

Конъюнктура рынков

Глобальные рынки: Решение ФРС стало поводом для небольшого роста спроса на глобальном долговом рынке. >>

Еврооблигации: Российские евробонды продолжают рост на фоне стабилизации нефти выше отметки в 31 долл. за барр. марки Brent. >>

FX/Денежные рынки: Рубль сохраняет потенциал на укрепление. >>

Облигации: В ОФЗ торговая активность возросла, и продолжился рост котировок на фоне относительной устойчивости нефтяных цен. >>

Корпоративные события

Магнит (-/BB+/): финансовые результаты 2015 г.

О'КЕЙ (-/В+): операционные результаты 2015 г.

ВЭБ (Ba1/BB+/BBB-) планирует продать Глобэкс (-/BB-/BB-) и Связь-банк (-/BB-/BB).

ДОЛГОВЫЕ, ДЕНЕЖНЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

28 января 2016 г.

Глобальные рынки	значение	изм.
CDS 5y России	333,85	-9,89
EUR/USD	1,09	0,00
UST-10	2,00	0,01
Германия-10	0,45	-0,03
Испания-10	1,64	-0,07
Португалия -10	2,98	-0,05
Российские еврооблигации		
Russia-23	4,70	-0,18
Russia-42	6,08	-0,11
Gazprom-19	5,69	-0,07
Evraz-18 (6,75%)	8,15	0,01
Sber-22 (6,125%)	5,93	-0,06
Vimpel-22	7,54	-0,21
Рублевые облигации		
ОФЗ 25082 (05.2016)	9,7	-0,55
ОФЗ 26205 (04.2021)	10,52	-0,11
ОФЗ 26207 (02.2027)	10,4	-0,13
Денежный рынок/валюта		
Mosprime o/n	11,28	0,00
NDF 3M	10,75	-0,12
Остатки на корсчетах в ЦБ, млрд руб.	1186,8	-140,20
Остатки на депозитах, млрд руб.	274,99	-40,14
Доллар/Рубль (ЦБ), руб.	79,00	-2,84



Глобальные рынки

Решение ФРС стало поводом для небольшого роста спроса на глобальном долговом рынке.

Ключевым событием вчерашнего дня для участников глобального рынка стало решение ФРС по процентной ставке. При этом в первой половине дня наблюдался небольшой рост доходностей гособлигаций как стран ЕС, так и США. Следует отметить, что представленная статистка практически не отразилась на ходе торгов.

Сохранение без изменений действующей монетарной политики в США спровоцировало небольшое снижение доходностей, которое частично компенсировало потерянные в рамках дневной сессии уровни. Примечательно, что если ранее у участников рынка были довольно сильные ожидания возможного ужесточения монетарной политики на мартовском заседании, то теперь ожидание реализации подобного сценария снизились. По итогам торгов доходности UST-10 достигли уровня 2%.

/ Алексей Егоров

Сегодня, на наш взгляд, следует рассчитывать на умеренное снижение доходностей гособлигаций ЕС и США, которые продолжат отыгрывать сохранение ставки ФРС.

Еврооблигации

Российские евробонды продолжают рост на фоне стабилизации нефти выше отметки в 31 долл. за барр. марки Brent.

В среду российские евробонды продолжили рост на фоне некоторой стабилизации нефти выше отметки в 31 долл. за барр. марки Brent. К тому же ожидания рынка в преддверии заседания ФРС были довольно однозначными в пользу сохранения ставки на прежнем уровне, прервав на время ее повышение.

В итоге, длинные выпуски Russia-42 и Russia-43 выросли в цене на 137-138 б.п. (доходность на уровне 6%), бенчмарк Russia-23 – на 64 б.п. CDS на Россию опустился еще на 10 б.п. до 334 б.п. Таким образом, суверенные евробонды отыграли падение котировок, которое наблюдалось с начала года. При этом корпоративные евробонды в силу инертности еще отстают от госбумаг, лишь только наиболее ликвидные выпуски смогли приблизиться к значениям начала года.

