

Конъюнктура рынков

Глобальные рынки: Заявления главы ЕЦБ снизили доходности европейских бондов. >>

Еврооблигации: Российские евробонды консолидировались, приостановив снижение на небольшом отскоке нефтяных цен и заявлениях главы ЕЦБ. >>

FX/Денежные рынки: Оптимизм на рынках после заседания ЕЦБ поддержал рубль. >>

Облигации: ОФЗ вернулись к росту. >>

Корпоративные события

РСХБ (Ва2/-/ВВ+): первичное размещение.

РСХБ, Возрождение, Первобанк, Запсибкомбанк, Татфондбанк докапитализируются через ОФЗ.

Силовые машины (Ва2/-/-): первичное предложение.

Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.

ДОЛГОВЫЕ, ДЕНЕЖНЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

23 октября 2015 г.

| Глобальные рынки | значение | изм. |
|--------------------------------------|----------|--------|
| CDS 5y России | 300,20 | -3,21 |
| EUR/USD | 1,11 | -0,02 |
| UST-10 | 2,03 | 0,00 |
| Германия-10 | 0,50 | -0,07 |
| Испания-10 | 1,59 | -0,16 |
| Португалия -10 | 2,31 | -0,13 |
| Российские еврооблигации | | |
| Russia-23 | 4,38 | 0,01 |
| Russia-42 | 5,69 | 0,06 |
| Gazprom-19 | 5,49 | 0,15 |
| Evrax-18 (6,75%) | 6,73 | -0,02 |
| Sber-22 (6,125%) | 5,75 | -0,03 |
| Vimpel-22 | 6,78 | -0,18 |
| Рублевые облигации | | |
| ОФЗ 25082 (05.2016) | 10,24 | 0,04 |
| ОФЗ 26205 (04.2021) | 10,14 | -0,08 |
| ОФЗ 26207 (02.2027) | 10,04 | -0,06 |
| Денежный рынок/валюта | | |
| Mosprime o/n | 11,59 | -0,02 |
| NDF 3M | 11,03 | 0,02 |
| Остатки на корсчетах в ЦБ, млрд руб. | 1676,6 | -33,40 |
| Остатки на депозитах, млрд руб. | 234,06 | 10,30 |
| Доллар/Рубль (ЦБ), руб. | 62,79 | 0,16 |



Глобальные рынки

Заявления главы ЕЦБ снизили доходности европейских бондов.

Ключевым событием четверга стало заседание Европейского Центробанка и последующая пресс-конференция Марио Драги, на которой он весьма прямо дал понять о расширении стимулов на декабрьском заседании и возможном дальнейшем снижении ставок на фоне низкой инфляции в еврозоне.

На этом фоне доходность Bund'10 продолжила снижение, потеряв еще 7 б.п. и достигнув 0,496% годовых. Доходность UST'10 осталась без изменений – на уровне 2,02% годовых: в преддверии заседания ФРС на следующей неделе (27-28 октября) госбумаги перешли к консолидации.

Сегодня ожидаем переход Bund'10 к консолидации после сильного роста котировок в последние дни при сохранении потенциала к дальнейшему снижению доходностей. Существенных движений в UST'10 также не ждем до итогов заседания американского Центробанка на следующей неделе.

/ Дмитрий Грицкевич

Сегодня ожидаем переход Bund'10 к консолидации после сильного роста котировок в последние дни при сохранении потенциала к дальнейшему снижению доходностей.

Еврооблигации

Российские евробонды консолидировались, приостановив снижение на небольшом отскоке нефтяных цен и заявлениях главы ЕЦБ.

