

АРТК

 Марина Гладкова
 MGladkova@eastkom.ru

Аптечная сеть 36,6: разочаровывающие результаты 2007 года и новая многообещающая стратегия

Понижение целевой цены. Мы обновили базовую модель по Аптечной сети 36,6 и существенно понизили целевую цену по акциям компании с 78 долл. до 51,75 долл. за акцию. Причиной пересмотра целевой цены стали слабые результаты деятельности компании по МСФО в 2007 год. Также мы пересмотрели свои прогнозы по розничному бизнесу компании с учетом новой стратегии развития.

Разочаровывающие результаты 2007 года. Результаты деятельности компании в 2007 году оказались хуже наших ожиданий. Мы прогнозировали чистый убыток компании на уровне 50 млн.долл., а он по итогам года достиг 100 млн.долл. Столь неутешительным результатом 36,6 обязана розничному подразделению: стремительное расширение сети сопровождалось снижением рентабельности.

Изменение стратегии расширения сети. Аптечная сеть 36,6 сократила свои прогнозы по увеличению количества аптек. В 2008 году 36,6 планирует развиваться исключительно за счет органического роста. M&A сделки в текущем году не планируются. Компания планирует снизить объем инвестиций в текущем году. Мы позитивно оцениваем замедление темпов расширения сети. Мы снизили свои прогнозы по количеству открываемых аптек на 2008 – 2009 года и, соответственно, понизили прогнозы по объему капитальных затрат.

Изменение стратегии финансирования. Одной из основных целей, намеченных на 2008 год, является реорганизация бизнеса с целью снижения долговой нагрузки компании. 36,6 в текущем году планирует продать непрофильные активы (Европейский медицинский центр, который уже продан), а также продать и обратно арендовать объекты недвижимости (Sales-lease-back). При этом 36,6, отказавшись от выпуска биржевых облигаций, исследует вопрос размещения конвертируемых. Отметим, что Аптечная сеть по-прежнему рассматривает возможность продажи доли производственного подразделения Верофарм, однако мы считаем, что закрытие сделки может произойти не ранее конца 2008 - начала 2009 года.

Фокус на повышение рентабельности розничного сегмента. 36,6 ожидает, что 2008 год станет переломным в отношении рентабельности на уровне EBITDA. В 2007 году EBITDA и рентабельность по EBITDA находились в отрицательной зоне. Мы полагаем, что в случае успешной реализации менеджментом новой краткосрочной стратегии, EBITDA в 2008 году выйдет в положительную область.

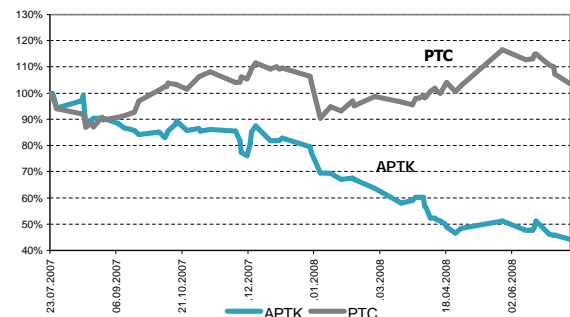
Тикер:	АРТК
Справедливая цена, долл.	51,75
Рекомендация	Держать
Потенциал роста, %	32,7%

Цена спроса (Bid), долл.	31
Цена предложения (Offer), долл.	40,5
Цена последняя (last), долл.	39
Средняя цена (Midmarket), долл.	35,75
Минимум 52-недели, долл.	39,000
Максимум 52-недели, долл.	88,000
Потенциал роста до максимума, %	146,2%
Рын. Капитал. (Mcap), млн. долл.	370,5

	млн долл.	2006	2007	2008 E
Стандарт отчетности			IFRS	
Выручка		529	871	1 158
EBIT		13	-29	16
Рентабельность EBIT, %		2,5%	-3,3%	1,4%
EBITDA		25	-9	46
Рентабельность EBITDA, %		4,8%	-1,0%	4,0%