Вчерашний день корпоративные евробонды также завершали «в плюсе» - по-прежнему лучше рынка были длинные бонды нефтегазовых компаний (Газпром («+85-105 б.п.»), Газпром нефть («+120-140 б.п.»)), госбанков (Сбербанк («+110-150 б.п.»), ВТБ («+90-170 б.п.»)), а также более ликвидные выпуски VimpelCom («+110-140 б.п.»).

Сегодня с утра Brent торгуется выше отметки 32,5 долл. за барр., что по-прежнему создает повод для покупок в российских евробондах, впрочем, в суверенных бумагах рост уже смотрится ограниченным при текущей ситуации на сырьевых площадках, при этом корпоративные бумаги еще сохраняют заметный потенциал. Вместе с тем, волатильность в нефти может сохраняться, что будет сказываться на общем настрое инвесторов в российский сегмент евробондов.

/ Александр Полютов

Сегодня нефть выше 32,5 долл. за барр., что создает повод для покупок в российских евробондах, хотя в суверенных бондах потенциал смотрится уже ограниченным.



FX/Денежные рынки

Рубль сохраняет потенциал на укрепление.

Большую часть вчерашних торгов на локальном валютном рынке рубль балансировал в диапазоне 78-79 руб. по отношению к доллару. Можно отметить, что цены на нефть на сырьевых площадках не способствовали формированию ярко выраженного тренда. Во второй половине дня можно было наблюдать рост котировок нефти, на фоне новости о том, что Россия может принять участие в заседании стран ОПЕК, где планируется обсудить возможное снижение добычи нефти. Стоимость нефти при этом выросла до уровня 33,3 долл. за барр. Курс доллара по итогам дня достиг отметки 78,18 руб.

Сегодня, при поддержании нефтяных котировок вблизи достигнутого в рамках вчерашних торгов уровня (32,0-33,0 долл. за барр.), у рубля есть все шансы продемонстрировать дальнейшее укрепление. Мы полагаем, что курс доллара в рамках сегодняшних торгов может снизиться до отметки 77,0 руб.

Снижение объемов ликвидности банковской системы, произошедшее накануне после уплаты налогов, слабо повлияло ставки МКБ. Mosprime o/n – 11,28%. При этом на проходящих аукционах рублевого РЕПО, а также депозитных аукционах Федерального Казначейства сохраняется повышенный спрос на ресурсы, отражая сохраняющуюся сегментацию банковской системы.

/ Алексей Егоров

Сегодня, при поддержании нефтяных котировок вблизи достигнутого в рамках вчерашних торгов уровня (32,0-33,0 долл. за барр.), у рубля есть все шансы продемонстрировать дальнейшее укрепление.

Облигации

В ОФЗ торговая активность возросла, и продолжился рост котировок на фоне относительной устойчивости нефтяных цен.

В среду в ОФЗ торговая активность несколько возросла, и госбумаги показали рост котировок на 40-80 б.п. на фоне устойчивости нефти выше отметки 30 долл. за барр. В итоге, в доходности кривая ОФЗ опустилась на 15-20 б.п. – средний участок до уровня 10,3-10,4%, в длине – до 10,22%. Отчасти рост был и на фоне аукционов Минфина, которые прошли с переменным успехом, но с переспросом.

Так, 9-летний флоатер ОФЗ 29006 был размещен на 70% в объеме 11,19 млрд руб., при этом спрос составил 26,9 млрд руб. при предложении 16 млрд руб. Средневзвешенная цена составила 102,8649%, доходность – 14,39% годовых, по данным Минфина. В то же время второй аукцион оказался более успешным и состоялся при повышенном спросе – 4-летний флоатер ОФЗ 29011 был размещен в полном объеме 14 млрд руб., при переспросе более чем в 2,9 раза. Средневзвешенная цена – 102,6930, доходность – 13,98% годовых, по данным Минфина РФ.