В четверг суверенные евробонды консолидировались, приостановив снижение на небольшом отскоке нефтяных цен и заявлениях главы ЕЦБ М.Драги, которые подтвердили ожидания рынка сохранения мягкой монетарной политики и возможного увеличения стимулов. Так, длинные выпуски Russia-42 и Russia-43 прибавляли на 4 б.п., бенчмарк Russia-23 – на 31 б.п. Корпоративные бонды также преимущественно консолидировались, впрочем, лучше рынка были бонды Газпрома («+40-55 б.п.») и ликвидные выпуски VimpelCom («+40-90 б.п.»). Отметим, вчера в СМИ появилась информация, что оператор может продать 50 тыс. башен в РФ и на постсоветском пространстве, из которых 10-11 тыс. вышек в России, оцениваемые в 5 млрд долл.

Сегодня с утра цена на нефть поднялась к значению 48,4 долл. за барр. марки Brent, что в целом выступает за дальнейшую консолидацию российских евробондов, которые после роста с начала октября продолжают удерживаться на высоких уровнях. Впрочем, все внимание игроков по-прежнему на сырьевых площадках, если отскок Brent вверх продолжится, котировки евробондов также могут подтянуться.

/ Александр Полютков

Отскок нефтяных цен может потянуть за собой котировки российских евробондов.



FX/Денежные рынки

Оптимизм на рынках после заседания ЕЦБ поддержал рубль.

Рубль продолжает находиться с начала октября в узком диапазоне 61-63 руб./долл. Накануне верхняя граница данного диапазона была в очередной раз проверена на прочность, а вчера благодаря позитивным заявлениям главы ЕЦБ национальная валюта перешла к укреплению, отыграв у доллара 50 копеек (62,5 руб./долл.). Так, ЕЦБ намекнул на расширение программы QE в декабре, а также применение иных методов стимулирования в виде дальнейшего снижения депозитной ставки, что может подстегнуть рост аппетита к риску на глобальных рынках.

Среди локальных факторов, влияющих на рубль, отметим продолжение налогового периода на следующей неделе. В результате, к уровню 61,5 руб./долл. национальная валюта может попытаться вернуться уже в ближайшие дни. Сегодня помешать этому движению может лишь фактор конца недели.

Mosprime o/p незначительно снизился – на 2 б.п. – до 11,59% годовых, что остается по-прежнему выше ключевой ставки, отражая повышенный спрос на рублевую ликвидность на фоне налогового периода.

/ Дмитрий Грицкевич

Ожидаем возврат рубля к уровню 61,5 руб./долл. в ближайшие дни; сегодня не исключаем консолидацию на фоне конца недели.

Облигации

ОФЗ вернулись к росту.

Вчера ОФЗ вернулись к росту на фоне отскока нефтяных цен и укрепления рубля, который также получает поддержку накануне налоговых выплат. К тому же итоги аукционов Минфина показали, что игроки рынка довольно сильно закладываются на снижение ставки ЦБ в среднесрочной перспективе. Так, котировки гособлигаций подросли на 35-70 б.п., наибольший рост был в длинных выпусках – средний участок в доходности опустился на 5 б.п. до 10,15%, в длине – на 5-10 б.п. до 10,05%. Таким образом, дисконт к ключевой ставке составляет 85-100 б.п., то есть ожидания рынка в котировках по снижению ставки на заседании 30 октября довольно велики. Впрочем, явного подтверждения статистикой замедления инфляции пока не поступало (годовая инфляция лишь немного снизилась с 15,6% до 15,5%), что может удержать ЦБ от смягчений, но нельзя исключать, что регулятор может начать действовать на опережение. Мы по-прежнему ожидаем, что ЦБ придет к концу года по ставке к 10,5% (понижение в декабре). На наш взгляд, рынок ОФЗ выглядят несколько перегретым и, скорее всего, в ближайшее время будет консолидация в ожидании заседания ЦБ.

