе со стремлением участников рынка сократить риски формировало благоприятные условия для снижения доходностей гособлигаций надежных эмитентов. Таким образом, доходности гособлигаций Германии, Франции, Италии, Испании и США во второй половине дня продемонстрировали снижение.

В рамках американской сессии доходности UST-10 достигли уровня 1,7636%. При этом на рынке существуют предпосылки для дальнейшего снижения доходностей UST-10.

/ Алексей Егоров

Сегодня, на фоне публикации блока статистики, на глобальный долговой рынок может вернуться активность.

Еврооблигации

В понедельник российские суверенные евробонды демонстрировали умеренное снижение котировок при дешевеющей нефти.

В понедельник российские суверенные евробонды демонстрировали умеренное снижение котировок при слабой нефти, которая в цене опустилась к 38 долл. за барр. марки Brent. CDS на Россию вырос на 5 б.п. до 294 б.п. В итоге, котировки длинных выпусков Russia-42 и Russia-43 опустились на 12-16 б.п. (YTM 5,52-5,62% годовых), бенчмарк Russia-23 в цене практически не изменился (YTM 4,09% годовых). В сравнении с суверенными бондами других стран ЕМ (Турции, ЮАР) дисконт кривой Russia практически устранился. В российских корпоративных бондах динамика была разнонаправленной, торговая активность была невысокой, ценовые изменения были в пределах 10-20 б.п.

Сегодня с утра Brent опустился ниже 38 долл. за барр., тестируя отметку в 37,5 долл. за барр., что продолжит оказывать давление на российские евробонды, которые вчера довольно сдержанно реагировали на негативную динамику сырьевых площадок, очевидно, рассчитывая увидеть отскок нефтяных котировок. Нельзя исключать, что после активного роста бондов снижение цен на нефть может спровоцировать локальную коррекцию к уровням середины марта. Волатильность в нефти в ближайшие дни будет сохраняться повышенной в преддверии встречи стран ОПЕК и других государств производителей нефти, включая Россию, 17 апреля в Дохе.

/ Александр Полютов

Сегодня с утра Brent тестирует отметку в 37,5 долл. за барр., что в конечном итоге может привести к локальной коррекции в российских евробондах.



FX/Денежные рынки

Рубль продолжает умеренно сдавать позиции.

В понедельник рубль при открытии торгов продемонстрировал весьма скромное ослабление позиций относительно базовых валют с учетом снижения котировок нефти ниже уровня 38,5 долл. за барр. При этом можно отметить, что с началом роста котировок нефти на сырьевых площадках во второй половине дня рубль продемонстрировал попытки отыграть часть потерянных ранее уровней. Курс доллара при этом опускался ниже уровня 68 руб. Тем не менее, возобновление тренда по снижению цен на нефть, начавшееся в рамках американской сессии, вернуло курс доллара к значению 68,6 руб. по итогам вечерней сессии.

Сегодня, на наш взгляд, рубль продолжит демонстрировать умеренное ослабление позиций, находясь под давлением фактора низких цен на нефть. Курс доллара в рамках сегодняшних торгов вполне может достигнуть уровня 70 руб.

На денежном рынке после возврата оперативно привлеченных 600 млрд руб. в ЦБ, совокупный объем остатков на корсчетах и депозитах снизился до уровня 2 трлн руб. Ставки МБК при этом снизились до уровня ключевой ставки.

/ Алексей Егоров

Сегодня, на наш взгляд, рубль продолжит демонстрировать умеренное ослабление позиций, находясь под давлением фактора низких цен на нефть. Курс доллара в рамках сегодняшних торгов вполне может достигнуть уровня 70 руб.

Облигации

В понедельник в ОФЗ сохранилась низкая торговая активность, при этом ценовая динамика была разнонаправленной – дешевели длинные бумаги.

В понедельник в ОФЗ сохранилась низкая торговая активность, обороты были ниже среднего. При этом ценовая динамика была разнонаправленной, изменения находились в пределах 10-20 б.п. В длинных гособлигациях было снижение котировок на 10-20 б.п., доходность подросла до 9,13-9,17%, среднесрочные выпуски оставались в диапазоне 9,1-9,25%. В целом, рынок продолжает находиться в ожидании сигналов, в первую очередь, с сырьевых площадок, на которых без отскока по нефти локальной коррекции в госбондах не избежать. По нашим оценкам, возможен рост доходности до 9,3-9,4%.