Вчера вышли недельные данные по инфляции от Росстата – с 19 по 25 января 2016 г. она вновь составила 0,2%, с начала года – 0,7%, годовая инфляция замедлилась почти до 10,2-10,3% против 11,8% недель ранее. В целом, замедление инфляции находится в рамках ожиданий и прогнозов ЦБ, что добавляет оптимизма относительно возобновления смягчения ДКП, которое, по нашим оценкам, в основном может иметь место во 2 полугодии. Вряд ли регулятор пойдет на понижение ключевой ставки на январском и мартовском заседаниях, учитывая сохраняющуюся турбулентность на рынках и инфляционные риски на фоне очередной волны ослабления рубля.

/ Александр Полкутов

Сегодня ОФЗ вероятно могут показать умеренный рост после восстановления позиций накануне и перед решением ЦБ по ставке 29 января.

Корпоративные события

Магнит (-/BB+/-): финансовые результаты 2015 г.

Магнит представил выборочные финансовые результаты за 2015 г., которые оказались лучше консенсус-прогноза. Выручка выросла на 24,5% г/г до 951 млрд руб., показатель EBITDA – на 21% г/г до 104 млрд руб., при этом EBITDA margin составила 10,9% («-0,4 п.п.» г/г). Выручка ритейлера за 2015 г. оказалась несколько лучше предварительных данных, представленных в начале января. В то же время по динамике она не дотянула до прогнозных значений, ранее озвученных компанией (рост в 2015 г. на 26-28%). Кроме того, Магнит по динамике выручки уступил X5 – рост был на 24,5% г/г против 27,3% г/г соответственно. Тем не менее, бизнес Магнита продолжает расти довольно динамично, обеспечивая при этом рентабельности на уровне выше среднего по отрасли. Основной вклад в рост выручки Магнита внесло расширение сети (торговая площадь выросла на 22,9% г/г), а также рост сопоставимых продаж LfL на 6,2%. Впрочем, в 4 кв. на фоне ухудшения экономической ситуации и снижения реальных доходов населения у Магнита наблюдались трудности с трафиком, как в крупноформатных магазинах, так и в основном сегменте «магазинов у дома». Кроме того, снижение потребительской активности оказывает определенное давление и на прибыльность бизнеса. Магнит не представил данных по долгу на конец 2015 г., который в первой половине года оставался низким: метрика Долг/EBITDA – 1,0х, Чистый долг/EBITDA – 0,9х. Скорее всего, Магнит удержал долг на комфортных значениях, при этом вопрос краткосрочного рефинансирования ритейлера, в том числе решал за счет выхода на облигационный рынок (разместил в октябре-ноябре два займа на 20 млрд руб.). В настоящее время бонды Магнита предлагают доходность 11,75-12% с дюрацией более 1 года – премия к ОФЗ порядка 155-180 б.п., к ключевой ставке – 75-100 б.п., что на фоне бумаг эмитентов с рейтингом «BB-/BB+» выглядит неплохо. Покупка бумаг может представлять интерес в расчете на возобновление снижения ключевой ставки ЦБ во 2 пол. 2016 г.

О'КЕЙ (-/-/B+): операционные результаты 2015 г.

