

Spruce Biosciences (SPRB)

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтика

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$21,5**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

оценка перед IPO

IPO SPRB: борьба с редкими заболеваниями



Выручка, 6M20 (млн USD)	0
EBIT, 6M20 (млн USD)	-12
Чистая прибыль, 6M20 (млн USD)	-12
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/BV, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA, 2020 (%)	—
ROIC, 2020 (%)	—
ROE, 2020 (%)	—
Маржа EBIT, 2020 (%)	—

Капитализация IPO (млн USD)	318,9
Акции после IPO (млн шт)	21,26
Акции к размещению (млн шт)	5
Объем IPO, (млн USD)	75
Диапазон IPO (USD)	14-16
Дата IPO	8 октября
Целевая цена (USD)	21,5

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/SPRB**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-	-	-
vs S&P 500	-	-	-

8 октября состоится IPO Spruce Biosciences – компании, разрабатывающей новые методы лечения редких эндокринных заболеваний. Андеррайтерами размещения выступают Cowen, SVB Leerink, Credit Suisse и RBC Capital Markets.

О компании. Компания разработала продукт-кандидат тильдасерфонт как первую потенциальную нестероидную терапию для лечения врожденной гиперплазии надпочечников. Врожденная гиперплазия надпочечников относится к группе наследственных заболеваний. Люди имеют два надпочечника, каждый из которых расположен на верхушке каждой почки. Эти железы вырабатывают гормоны кортизол и альдостерон, которые играют важную роль в организме. У людей с врожденной гиперплазией коры надпочечников не синтезируется фермент, необходимый для выработки гормонов.

По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$36,601 млн, также, по данным crunchbase, компания за всю историю привлекла \$108 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Novo Holdings A/S (29,1%), Omega Fund VI (11,7%), RiverVest Venture Fund III (11,7%), HealthCap VIII (11%), Abingworth Bioventures VII (9,8%), Rock Springs Capital Master Fund (6,3%), Aisling Capital V (5,9%) и Citadel Multi-Strategy Equities Master Fund (5,9%).

Основные разработки компании. Сейчас компания разрабатывает тильдасерфонт, который показывает довольно хорошие результаты. У 163 субъектов в 6 клинических испытаниях не было серьезных побочных эффектов. На сегодняшний день продукт компании проходит фазу 2b, результаты которой ожидаются в 4-м квартале 2021 года или в 1 квартале 2022 года. В случае позитивных результатов компания может встретиться с FDA для начала регистрации продукта для дальнейшей коммерциализации. Также компания намерена изучить возможность лечения детей в возрасте от 2 лет и начать программу клинических исследований во второй половине 2021 года. Компания намерена использовать базу данных, которая была собрана в период клинической фазы 1. На текущий момент Spruce Biosciences получила первые комментарии от FDA, также компания ведет переговоры с EMA (European Medicines Agency).

Апсайд в 34% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$456 млн, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$340 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,5 за акцию.

Spruce Biosciences: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	0	0	0	Наличность	4	4	37
Себестоимость	0	0	0	Предоплачиваемые затраты	0	0	1
Валовая прибыль	0	0	0	Прочие активы	0	1	1
R&D	8	11	10	Текущие активы	5	5	38
G&A	2	2	1	Наличность с ограничением	0	0	0
ЕБИТ	(10)	(13)	(12)	Прочие активы	0	0	0
ЕБИТДА	(10)	(13)	(12)	Долгосрочные активы	0	0	0
Процентный расход	0	(0)	(0)	Активы	5	5	39
Прочие доходы	0	0	0	Кредиторская задолженность	2	2	3
Доаналоговая прибыль	(10)	(13)	(12)	Долг	0	1	1
Налог	0	0	0	Начисленные расходы	0	0	2
Чистая прибыль	(10)	(13)	(12)	Начисленная компенсация	0	1	1
				Текущие обязательства	3	4	6
				Долг	0	3	3
				Прочие обязательства	0	0	0
				Долгосрочные обязательства	0	3	3
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20	Конвертируемые прив-ые акции	20	28	71
Темпы роста выручки	-	-	-	Капитал	(18)	(31)	(42)
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Обязательства и собственный капитал	5	5	39
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-				
Темпы роста NOPLAT	-	-	-				
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-				
Валовая маржа	-	-	-	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
ЕБИТДА маржа	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	ИСТО, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20	WСТО, x	-	-	-
CFO	(9)	(13)	(11)	FАТО, x	-	-	-
D&A	0	0	0				
				Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
CFI	0	(0)	(0)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	-	-
CFF	0	12	44	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
Денежный поток	(9)	(0)	33	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Наличность на начало года	13	4	4	Долг/IC, %	-	-	-
Наличность на конец года	4	4	37	Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	6M20	Мультипликаторы	2018	2019	6M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Spruce Biosciences: ключевые факты