Сегодня Минфин объявит параметры новых аукционов, есть вероятность, что рынку, исходя из заявленных на 2 кв. планов, будут предложены длинные бумаги, возможно 15-летние ОФЗ 26218. Наверняка, при размещении потребуется премия, как это было на предыдущих аукционах, к тому же нефть опустилась ниже 38 долл. за барр.

Активность на первичном рынке корпоративного долга остается высокой – предварительно на 5 апреля запланирован сбор заявок по бондам ОКЕИ, на 6 апреля – ТМК, на 7 апреля – ЕвроХим (см. наши комментарии в блоке корпоративных новостей).

/ Александр Полютов

Сегодня внимание игроков рынка ОФЗ будет за динамикой нефтяных цен и за объявлением параметров аукционов Минфина.

Корпоративные события

ЕвроХим (-/BB/BB): первичное предложение.

ЕвроХим вчера обозначил параметры новых бондов серии 001P-01R объемом 15 млрд руб., сбор книги заявок по которым предварительно запланирован на 7 апреля с 11 до 16-00 (мск). Индикатив ставки 1 купона установлен эмитентом на уровне 10,60-10,85% годовых, что соответствует доходности 10,88-11,14% годовых к 3-летней оферте. В целом, данные уровни совпали с нашими предварительными оценками (см. комментарий [от 31.03.2016 г.](#)). Напомним, что из обращающихся бондов ЕвроХим относительно «ликвидный» выпуск серии 02 торгуется с доходностью выше 11% годовых при дюрации 1,97 г. Также в последние недели прошли размещения эмитентов с рейтингом «BB/BB+», включая добывающий сектор. Так, ранее книги по бондам собрали: Металлоинвест (Ba2/BB/BB) серий БО-02 и БО-08 с доходностью 11,25% к 5-летней оферте, а также РусГидро (Ba2/BB/BB+) серии БО-По4 объемом 15 млрд руб. с доходностью 10,62% годовых к погашению через 3 года, Магнит (-/BB+/-) серии БО-001P-03 объемом 10 млрд руб. с доходностью 10,88% годовых к 2-летней оферте. Учитывая уровни доходности последних размещений и наличие высокого спроса на бонды качественных эмитентов, спрос на новые бонды ЕвроХим вполне может быть близки нижней границы индикатива 10,88% годовых к 3-летней оферте, возможно и ниже, если конъюнктура позволит.

О'КЕЙ (-/-/B+): первичное предложение.

Вчера стали известны индикативы ставки 1 купона по новым облигациям О'КЕЙ серии БО-06 на 5 млрд руб. на уровне 11,60-11,80% годовых, что соответствует доходности 11,94-12,15% к 2,5-летней оферте. Отметим, собственный наиболее длинный выпуск О'КЕЙ серии 02 торгуется с доходностью в районе 11,85% при дюр. 1,53 г., но его ликвидность ограниченная. Также на отрезке дюрации 2-2,5 г. обращается выпуск Ленты (Ba3/BB+/-) серии 03 с доходностью 11,2-11,3%. Кроме того, на прошлой неделе Магнит (-/BB+/-) успешно собрал книгу заявок по выпуску серии БО-001P-03 объемом 10 млрд руб. – доходность составила 10,88% к 2-летней оферте. Учитывая разницу в кредитных рейтингах сравниваемых эмитентов (1-3 степени), О'КЕЙ, по нашим оценкам, должен давать премию порядка 60-100 б.п. О'КЕЙ вполне может рассчитывать на спрос на новые облигации по нижней границе индикатива. В свою очередь, результаты О'КЕЙ за 2015 г. по МСФО оказались хуже ожиданий рынка, а EBITDA margin не оправдала прогнозов менеджмента. Выручка сети выросла на 6,9% (г/г) до 163 млрд руб., показатель EBITDA сократился на 10,3% (г/г) до 10 млрд руб., а EBITDA margin составила 6,2% («-1,2 п.п» г/г), хотя менеджмент рассчитывал на 6,5%. Падение прибыли и EBITDA было связано с желанием компании прилечь покупателя за счет акций. Влияние на прибыльность О'КЕЙ оказал запуск нового формата дискаунтеров «ДА!». В 2016 г. О'КЕЙ рассчитывает улучшить ситуацию, прогнозируя рост выручки на 11-15% при EBITDA margin на уровне 6-6,4%, нарастив LfL-трафик на 5%. Долговая нагрузка О'КЕЙ в 2015 г. выросла – Чистый долг/EBITDA составила 2,6х против 2,3х в 2014 г., что является наиболее высоким уровнем среди других продуктовых ритейлеров, но риски краткосрочного рефинансирования невысокие. В январе 2016 г. Fitch подтвердило рейтинг О'КЕЙ на уровне «B+» со Стабильным прогнозом.