О'КЕЙ раскрыл операционные результаты за 4 кв. и весь 2015 г. Выручка выросла на 6,9% г/г до 160,3 млрд руб. главным образом за счет расширения сети магазинов – торговая площадь увеличилась на 7,4% г/г до 593 тыс. кв. м., было открыто 38 магазинов (2 гипермаркета, 1 супермаркет и 35 дискаунтеров). В то время как LfL-продажи по группе были слабыми, показав рост на 0,6% к 2014 г. (ср. чек «+1,3%»; трафик – «-0,7%»). Впрочем, в 4 кв. сети, похоже, удалось изменить негативный тренд в трафике за счет пересмотра ассортимента на более актуальный в новых экономических реалиях, промоакций и запуска частных торговых марок. Кроме того, был запущен новый формат магазинов дискаунтер «ДА!». Продажи LfL в 4 кв. выросли на 3,8% (ср. чек – «-0,5%»; трафик – «+4,3%»). В итоге, по росту выручки О'КЕЙ в 2015 г. смог превзойти собственный прогноз – на 6,9% против 6%. Впрочем, динамика выручки О'КЕЙ по-прежнему была заметно ниже, чему лидеров отрасли – Магнита («+24,5% г/г до 951 млрд руб.») и X5 (+27,3% г/г до 804 млрд руб.). В целом, полученные в 4 кв. операционные результаты О'КЕЙ обнадеживают, и вполне вероятно, что положительная тенденция продолжится и в 2016 г., несмотря на тяжелую экономическую обстановку и падение потребительской активности населения. Напомним, положительные сдвиги в бизнес-модели О'КЕЙ стали поводом для подтверждения кредитного рейтинга ритейлера агентством Fitch на уровне «B+» со Стабильным прогнозом. Эксперты агентства отметили, что О'КЕЙ удастся сохранить стабильные кредитные показатели в среднесрочной перспективе, несмотря на ожидание сокращения рентабельности в 2016-2017 гг. Агентство позитивно оценивает изменения в стратегии ритейлера в смене фокуса с открытия затратных гипермаркетов на развитие дискаунтеров и повышение операционной эффективности сети. В этом ключе, среди облигаций О'КЕЙ интерес может представлять выпуск БО-04 (УТР 12,27%/0,69 г.) с ценой ниже номинала – 97,98% и премией к ОФЗ от 220 б.п. и выпускам других ритейлеров порядка 50-100 б.п.

/ Александр Полютов



ВЭБ (Ва1/ВВ+/ВВВ-) планирует продать Глобэкс (–/ВВ-/ВВ-) и Связь-банк (–/ВВ-/ВВ).

Внешэкономбанк вчера на своем сайте разместил официальное сообщение с разъяснением информации о планах продажи дочерних банков Глобэкс и Связь-Банк. В сообщении указывается, что ВЭБ и Банк России пришли к согласию относительно продажи акций АО «ГЛОБЭКСБАНК» и ПАО «Связь-Банк» государственной структуре - АСВ. Предполагается, что сделка будет заключена по рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком. Вся выручка от сделки будет направлена на досрочное погашение обязательств Внешэкономбанка перед Банком России, привлеченных ранее для финансового оздоровления Глобэкса и Связь-Банка. Остальную часть обязательств планируется трансформирована в бессрочный субординированный инструмент Банка России, включаемый в расчет капитала ВЭБа.

Дальнейшее развитие Глобэкса и Связь-Банка будет осуществляться при сохранении государства как основного акционера. Одним из возможных вариантов дальнейшего развития группы дочерних банков АСВ рассматривается слияние Глобэкса и Связь-Банка с уже принадлежащим АСВ банком ПАО «Российский капитал».

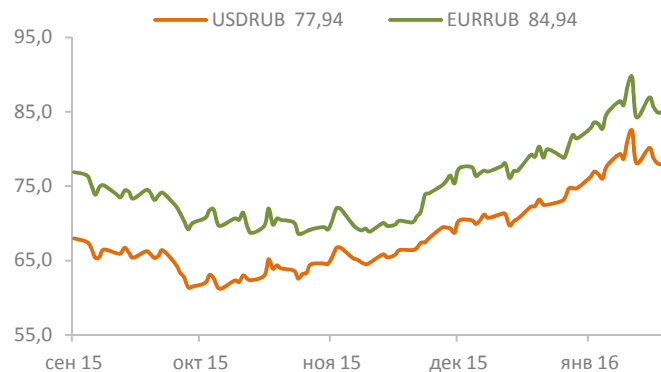
В настоящее время Внешэкономбанк и Банк России согласовывают технические параметры сделки. Помимо корпоративного одобрения ее условий, а это компетенция советов директоров Банка России, АСВ и наблюдательного совета Внешэкономбанка, проведение сделки требует внесения изменений в действующее законодательство, регулирующее деятельность Банка России, АСВ и Банка развития.

Реализация указанной сделки позитивна для кредитного профиля ВЭБа. Продажа дочерних банков Глобэкс и Связь-Банк позволит ВЭБу сократить объем обязательств на величину долга дочерних банков, а это равно 608 млрд руб. по данным МСФО за 6м2015 г. Одновременно с этим сделка предусматривает сокращение ранее привлеченного долга ВЭБа перед ЦБ в размере 212,6 млрд руб., привлеченного для финансового оздоровления Глобэкса и Связь-Банка, на величину рыночной стоимости продаваемых банков и конвертацию остатка долга в субординированный заем, что увеличит капитал второго уровня ВЭБа.