Spruce Biosciences – компания, разрабатывающая новые методы лечения редких эндокринных заболеваний. Компания разработала продукт-кандидат тильдасерфонт как первую потенциальную нестероидную терапию для лечения врожденной гиперплазии надпочечников.

Врожденная гиперплазия надпочечников относится к группе наследственных заболеваний. Люди имеют два надпочечника, каждый из которых расположен на вершине каждой почки. Эти железы вырабатывают гормоны кортизол и альдостерон, которые играют важную роль в организме. У людей с врожденной гиперплазией коры надпочечников не синтезируется фермент, необходимый для выработки гормонов.

По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$36,601 млн, также, по данным crunchbase, компания за всю историю привлекла \$108 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Novo Holdings A/S (29,1%), Omega Fund VI (11,7%), RiverVest Venture Fund III (11,7%), HealthCap VIII (11%), Abingworth Bioventures VII (9,8%), Rock Springs Capital Master Fund (6,3%), Aisling Capital V (5,9%) и Citadel Multi-Strategy Equities Master Fund (5,9%).

Разрабатываемые препараты компании. За последние 50 лет не было одобрено новых методов лечения врожденной гиперплазии надпочечников.

Сейчас компания разрабатывает тильдасерфонт, который показывает довольно хорошие результаты. У 163 субъектов в 6 клинических испытаниях не было серьезных побочных эффектов.

На сегодняшний день продукт компании проходит фазу 2b, результаты которой ожидаются в 4-м квартале 2021 года или в 1-м квартале 2020 года. В случае позитивных результатов компания может встретиться с FDA для начала регистрации продукта для дальнейшей коммерциализации.

Также компания намерена изучить возможность лечения детей в возрасте от 2 лет и начать программу клинических исследований во второй половине 2021 года. Компания намерена использовать базу данных, которая была собрана в период клинической фазы 1. На текущий момент Spruce Biosciences получила первые комментарии от FDA, также компания ведет переговоры с EMA (European Medicines Agency).

Иллюстрация 1. Разработки компании

Product Candidate	Indication	Status
Tildacerfont	Adult Classic Congenital Adrenal Hyperplasia	<ul style="list-style-type: none"> Initiated Phase 2b clinical trial (Study 203) to evaluate androgen reduction and clinical consequences in adult patients with classic CAH Initiated Phase 2b clinical trial (Study 204) to evaluate glucocorticoid reduction and clinical consequences in adult patients with classic CAH
	Pediatric Classic Congenital Adrenal Hyperplasia	<ul style="list-style-type: none"> Received initial FDA feedback on planned Phase 2 clinical trial in children as young as 2 years of age
	Polycystic Ovary Syndrome	<ul style="list-style-type: none"> Developing clinical development plan in a subpopulation of females with a rare form of PCOS, planning Phase 2 proof-of-concept clinical trial

Источник: на основе данных компании

Spruce Biosciences начала потенциальную разработку для лечения синдрома поликистозных яичников (гормональное заболевание у женщин репродуктивного возраста). Всего в мире насчитывается более 120 млн женщин с данным заболеванием.

Компания планирует подать заявку на регистрацию препарата и изучить применение тилдасерфонта для лечения синдрома в 1 половине 2021 года. Благодаря своей базе данных компания может начать исследования с фазы 2 клинических испытаний.

Потенциальный адресный рынок. Из-за серьезности заболевания в большинстве развитых стран созданы программы скрининга новорождённых для выявления врожденной гиперплазии надпочечников. По данным Национальной организации редких заболеваний, предполагаемое количество случаев может составить 1 на 10-15 тысяч новорожденных. Компания оценивает свой потенциальный рынок в \$3 млрд. Среднегодовые темпы роста рынка могут составить 7,1%.

Модель с учетом вероятности в 45% дает оценку в \$456 млн

Предположение по выручке: начало продаж с 2024 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2024 году с учетом 2-й стадии клинических испытаний.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании, который, по оценкам компании, на сегодняшний день составляет \$3 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 0,8% в первый год коммерциализации продукта за счет нового метода лечения. В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2024 году с \$32 млн до \$356 млн к 2029 году.