/ Александр Полютов

ТМК (B1/B+/-): первичное предложение.

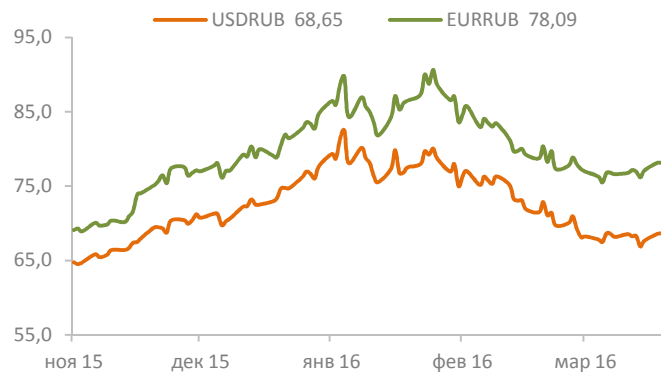
Вчера ТМК объявила предварительные параметры размещения новых облигаций серии БО-05 на 5 млрд руб. – ориентир ставки 1 купона составил 12,75-13,00%, что соответствует доходности на уровне 13,16-13,42% к 3-летней оферте. Сбор заявок будет проходить 6 апреля с 11 до 16-00 (мск). Облигаций ТМК нет на локальном рынке, но у эмитента торгуется два выпуска евробондов – ТМК-18 (YTM 6,41%/1,65 г.) и ТМК-20 (YTM 7,11%/3,45 г.). Напомним, что в марте прошли book-building бондов металлургического сектора – ЕвразХолдинг Финанс (-/BB-/)- серии 001P-01R на 15 млрд руб. с доходностью 13% к погашению через 5 лет и Металлоинвест (Baz/BB/BB) серий БО-02 и БО-08 общим объемом 15 млрд руб. с доходностью 11,25% к 5-летней оферте. Данные выпуски на вторичном рынке торгуются вблизи номинала. Таким образом, ТМК предлагает солидную премию к бондам сравниваемых эмитентов порядка 50-250 б.п., что с поправкой на разницу в рейтингах (1-2 ступени) смотрится достаточной компенсацией, уже по нижней границе. Результаты ТМК за 2015 г. по МСФО оказались лучше консенсус-прогноза. Выручка сократилась на 31% (г/г) до 4,1 млрд долл., показатель EBITDA – на 21% (г/г) до 636 млн долл., при этом EBITDA margin составила 15,4% («+2,0 п.п.» г/г). Сокращение выручки было вызвано падением реализации труб в американском дивизионе и эффектом пересчета валют из-за девальвации рубля. EBITDA снижалась медленнее выручки за счет поддержки российского дивизиона, где был рост цен на трубную продукцию, улучшилась структура продаж. Долговая нагрузка ТМК по итогам 2015 г. выросла – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,9х против 3,7х в 2014 г. – довольно высокий уровень. Короткий долг в 600 млн долл. наполовину покрывался денежными средствами, но у ТМК были невыбранные кредитные линии на 528 млн долл. В конце 2015 г. ТМК вошла в сделку с ВТБ по продаже своих акций на 10 млрд руб., которые планируется направить на снижение долга, что должно улучшить кредитные метрики, но уровень долга останется высоким.

РУСАЛ одобрил предложенные менеджментом Норникеля (Ba1/BBB-/BBB-) изменения дивидендной политики.