Улучшение структуры баланса ВЭБа, безусловно, является позитивной новостью для котировок долговых инструментов эмитента. Ожидаем сужения премии в евробондах ВЭБа к кривой доходности Сбербанка, ВТБ и к суверенной кривой.

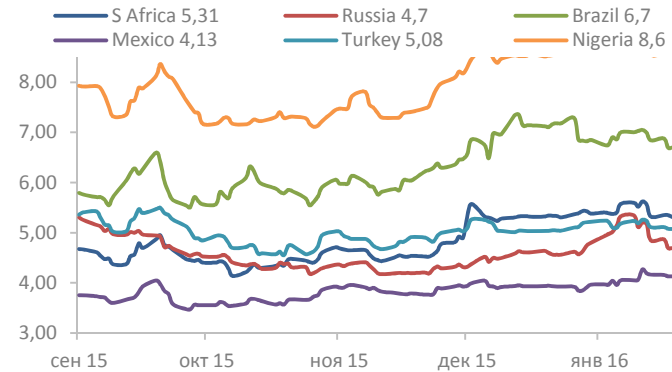
/ Дмитрий Монастыршин

USD/RUB, EUR/RUB



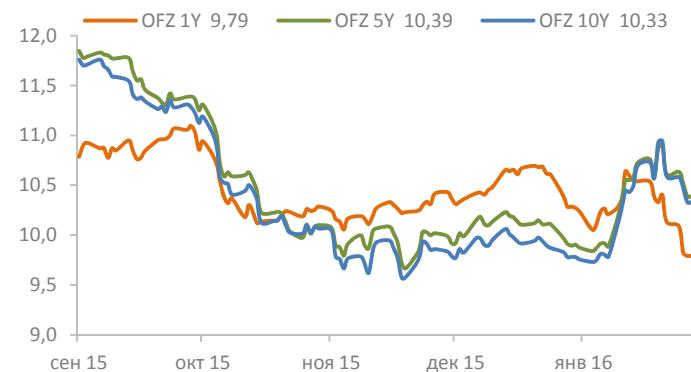
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM eurobonds 10Y YTM, %



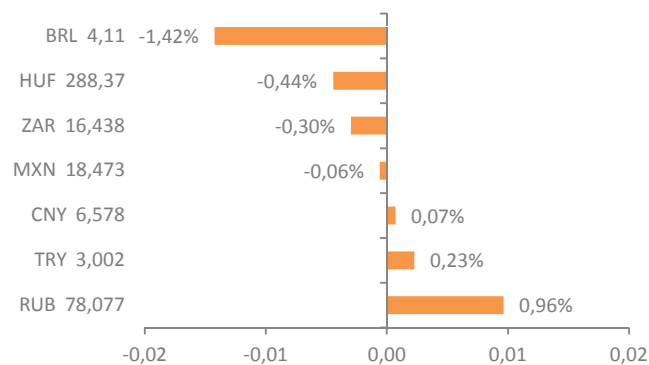
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ, %