Вчера состоялась очередное размещение корпоративного эмитента, и был побит новый рекорд по ставке. Так, НЛМК в ходе сбора заявок на выпуск БО-08 объемом 5 млрд руб. установил ставку купона 11,1%, что соответствует доходности 11,4% к 2-летней оферте. Отметим, что индикатив ставки понижался три раза – с 11,4-11,6% до 11,1% (снижение на 30-50 б.п.). НЛМК, вероятно, сделал ставку на минимизацию стоимости привлечения ресурсов, не став расширять объем предложения в 5 млрд руб. при номинале выпуска 10 млрд руб., хотя переспрос был 5,1 раза. Сегодня будет открыта книга заявок на два выпуска Силковых машин серий БО-01 и БО-02 по 5 млрд руб. каждый, индикатив доходности – 12,73-13,0% к 3-летней оферте с премией к ОФЗ от 250 б.п., что вполне может заинтересовать инвесторов.

/ Александр Полютов

ОФЗ, вероятно, будут консолидироваться в ожидании заседания ЦБ 30 октября.



Корпоративные события

РСХБ (Ва2/-/BB+): первичное размещение.

Россельхозбанк 27 октября планирует сформировать книгу заявок инвесторов на новый выпуск облигаций серии БО-09 объемом 10 млрд рублей. Индикативная ставка 1-го купона объявлена в диапазоне 11,70-12,00% годовых, что соответствует эф. доходности 12,22-12,55% к оферте через 2 года. Выплата купонов будет производиться ежеквартально. Организаторы размещения: Россельхозбанк, БК РЕГИОН, Газпромбанк.

На наш взгляд, объявленные параметры выпуску выглядят достаточно интересно. Рекомендуем участие от середины озвученного диапазона ставки купона и выше. Поддержку котировкам РСХБ должна оказать новость об увеличении капитала первого уровня за счет ОФЗ на 68,8 млрд рублей. В качестве ближайших бенчмарков для определения справедливой доходности нового выпуска РСХБ мы ориентируемся на итоги прохождения оферты ВЭБ (Ва1/BB+/BBB-) по выпускам облигаций серии 18 и 19. При ставке купона 11,9% и наличии оферты через 1 год ВЭБ сохранил весь объем бумаг в рынке. Также обращаем внимание на итоги размещения 20 октября Альфа-Банком (Ва2/BB/BB+) облигаций серии БО-5. Спрос инвесторов на новый выпуск был сформирован при ставке купона 12,00% годовых (УТР 12.36%) и наличии оферты через 2 года.

/ Дмитрий Монастыршин

РСХБ, Возрождение, Первобанк, Запсибкомбанк, Татфондбанк докапитализируются через ОФЗ.

В рамках утвержденной программы докапитализации банков через ОФЗ вчера Совет директоров АСВ под председательством Министра финансов РФ Антона Силуанова одобрил заключение договоров субординированного займа между банком "Российский капитал" ("дочка" АСВ) и тремя региональными банками: Первобанком, Запсибкомбанком, Татфондбанк. Кроме того, Совет директоров АСВ одобрил заключение договора о приобретении АСВ привилегированных акций Россельхозбанка.

Исходя из условий программы лимиты докапитализации распределены следующим образом: Татфондбанк (1,417 млрд рублей), Запсибкомбанк (на 893,8 млн рублей), Первобанк (на 463,3 млн рублей). Россельхозбанк в рамках программы докапитализации через ОФЗ разместит привилегированные акции типа "А" на 68,8 млрд рублей.

Вчера также стало известно, что в рамках программы докапитализации Банк Возрождение получил от АСВ пять выпусков ОФЗ совокупной номинальной стоимостью 6,6 млрд рублей.

Увеличение капитала обеспечивает повышение финансовой устойчивости банков и создает потенциал для наращивания бизнеса, что позитивно для котировок бондов банков, участвующих в программе докапитализации.



Силовые машины (Ва2/-/-): первичное предложение.

Силовые машины планирует 23 октября провести book-building облигаций сразу двух выпусков серий БО-01 и БО-02 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир ставки купона составляет 12,35-12,60%, что соответствует доходности 12,73-13,0% к 3-летней оферте. Размещение бондов запланировано на 28 октября.