Накануне, 4 апреля, менеджмент Норникеля представил новую формулу расчета выплат акционерам. Согласно ей, размер дивидендов будет рассчитываться исходя из новых ориентиров, которые базируются на плавающей ставке, зависящей от коэффициента Чистый долг/EBITDA. Если показатель будет менее 1,8х, то дивиденды составят 60% EBITDA. При показателе более 2,2х – 30% EBITDA. Доля EBITDA в диапазоне 30% и 60% будет рассчитываться обратно пропорционально коэффициенту, если Чистый долг к EBITDA будет находиться между 1,8х и 2,2х. Ожидается, что новая формула расчета выплат ГМК начнет действовать после выплат финальных дивидендов за 2015 г. В 2016 г. минимальный объем дивидендов Норникеля будет 1,3 млрд долл. плюс выручка от продажи Нкомати. Промежуточные выплаты за 2016 г. ожидаются на уровне 600 млн долл. (30% от годовых). В последующие периоды минимальный размер дивидендов будет составлять 1 млрд долл. в год. В 2015 г. Чистый долг/EBITDA ГМК был на уровне 1,0х, если это показатель не вырастет за год (т.е. не увеличится в 2,2 раза), то компания направит на дивиденды 60% от EBITDA. Такой сценарий мы рассматриваем как базовый. По оценкам EBITDA Норникеля в 2016 г. ожидается на уровне 3,8 млрд долл. («-12%» к уровню 2015 г.), в этом случае акционеры могут рассчитывать на дивиденды порядка 2,3 млрд долл., что выше установленной минимальной планки в 2 млрд долл. Мы ожидаем, что EBITDA Норникеля может быть ниже («-20%» к 2015 г.), тогда на выплаты будет направлено 2 млрд долл., что не предполагает принципиальных изменений, по крайней мере, на 2016 г. Напомним, дивидендная политика Норникеля большое значение имеет для РУСАЛ, обеспечивая финансовую устойчивость, поскольку дивидендные выплаты учитываются при расчете ковенанта по кредитным соглашениям.

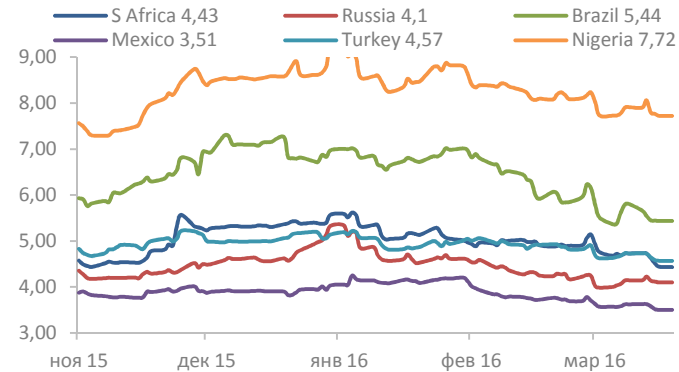
/ Александр Полютов

USD/RUB, EUR/RUB



Источник: Bloomberg, PSB Research

EM eurobonds 10Y YTM, %



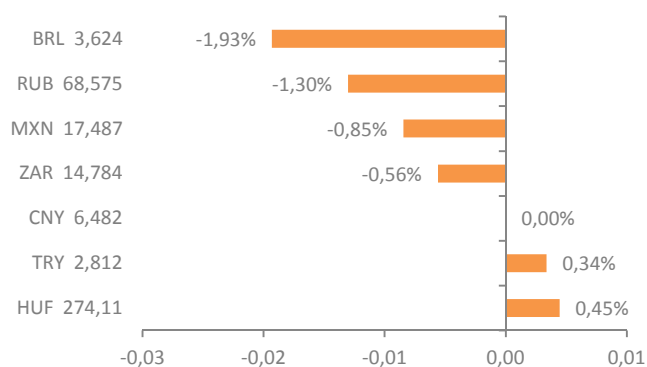
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ, %



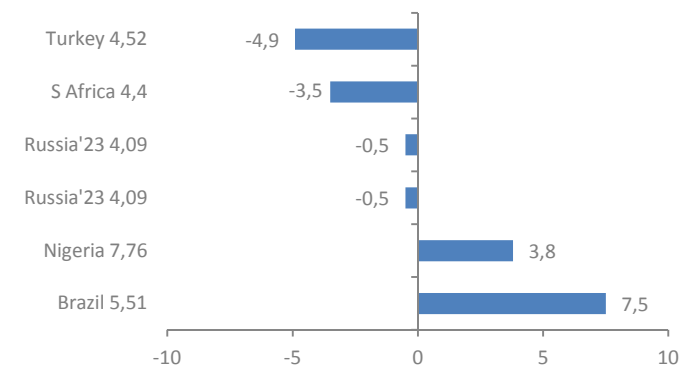
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM currencies: spot FX 1D change, %