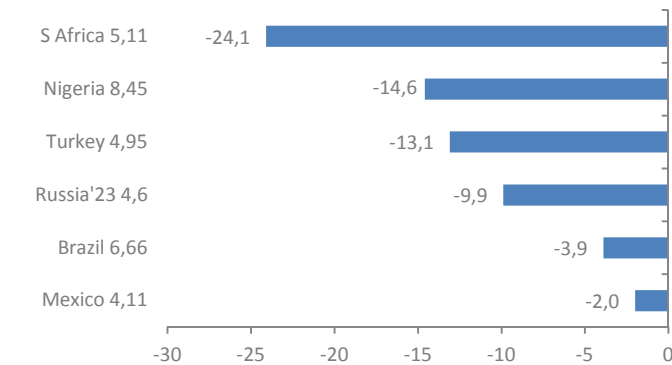
Источник: Bloomberg, PSB Research

EM currencies: spot FX 1D change, %



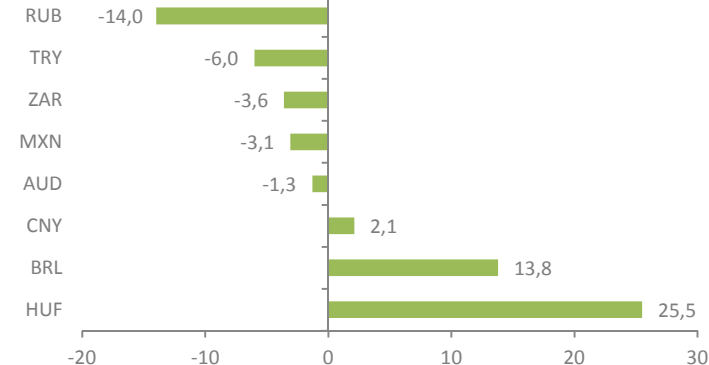
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



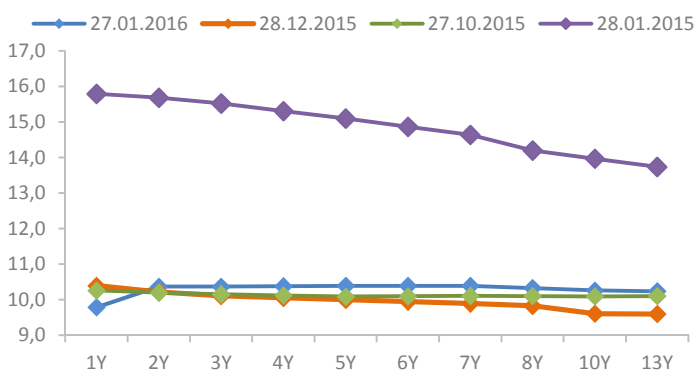
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



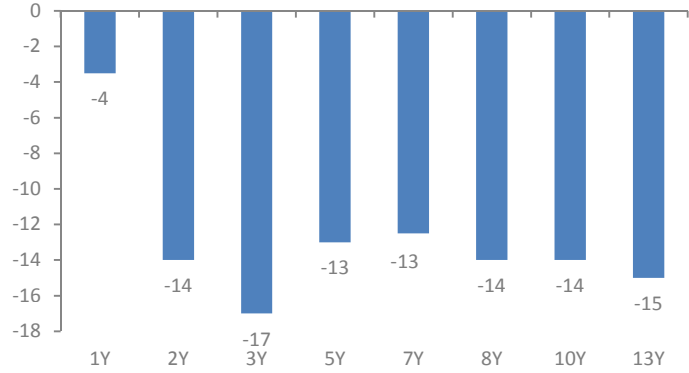
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ curves



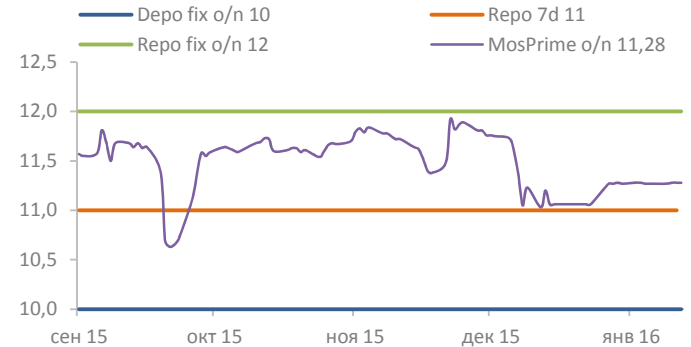
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