Силовые машины – крупнейшая энергомашиностроительная компания, которая производит оборудование для гидравлических, тепловых, газовых и атомных электростанций, поставляя его в 57 стран мира. Вместе с тем, лидирующие позиции у компании все-таки на российском рынке и странах СНГ (доля 70%, по данным компании). Контролирующим акционером является А.Мордашов (владелец Северстали). В 2013-14 гг. компания произвела оборудования суммарной мощностью свыше 7,4 ГВт. Кроме того, компания сообщила, что располагает достаточным объемом заказов для ведения операционной деятельности на ближайшие 3 года. При этом прогнозируемый размер портфеля заказов на 2015 г. составляет 6,8 млрд долл. Отметим, на экспортную выручку в 1 пол. 2015 г. пришлось почти треть, при этом компания ставит целью иметь порядка 30-35% экспортных контрактов в портфеле. Вместе с тем, по итогам 6 мес. 2015 г. долговая нагрузка Силовых машин возросла из-за увеличения долга до 799 млн долл. и резкого снижения прибыльности – метрика Долг/ЕБИТДА Ltm достигла 2,3х против 1,5х по итогам 2014 г. В то же время у компании имелся солидный запас денежных средств в размере 325 млн долл., которые более, чем на половину покрывали короткий долг 588 млн долл. В целом, умеренный уровень долга и объемы бизнеса в купе с имеющейся «подушкой» ликвидности позволяют компании исполнять обязательства.

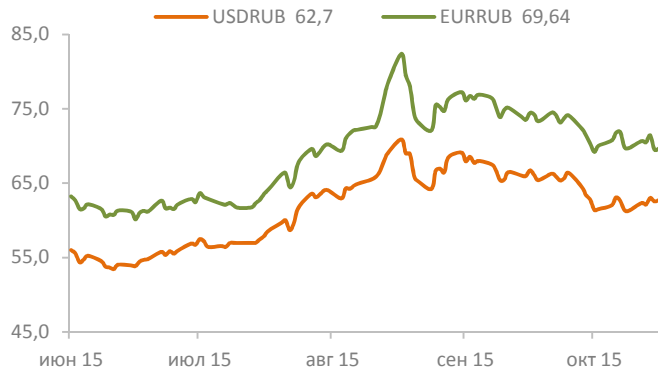
Напомним, у Силовых машин в обращении имеется один выпуск серии 01 (УТР 13,05%/0,94 г.), но его торговая активность минимальная. Также на рассматриваемом временном отрезке имеется выпуск ИРКУТ (Ва3/-/-) БО-04 (УТР 13,47%/2,61 г.), который также низколиквидный. В то же время в октябре состоялись размещения бумаг эмитентов рейтинговой категории «ВВ-/ВВ» (как АФК Система, ВымпелКом), которые торгуются с премией к кривой ОФЗ порядка 170-230 б.п. Обозначенный индикатив доходности Силовых машин предполагает премию к ОФЗ от 250 б.п., что вполне может заинтересовать инвесторов в условиях сформировавшегося на рынке дефицита первичного предложения.

Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+): итоги 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО.