Текущие мультипликаторы	2006	2007	2008 E
EV/SALES	1,7	1,1,	0,8
EV/EBIT	73,3	neg	57,2
EV/EBITDA	36,1	neg	19,6
P/E	16,9	neg	neg

Динамика акций компании по сравнению с индексом РТС



© Ист Коммерц, 2008г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц. Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете. Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Долгосрочные цели остаются агрессивными. В долгосрочном плане (3-5 лет) компания рассчитывает занять 10-15% рынка розничных продаж фармацевтических товаров в России (по итогам 2007 года доля 36,6 по данным ЦМИ «Фармэксперт» составила 6,1%) и увеличить выручку до 3 млрд.долл. к 2012 г. Наши прогнозы менее оптимистичны.

За последние 12 месяцев акции Аптечной сети 36,6 потеряли более 55%. Это явилось следствием слабых результатов финансово-хозяйственной деятельности компании. Но мы надеемся, что новый менеджмент (новый CEO и CFO) смогут улучшить ситуацию и полагаем, что уже в 2-3 квартале 2008 года мы увидим позитивные изменения (отчет за 1 полугодие 2008 года ожидается в сентябре 2008 года).

В настоящее время акции Аптечной сети торгуются по показателю EV/Sales с дисконтом по отношению к иностранным компаниям-аналогам: прогнозные EV/Sales 2008 Аптечной сети составляет 0,5, в то время как аналогичный показатель зарубежных компаний - более 0,6.

Разочаровывающие результаты 2007 года

Результаты деятельности компании в 2007 году оказались хуже наших ожиданий. Мы прогнозировали чистый убыток компании на уровне 50 млн. долл, а он по итогам года достиг 100 млн.долл. Столь неутешительным результатом 36,6 обязана розничному подразделению: стремительный рост сети сопровождался снижением рентабельности. С одной стороны, быстрое развитие сети и региональная экспансия позволили розничному подразделению продемонстрировать 74,3-процентный рост выручки, однако мы считаем, что этот рост слишком дорого обошелся сети. В настоящее время мы наблюдаем негативную динамику на всех уровнях: валовой прибыли, EBITDA, SG&A, чистой прибыли (убытка). Проблемы с ценообразованием в Московском регионе (который является ключевым,) связанные с внедрением ERP системы, вызвали отток покупателей. Это, в свою очередь, повлекло снижение показателя LFL (как трафика, так и среднего чека). Кроме того, M&A сделки привели к увеличению численности персонала, также часть приобретенных аптек оказалась убыточными (в течение 2007 года аптечная сеть 36,6 приобрела 26 аптек сетей, включающих 293 аптеки). В 1 квартале 36,6 начала закрывать убыточные аптеки и этот процесс будет длиться в течение всего 2008 года.

Кроме того, существенно возросли коммерческие и административные расходы (в 2007 году их доля составила 34,7% от выручки по сравнению с 32,2% годом ранее), что явилось следствием роста расходов на персонал, арендных платежей и транспортных расходов. Также рост расходов на обслуживание долга в 2,2 раза также оказал негативное влияние на финансовые показатели компании. Рынок негативно отреагировал на публикацию итогов деятельности, в результате акции компании потеряли около 10% за последние дни.