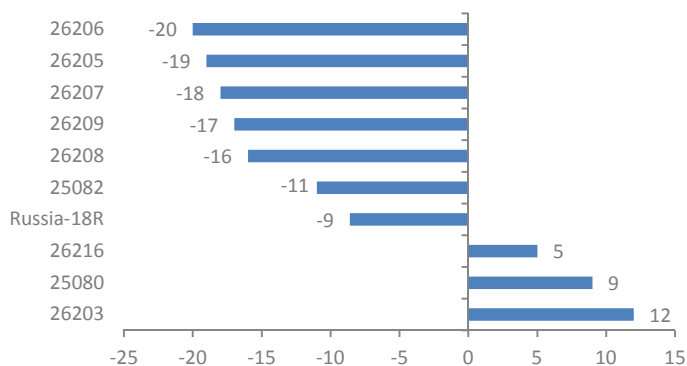
Источник: Bloomberg, PSB Research

CBR rates, %



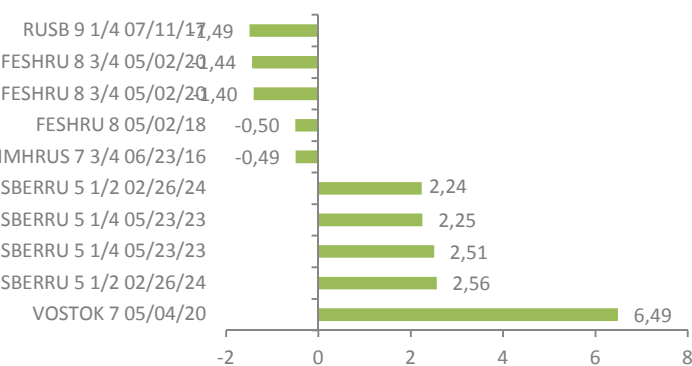
Источник: Bloomberg, PSB Research

OFZ 1D YTM change, b.p.



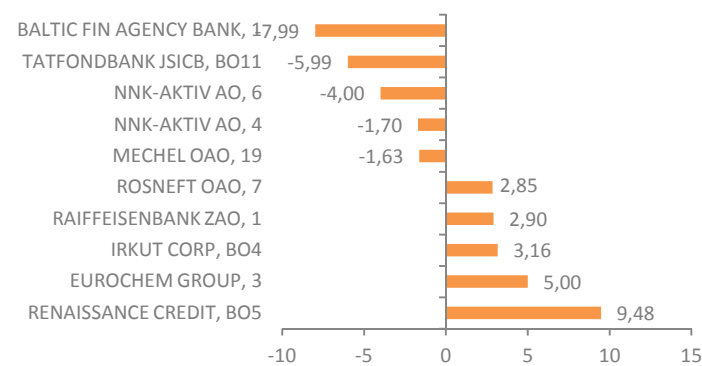
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



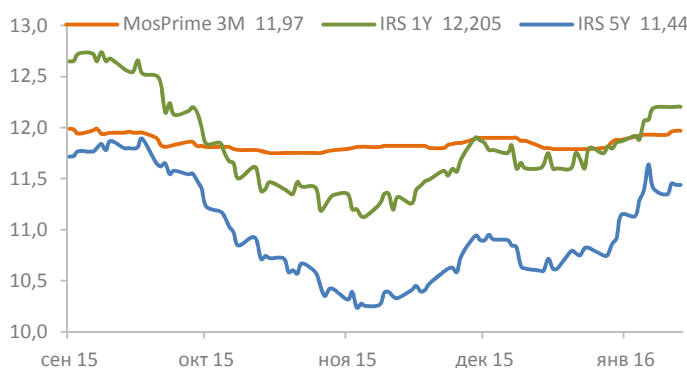
Источник: Bloomberg, PSB Research

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



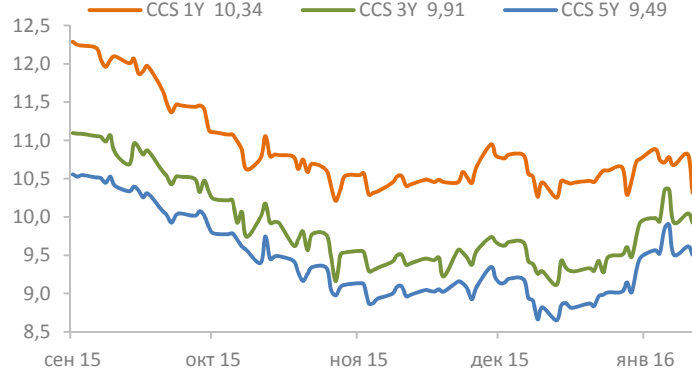
Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS / MosPrime 3M, %