Северсталь представила результаты за 3 кв. и 9 мес. 2015 г. по МСФО. Выручка в январе-сентябре снизилась на 22% (г/г) до 5 млрд долл., ЕБИТДА прибавила на 5,3% (г/г) до 1,7 млрд долл., ЕБИТДА margin - на 8,8 п.п. до 33,9%. Хотя в 3 кв. ЕБИТДА сократилась на 10,9% к/к до 524 млн долл., а рентабельность ЕБИТДА снизилась на 1,1 п.п. к/к до 31,5%. По выручке и прибыли (без учета валютной переоценки) результаты компании превзошли ожидания рынка, а по ЕБИТДА оказались хуже. Надо отметить, что снижение ЕБИТДА и выручки Северстали в 3 кв. было вполне ожидаемым на фоне сокращения цен на сталь. Причем, за счет роста объемов реализации компания отразила меньшее снижение, чем падение цен. Однако главным разочарованием для рынка стало сокращение ЕБИТДА margin в 3 кв. С учетом ослабления рубля в 3 кв. ожидался ее рост, но компания не смогла сократить издержки адекватно обесценению национальной валюты. Размер долга снизился на 27% к 2014 г. до 2,5 млрд долл., метрика Долг/ЕБИТДА составила 1,1х против 1,6х в 2014 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 0,4х против 0,7х соответственно. Короткий долг в 531 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на сумму 1,68 млрд долл. Уровень долга компании остается низким, а риски рефинансирования незначительными. В целом, результаты вряд ли могут сказаться на евробондах Severstal, учитывая общий довольно оптимистичный настрой инвесторов к российскому риску в последнее время.

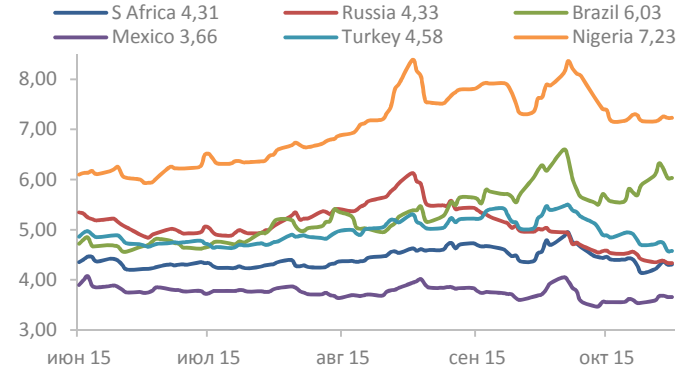
/ Александр Полютов

USD/RUB, EUR/RUB



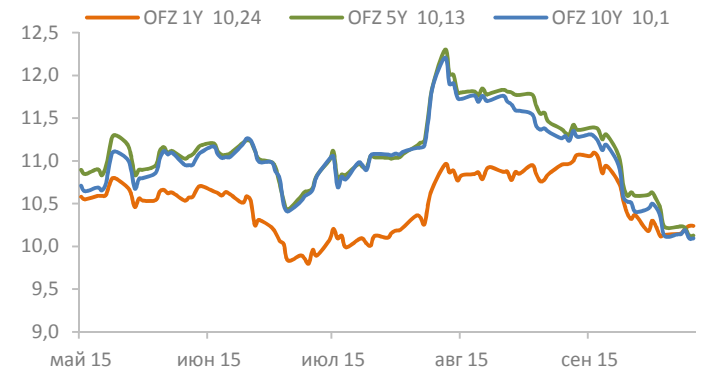
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM eurobonds 10Y YTM, %



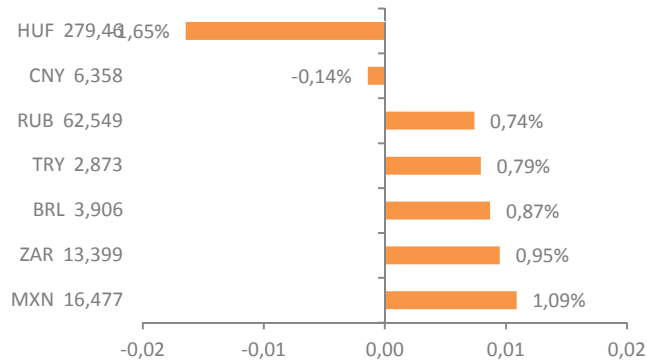
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ, %