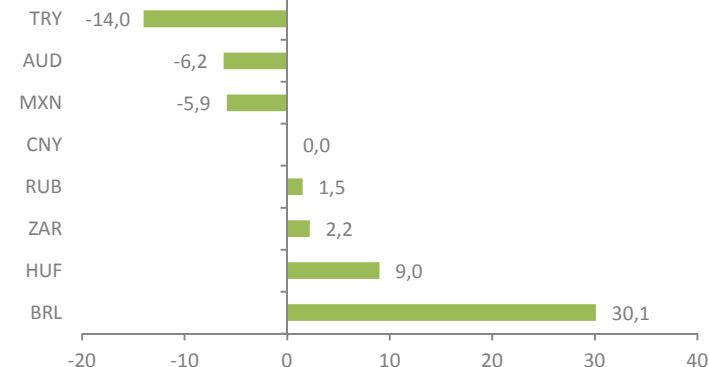
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



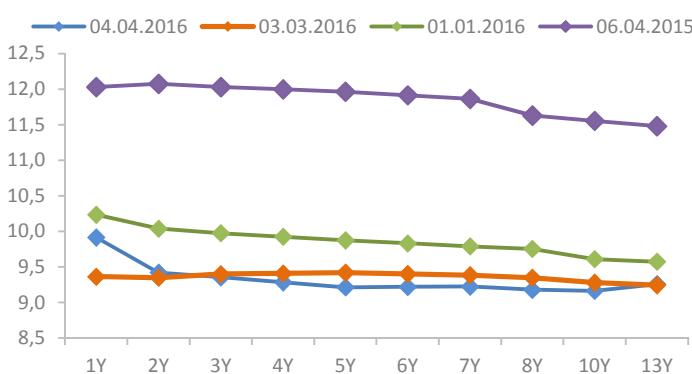
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



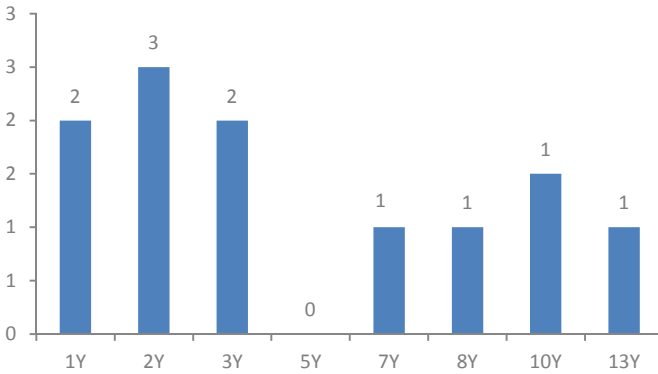
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ curves



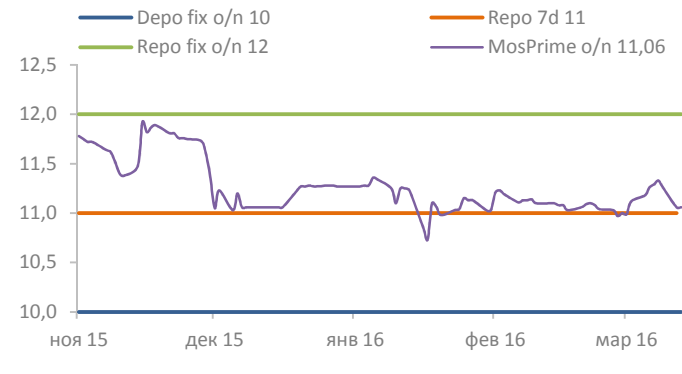
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