Прогнозирование операционной маржи на основе уже зрелых компаний. Для прогноза маржи мы исходили из весьма медленного выхода в прибыльность и затем использовали данные уже зрелых компаний, которые имеют положительную маржу, для прогноза маржи в зрелом возрасте. Мы заложили маржу в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,2%. При коэффициенте бета 0,84, безрисковой ставке 0,749% и премии за риск инвестирования в акции в 5,29% затраты на капитал равны 5,2%.

Наша оценка фирмы достигает \$456 млн. Так как компания находится на 2-й стадии клинических разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 2-й стадии клинических исследований, риск неудачи составляет 55%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$456 млн, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$340 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,5 за акцию.**

Иллюстрация 2. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок Spruce Biosciences, млрд USD	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,2	4,5	4,8	5,2	5,6
темп роста, %		7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Доля рынка Spruce Biosciences, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,7%	2,90%	4,10%	5,20%	6,40%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	32	72	131	199	270	356

Иллюстрация 3. Модель оценки Spruce Biosciences

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	32	72	131	199	270	356	367
темп роста, %						128%	83%	51%	36%	32%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-16	-18	-19	-20	5	11	20	30	41	53	55
RR, %	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	4	8	12	16	21	5
FCFF	-16	-18	-19	-20	5	6	12	18	24	32	49
PV FCFF	-15	-16	-16	-16	4	5	8	12	15	19	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											1 629
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											941
ROIC в зрелом периоде, %											6,0%

Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Безрисковая ставка	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Бета послерычаговая	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Стоимость собственного капитала	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%
Ставка долга, до налогов	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Ставка долга, после налогов	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
СК/Стоимость компании	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Долг/Стоимость компании	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Средневзвешенная стоимость капитала	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%
Кумулятивная стоимость капитала	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде	(2)
(+) Стоимость в зрелом периоде	941
(x) Коэффициент на дату оценки	0,97x
(=) EV	913
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	3
(+) Наличность	37
(+) Поступления от IPO	75
(-) Стоимость выпущенных опционов	8
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта, млн USD	1 014
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	340
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	45,0%
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	456
Целевая цена на акцию, USD	21,5
Максимум диапазона на IPO, USD	16,0
Потенциал роста, %	34%

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	152	304	608	912
На акцию	7,2	14,3	28,6	42,9

Риски: FDA, стадия разработки и дополнительный капитал

Компания еще не получала доходы от своих продуктов. Продукты компании находятся на стадии разработки, и неизвестно, когда компания получит готовый продукт.

Одобрение FDA. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Spruce Biosciences.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой с наличностью на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. Если компания не сможет привлечь дополнительный капитал, это может привести к отсрочке или ликвидации программ разработок.

Дисклеймер

Данный обзор не является предложением неограниченному кругу лиц инвестировать в акции иностранных компаний, предназначен для клиентов ООО ИК «Фридом Финанс», являющихся квалифицированными инвесторами. ООО ИК «Фридом Финанс» не оказывает услуги приобретения иностранных ценных бумаг, упомянутых в данном обзоре, за счет клиентов, не являющихся квалифицированными инвесторами.

Данный обзор носит исключительно информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, упомянутые финансовые инструменты или операции, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям), в приведенной информации не принимаются во внимание Ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО ИК «Фридом Финанс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, и не рекомендует использовать данную информацию в качестве единственного источника информации при принятии решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией получения доходов в будущем. ООО ИК «Фридом Финанс» не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Упомянутые в данном обзоре величины: Потенциал роста, Целевая цена, являются оценочным суждением ООО ИК «Фридом Финанс», не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем.

ООО ИК «Фридом Финанс» не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными.

ООО ИК «Фридом Финанс». Лицензия № 045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен.