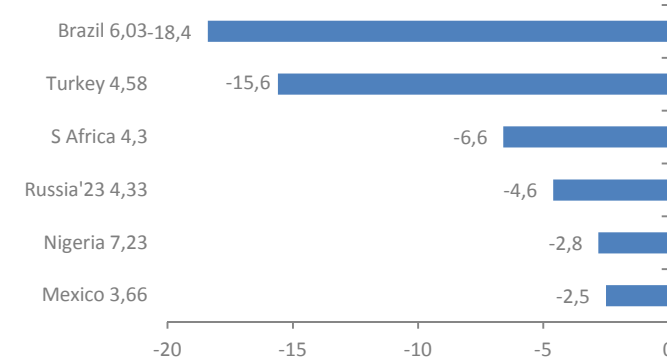
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM currencies: spot FX 1D change, %



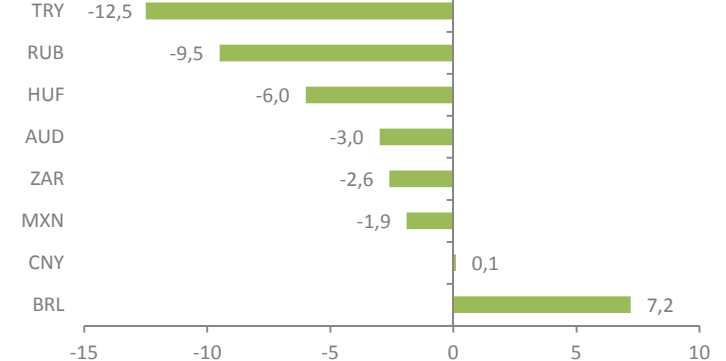
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



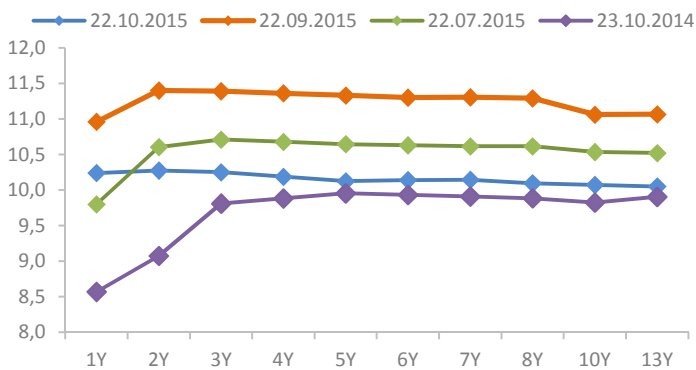
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



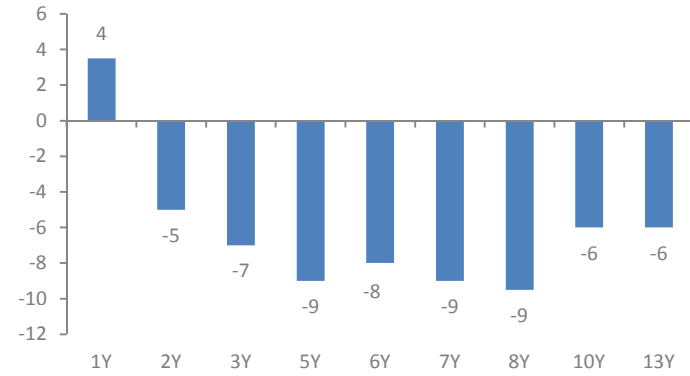
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ curves



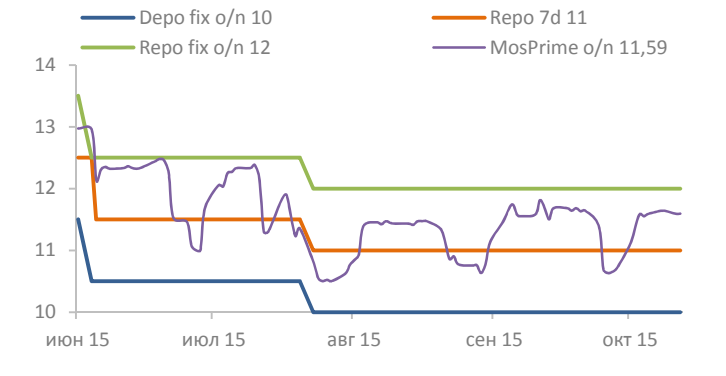
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