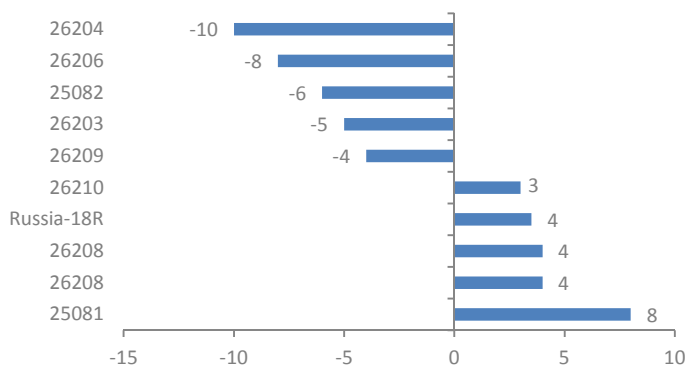
Источник: Bloomberg, PSB Research

CBR rates, %



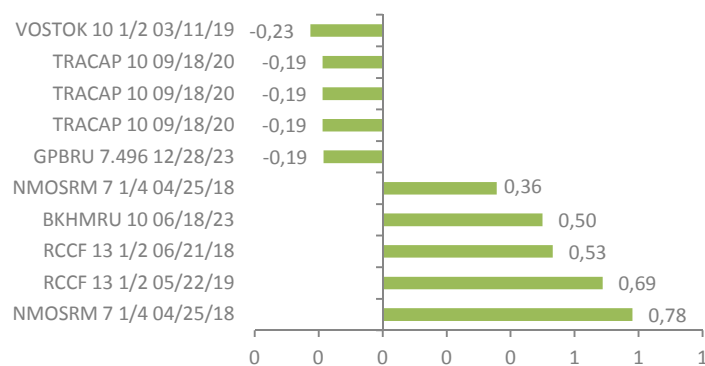
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



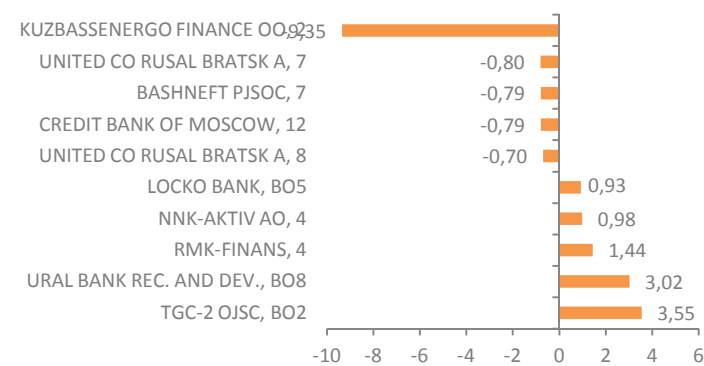
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



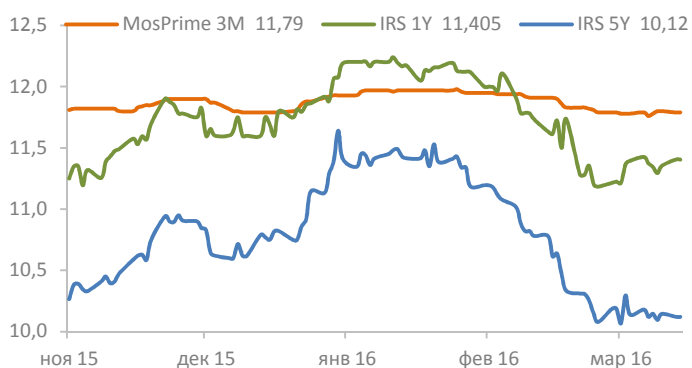
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



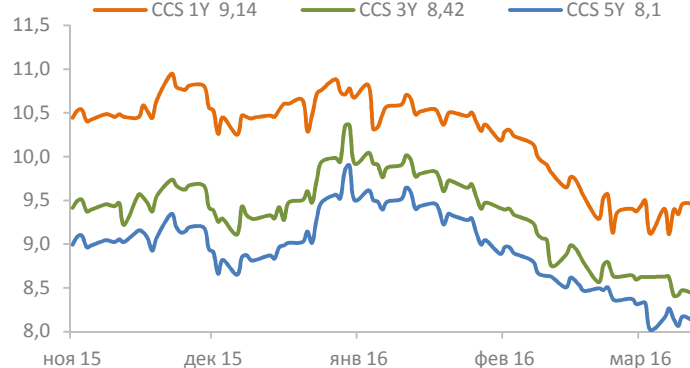
Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS / MosPrime 3M, %