Инвестиционная компания «Фридом Финанс»

Тимур Турлов,
генеральный директор,
главный инвестиционный стратег

Департамент
корпоративных финансов

Сергей Носов,
директор департамента
корпоративных финансов
Email: nosov@ffin.ru

Роман Соколов,
заместитель директора департамента
корпоративных финансов
Email: sokolov@ffin.ru

Трейдинг
Российский рынок
Email: rustraders@ffin.ru
Время работы: 10:00–24:00 мск

Американский рынок
E-mail: traders@ffin.ru
Время работы: 10:00–24:00 мск

Отдел продаж (руководители департаментов)

Георгий Волосников
Станислав Дрейлинг
Владимир Козлов
Мстислав Кудинов
Антон Мельцов
Email: sales@ffin.ru
Время работы: 10:00–20:00 мск

Аналитика и обучение
Игорь Ключнев (руководитель)
Email: klyushnev@ffin.ru

Связи с общественностью
Наталья Харлашина (руководитель)
Email: pr@ffin.ru

Бэк-офис
Галина Карякина (операционный директор)
Email: office@ffin.ru
Время работы: 10:00–24:00 мск

Центральный офис
Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15,
этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити
(м. «Выставочная», «Деловой центр»)
www.ffin.ru | info@ffin.ru

Офисы
Архангельск

+7 (8182) 457-770
пл. Ленина, 4, 1 этаж
arhangelsk@ffin.ru

Барнаул

+7 (3852) 29-99-65
ул. Молодежная, 26
barناول@ffin.ru

Владивосток

+7 (423) 279-97-09
ул. Фонтанная, 28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград

+7 (8442) 61-35-05
пр-т им. В.И. Ленина, 35
volgograd@ffin.ru

Воронеж

+7 (473) 205-94-40
ул. Карла Маркса, 67/1
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68
ул. Сакко и Ванцетти, 61
+7 (343) 351-09-90
ул. Хохрякова, д.10
yekaterinburg@ffin.ru

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02
ул. Киевская, 2
(вход с ул. Карла Маркса)
irkutsk@ffin.ru

Казань

+7 (843) 249-00-51
ул. Сибгата Хакима, 15
kazan@ffin.ru

Калининград

+7 (4012) 92-08-78
пл. Победы, 10
БЦ «Кловер», 1 этаж
kaliningrad@ffin.ru

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75
пр-т Октябрьский, 2 Б
БЦ «Маяк Плаза», офис 910
kemeroovo@ffin.ru

Краснодар

+7 (861) 203-45-58
ул. Кубанская Набережная, 39/2
ТОЦ «Адмирал»
krasnodar@ffin.ru

Красноярск

+7 (391) 204-65-06
пр-т Мира, 26
krasnoyarsk@ffin.ru

Липецк

+7 (4742) 50-10-00
ул. Гагарина, 33
lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777
пр-т Хасана Туфана, д. 26
n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92
ул. Короленко, 29, офис 414
nnovgorod@ffin.ru

Новокузнецк

+7 (3843) 20-12-20
пр-т Н.С. Ермакова, 1, корп. 2,
офис 103/3
novokuznetsk@ffin.ru

Новосибирск

+7 (383) 377-71-05
ул. Советская, 37 А
novosibirsk@ffin.ru

Омск

+7 (3812) 40-44-29
ул. Гагарина, 14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Оренбург

+7 (3532) 48-66-08
ул. Чкалова, 70/2
orenburg@ffin.ru

Пермь

+7 (342) 255-46-65
ул. Екатерининская, 120
perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54
Буденновский пр-т, 62/2
БЦ «Гедон»
rostovnadonu@ffin.ru

Самара

+7 (846) 229-50-93
Ульяновская улица, 45
samara@ffin.ru

Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44
Басков переулок, 2, стр. 1
spb@ffin.ru

Сочи

+7 (862) 300-01-65
ул. Парковая, 2
sochi@ffin.ru

Саратов

+7 (845) 275-44-40
ул. им. Вавилова Н.И.,
28/34
saratov@ffin.ru

Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22
ул. Ленина, 219,
(Бизнес-центр)
3 этаж, офис 277,
stavropol@ffin.ru

Тольятти

+7 (848) 265-16-41
ул. Фрунзе, 8
ДЦ PLAZA, офис 909
tolyatti@ffin.ru

Тюмень

+7 (3452) 56-41-50
ул. Челюскинцев, 10,
офис 112
tyumen@ffin.ru

Уфа

+7 (347) 211-97-05
ул. Карла Маркса, 20
ufa@ffin.ru

Челябинск

+7 (351) 799-59-90
ул. Лесопарковая, 5
chelyabinsk@ffin.ru

Череповец

+7 (8202) 49-02-86
ул. Ленина, 54 Г
cherepovets@ffin.ru

Ярославль

+7 (4852) 60-88-90
ул. Свободы, 34, 1 этаж,
центральный вход,
левая секция
yarslavl@ffin.ru