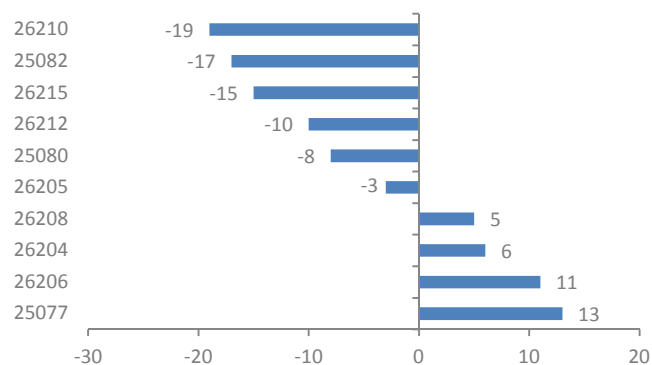
Источник: Bloomberg, PSB Research

CBR rates, %



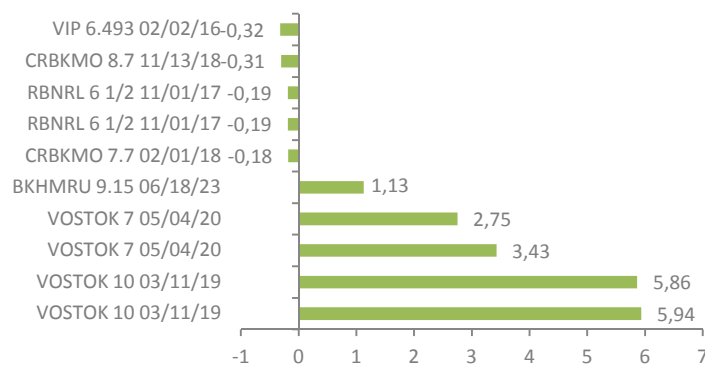
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



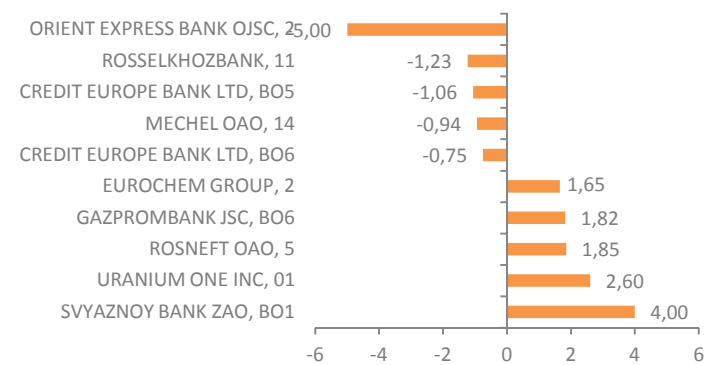
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



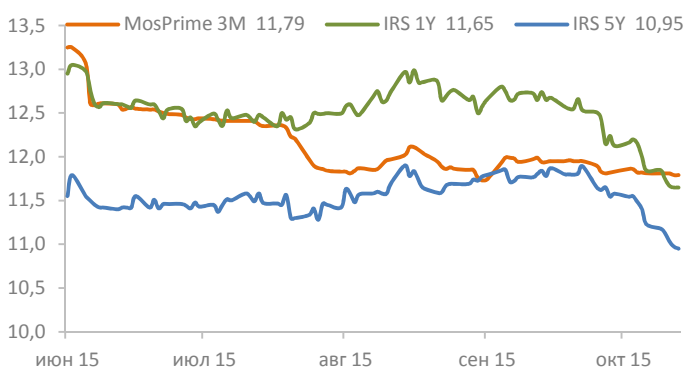
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS / MosPrime 3M, %