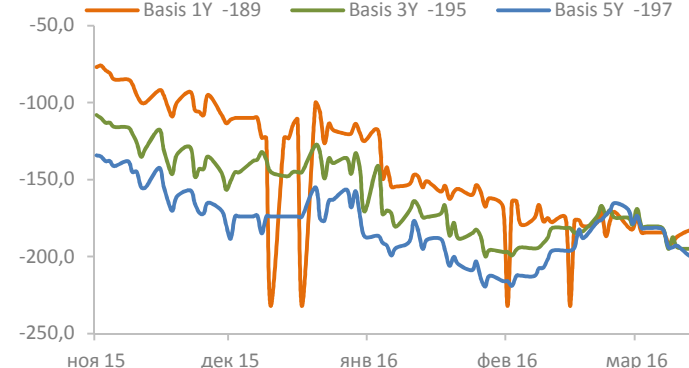
Источник: Bloomberg, PSB Research

CCS, %



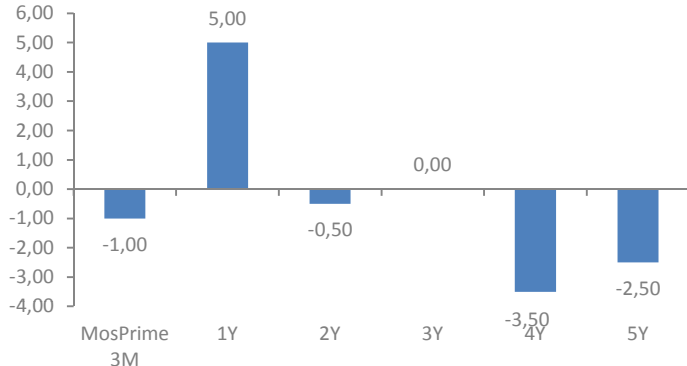
Источник: Bloomberg, PSB Research

Basis swap, b.p.



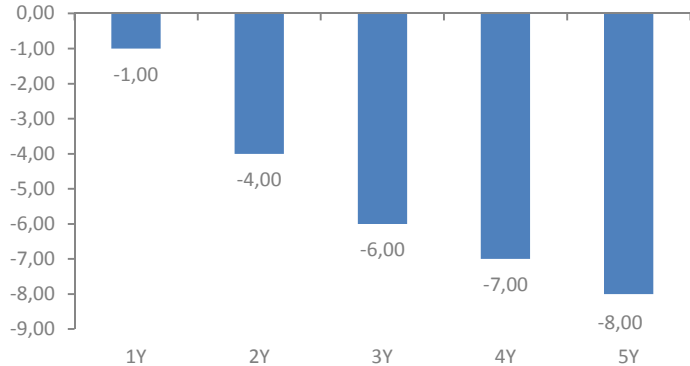
Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS 1D price change, b.p.



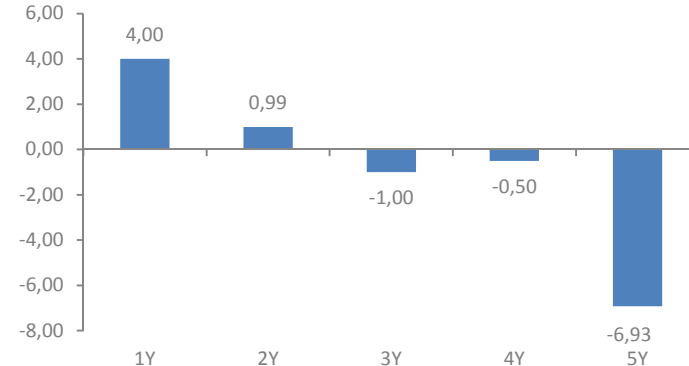
Источник: Bloomberg, PSB Research

CCS 1D price change, b.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Basis swap 1D price change, b.p.



Источник: Bloomberg, PSB Research



ПАО «Промсвязьбанк»

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>

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

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

Главный аналитик

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Ведущий аналитик

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Ведущий аналитик

Александр Полютков PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Управляющий по исследованиям и анализу долговых рынков

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

Сибяев Руслан sibaeavrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

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



© 2015 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.