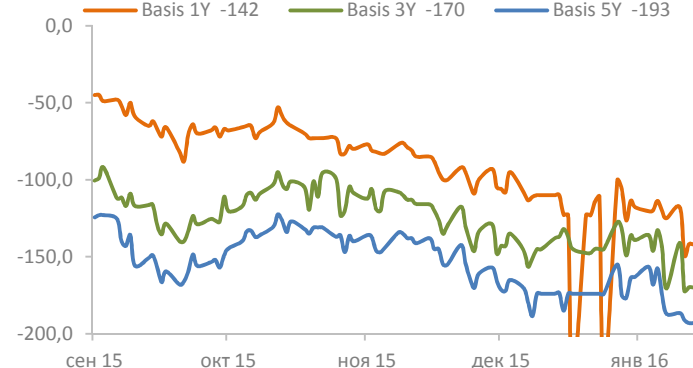
Источник: Bloomberg, PSB Research

CCS, %



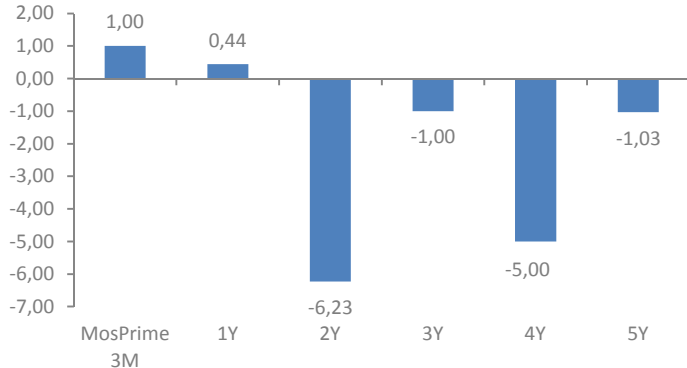
Источник: Bloomberg, PSB Research

Basis swap, b.p.



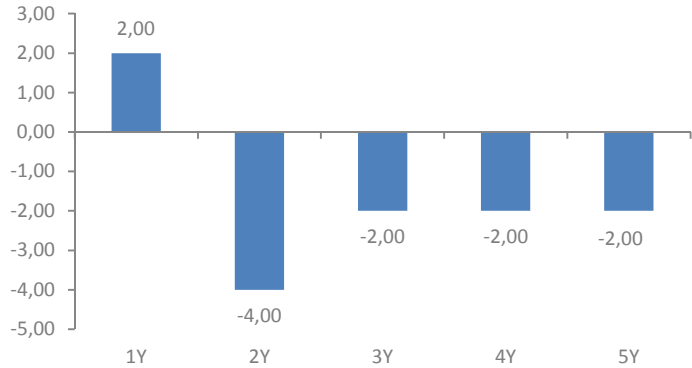
Источник: Bloomberg, PSB Research

IRS 1D price change, b.p.



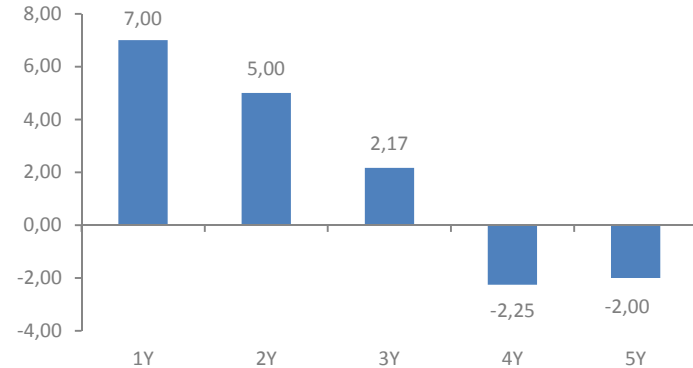
Источник: Bloomberg, PSB Research

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
Сибяев 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	OrehovAA@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.