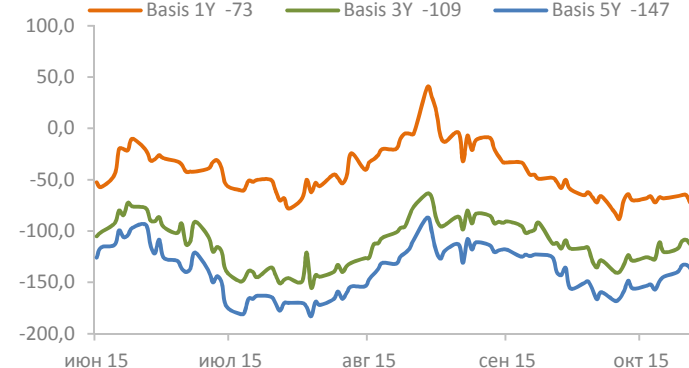
Источник: Bloomberg, PSB Research

CCS, %



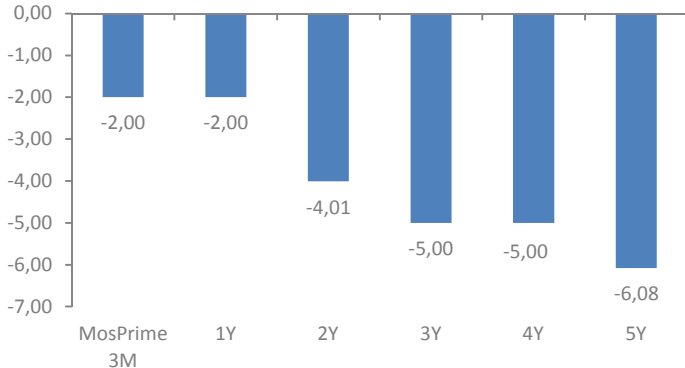
Источник: Bloomberg, PSB Research

Basis swap, b.p.



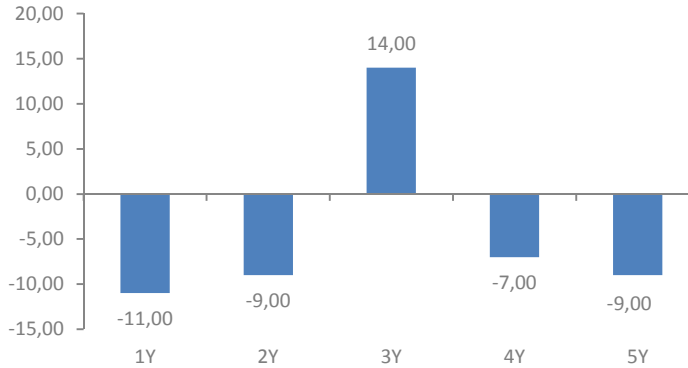
Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS 1D price change, b.p.



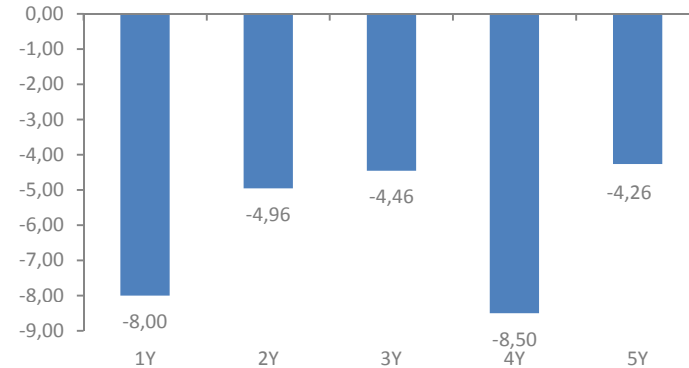
Источник: Bloomberg, PSB Research

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

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12
Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35
Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69
Смбаев Руслан sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96
Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34
Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили DavitashviliVM@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.