млн. долл.	2007	2006	изм., %
Продажи	871,1	528,9	64,7%
<i>Розница</i>	673,4	386,2	64,7%
<i>Верофарм</i>	139,5	100,5	74,4%
<i>прочие</i>	58,2	42,2	38,8%
Валовая прибыль	277,5	183,4	51,3%
Валовая рентабельность	31,9%	34,7%	-2,8%
<i>Розница</i>	171	112,2	52,4%
<i>Верофарм</i>	86,7	60,1	44,3%
<i>прочие</i>	19,8	11,2	44,3%
EBITDA	-7	25,5	N/A
Рентабельность по EBITDA	-0,8%	4,8%	N/A
<i>Розница</i>	-48,3	-1,2	N/A
<i>Корпоративный центр (Розница)</i>	-6,7	-4,6	N/A
<i>Верофарм</i>	42,5	29,3	45,4%
<i>прочие</i>	5,4	2,1	157,1%
Чистая прибыль	-99,4	34,5	N/A
Чистая рентабельность	-11,4%	6,5%	N/A
<i>Розница</i>	-71,5	-26,9	N/A
<i>Корпоративный центр (Розница)</i>	-57,4	42	N/A
<i>Верофарм</i>	27,7	18,7	48,1%
<i>прочие</i>	1,8	0,7	157,1%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

Новая стратегия: основные направления

1) Снижение темпов расширения аптечной сети в 2008 году (однако 36,6 не озвучила своих прогнозов количества открытий новых аптек в текущем году, в связи с чем мы прогнозируем, что аптечная сеть в течение года откроет порядка 50 новых магазинов). В 2008 году 36,6 планирует развиваться исключительно посредством органического роста. M&A сделки в текущем году не планируются. Компания намерена снизить объем инвестиций в текущем году и мы позитивно оцениваем данный процесс для бизнеса 36,6. Мы снизили свои прогнозы по количеству открываемых аптек на 2008 – 2009 года и, соответственно, понизили прогнозы по объему капитальных затрат, что благоприятно отразилось на денежном потоке компании.

2) Фокус на управлении долговой нагрузкой. Одной из основных целей 2008 года является реорганизации бизнеса для снижения долговой нагрузки компании. Программа включает в себя продажу непрофильных бизнесов (Европейский Медицинский Центр, который был продан в мае 2008 года), продажа недвижимости с сохранением прав арендатора через ЗПИФ (Sales-lease-back) и привлечение финансирования на рынках капитала (конвертируемые облигации). Кроме того, Аптечная сеть 36,6 рассматривает возможность продажи 53% доли Верофарма, но мы полагаем, что сделка может быть закрыта не ранее конца 2008 года – начала 2009.

3) Увеличение операционной эффективности розничного подразделения. Компания предпринимает ряд мер, призванных улучшить маржу валовой прибыли в будущем:

- Стабилизация ценообразования в Московском регионе;
- Продолжение создания логистической системы и организация прямых закупок у производителей. По состоянию на конец 2007 года логистическая система 36,6 включала 13 дистрибуционных центров и обслуживала 4% розничных продаж компании (к 2009 - 2010 году планируется довести этот показатель до 40%);
- Дальнейшее расширение линейки продукции под собственной торговой маркой – private label продукции, валовая маржа по которым достигает 60%. В настоящий момент - это более 500 наименований товаров, что составило по итогам 2007 года 2% от совокупных продаж;
- Продолжение ре-брендинга и ре-форматирования приобретенных компаний и магазинов с целью улучшения прибыльности сети (около 600 аптек, входят в сеть 36,6, но работают под другим именем);
- Сокращение общехозяйственных и административных расходов.

4) **Расширение спектра услуг:** новые эксклюзивные бренды, отделы «Лаборатория красоты», «Центр Аромотерапии», что, по нашему мнению, окажет позитивное воздействие на лояльность потребителей и как следствие на рост показателей трафика.

Мы считаем, что в 2008 году аптечной сети 36,6 удастся выйти на положительный уровень EBITDA, однако, по нашим расчетам, в текущем году компания продемонстрирует чистые убытки.

Долгосрочные цели остаются агрессивными

В долгосрочном плане (3-5 лет) компания рассчитывает занять 10-15% рынка розничных продаж фармацевтических товаров в России (по итогам 2007 года доля 36,6 по данным ЦМИ «Фармэксперт» составила 6,1%) и увеличить выручку до 3 млрд.долл. к 2012 г. Наши прогнозы менее оптимистичны. Мы полагаем, что в 2012 году компании удастся занять около 12% российского фармацевтического рынка.

Определение справедливой стоимости

В качестве базового метода определения стоимости мы применили метод DCF. Исходя из нашей оценки, целевая цена обыкновенных акций составляет 51,75. – 32,7% потенциал роста, рекомендация – **Держать**.

- Ставка дисконтирования составила 13,17%.
- Постпрогнозный темп роста составляет 3,0%.
- Стоимость собственного капитала (CAPM) – 15,30%.
- Коэффициент beta оценивается как среднее значение коэффициента beta по аналогам развивающиеся стран.

Расчет ставки дисконтирования

Risk-free rate	4,27%
beta unlevered	1,00
beta levered	1,41
Russia 2030	5,35%
Country risk premium	1,08%
Market premium	6,00%
Corporate government risk	1,50%
CAPM	15,30%
WACC	13,17%
D/(E+D)	34,93%
Interest rate	12,11%
E/(E+D)	65,07%

DCF, млн. долл	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
ЕБИТДА	46,87	85,57	120,31	171,72	218,65	265,10	303,21	334,39	354,83
Инвестиции	-50,58	-106,86	-142,40	-136,65	-131,29	-124,17	-114,81	-104,67	-107,32
Налог на прибыль и налоговый щит	-7,41	-12,39	-17,88	-26,45	-34,79	-43,71	-51,27	-57,79	-62,29
Изменение собственных оборотных средств	-11,23	-15,73	-14,60	-16,48	-14,00	-13,28	-12,10	-10,86	-9,63
FCFC	-22,35	-49,41	-54,58	-7,86	38,57	83,94	125,03	161,06	175,59
Фактор дисконтирования	1,000	0,884	0,781	0,690	0,610	0,539	0,476	0,421	0,372
Дисконтирование денежных потоков	-22,35	-43,66	-42,61	-5,42	23,51	45,22	59,52	67,75	65,27
Сумма ДДП	147,22								
Темп прироста постпрогнозный	3,00%								
Недисконтированная построгозная стоимость	1 900								
EV	854								
Долг	211								
Доля меньшинства	151								
Капитализация	492								
Количество обыкновенных акций	9 500 000								
Стоимость 1 обыкновенной акции	51,75								

Источник: расчеты Ист Коммерц

Анализ чувствительности

		WACC				
		12,17%	12,67%	13,17%	13,67%	14,17%
Постпрогнозный темп роста	2,0%	57,55	50,47	44,09	38,31	33,05
	2,5%	62,03	54,41	47,57	41,39	35,80
	3,0%	67,01	58,76	51,39	44,77	38,79
	3,5%	72,56	63,59	55,61	48,47	42,06
	4,0%	78,79	68,97	60,29	52,56	45,65

Источник: расчеты Ист Коммерц

Сравнительный анализ

Компания	Mcap, USD mln	EV, USD mln	Last price, USD	52-week high	52-week low	EV/Sales		EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		EBITDA margin	Net margin
						2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009		
Развитые рынки															
JEAN COUTU GROUP INC A	1 887,3	2 106,8	7,5	16,3	6,9	0,89	0,83	11,58	11,03	11,12	10,32	13,42	12,85	10,12	neg
SENNEN RESOURCES LTD	18,2	n/a	0,4	0,5	0,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
SUNDRUG CO LTD	163 212	146 979	2 430	3 260	2 115	0,61	0,55	10,28	9,27	8,87	7,99	n/a	n/a	7,44	3,53
MATSUMOTOKIYOSHI CO LTD	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4,64	1,20
ALLIANCE BOOTS LIMITED	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6,72	3,36
RITE AID CORP	1 197,9	7 563,7	1,4	6,1	1,0	0,38	0,27	25,99	16,85	6,68	6,19	n/a	n/a	3,06	neg
CVS CAREMARK CORP	55 359,8	64 480,4	38,7	44,3	34,8	0,77	0,69	10,72	9,36	9,12	8,08	15,80	13,55	7,71	3,45
LONGS DRUG STORES CORP	1 527,4	1 723,9	42,7	58,5	36,7	0,41	0,30	8,94	8,13	5,58	5,20	13,89	12,37	4,95	1,83
WALGREEN CO	33 171,0	33 835,5	33,5	48,1	31,3	0,59	0,52	10,50	9,30	8,50	7,58	15,34	13,61	7,12	3,80
Среднее						0,61	0,53	13,00	10,65	8,31	7,56	14,61	13,09	6,47	2,75
Медиана						0,60	0,54	10,61	9,33	8,68	7,79	14,61	13,20	6,92	2,60
Развивающиеся рынки															
FARMACIAS AHUMADA S.A.	210 000	314 739	1 400	2 475	1 400	0,84	0,69	n/a	n/a	9,18	8,05	15,78	13,69	3,85	0,87
SHANGHAI NO.1 PHARMACY CO-A	1 066,0	989,1	6,7	13,1	5,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4,75	2,21
FARMACIAS BENAVIDES-SERIES A	4 816,9	5 122,3	11,7	11,7	8,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,24	2,69
Среднее						0,84	0,69	n/a	n/a	9,18	8,05	15,78	13,69	4,61	1,92
Медиана						0,84	0,69	n/a	n/a	9,18	8,05	15,78	13,69	4,75	2,21
Российские продуктовые ритейлеры															
X 5 RETAIL GROUP NV-REGS GDR	8 540,9	10 083,1	32,3	38,9	25,3	1,24	0,94	18,75	14,06	13,21	9,77	29,88	22,98	6,39	2,70
MAGNIT-CLS	3 474,0	4 034,3	48,3	56,7	39,8	0,78	0,56	19,22	14,06	12,86	8,98	27,23	19,32	5,90	2,63
SEVENTH CONTINENT-CLS	1 950,0	2239,5	26,0	28,5	22,8	1,19	0,87	17,51	13,67	12,24	9,21	21,42	18,30	11,60	7,79
DIXY GROUP-CLS	876,0	1204,5	14,6	15,6	13,8	0,54	0,42	14,62	11,10	9,55	7,13	23,86	15,26	5,28	1,17
Среднее						0,94	0,70	17,52	13,22	11,97	8,77	25,60	18,96	7,29	3,57
Медиана						0,98	0,72	18,13	13,86	12,55	9,10	25,54	18,81	6,15	2,67
PHARMACY CHAIN 36,6-CLS	370,5	654,6	39,0	88,0	39,0	0,51	0,41	25,44	16,01	18,21	11,55	neg	51,60	neg	neg

Источник: Bloomberg

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц.

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре.

Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Ист Коммерц может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Коммерц также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

Адрес : 123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр

тел.: (495) 644-1122

e-mail: AFetisov@eastkom.ru

Департамент продаж

*Head of Equity Sales/
Domestic Sales*

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: NPermakov@eastkom.ru

*Equity Sales Manager/
International Sales*

Ашешов Ник

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Дерябин Павел

тел.: (495) 644-1122 доб. 2281

e-mail: PDeryabin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иванов Алексей

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: AIvanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085

Petersburg@eastkom.ru

Калининград

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254

Kalininograd@eastkom.ru

Ставрополь

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523

Lipeck@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088

Rostov@eastkom.ru

Воронеж

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261

Voronzh@eastkom.ru

Оренбург

460000, г. Оренбург, ул.Краснознаменная,22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

428000, г.Чебоксары, ул. Петрова, д.6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

454091 г.Челябинск, ул.Кирова, 19 оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

690001, ул. Абрековская, 8в, оф.1, тел. +7 (4232) 22-36-51

Vladivostok@eastkom.ru

Представительства в Центральной Азии

Узбекистан

700084, г.Ташкент, ул. Амира Тимура, дом 107 Б, тел.: +998 71 1385767

факс: +998 71 1385768

Кыргызстан

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763

факс: +996 31 2660806