



Высшая  
школа  
бизнеса

Финансовый менеджмент

0077-1-1

А.В. Войко

## ДОЛГАЯ ДОРОГА К IPO СЕТИ КЛИНИК «МЕДСИ»

Данный учебный кейс разработан Александром Вячеславовичем Войко (доцент Департамента финансового менеджмента Высшей Школы Бизнеса НИУ ВШЭ).

По вопросам доступа к материалам из Коллекции учебных кейсов Высшей школы бизнеса НИУ ВШЭ просьба обращаться по адресу электронной почты: [cases@hse.ru](mailto:cases@hse.ru) или через форму обратной связи на сайте: <https://gsb.hse.ru/csc>

© Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2025 г.

## ПРИВЫЧНЫЕ НОВОСТИ

Алексей Бачеров, управляющий инвестиционного партнерства «ABTRUST» уже несколько дней работал над отчетом по прогнозу относительно изменениями на рынке в результате выхода компаний на IPO (Initial Public Offer – первичное публичное размещение) на следующий, 2025 год. В последнее время выход на IPO перестал быть чем-то редким и необыкновенным: за прошлый 2023 год в процессе IPO свои акции разместили сразу 8 компаний, чего раньше не случалось. Поэтому нужно было сформировать рекомендации для своих клиентов относительно того, какие компании, ожидается, могут разместить свои акции в свободном обращении и насколько эти эмитенты будут интересны с точки зрения долгосрочных инвестиций.

Изучая финансовые новости и отчеты различных компаний, возможных эмитентов для участия в IPO, Алексей невольно остановился на подборке материалов о компании «Медси» сети частных клиник, известной своей репутацией и масштабом. Он знал, что «Медси» обсуждает возможность выхода на биржу еще с 2014 года, но постоянно откладывает это решение.

Алексей размышлял о том, стоит ли рекомендовать своим клиентам присмотреться к ценным бумагам «Медси». С одной стороны, компания была лидером на рынке коммерческой медицины, и ее облигации предлагали относительно высокую доходность. С другой стороны, финансовые показатели «Медси» вызывали некоторые сомнения: снижение рентабельности, рост долговой нагрузки и неопределенность с IPO.

*"Что, если компания не выйдет на IPO? — думал Бачеров. – Ведь рыночные условия могли измениться, и IPO могло быть отложено еще раз. Однако, если «Медси» все-таки выйдет на биржу, это могло стать значительным стимулом для роста стоимости ее стоимости».*

В марте 2023 года в компании «Медси» заявляли, что «технически готова» к IPO «Медси» может быть к осени 2023 года, а в июне 2024 года основатель АФК «Система» Владимир Евтушенков заявил, что «Медси» полностью готова к IPO и может выйти на биржу уже в 2024 году, но решение будет зависеть от рыночных условий. Тем не менее, к декабрю 2024 года IPO сети клиник «Медси» так и не состоялось...

*«А главное – стоит ли вообще ожидать выход на IPO компании в обозримом будущем? – рассуждал Алексей. – Ведь включение (в который раз!) «Медси» в своего рода шорт-лист компаний для IPO тоже несет в некотором смысле репутационные риски уже нас как компании-брокера. С другой стороны, «прозевать» IPO такой крупной компании – тоже плохой вариант...»*

Алексей решил провести дополнительный анализ и проконсультироваться с коллегами, прежде чем давать рекомендации своим клиентам. Он знал, что важно учитывать не только потенциальные выгоды, но и риски, связанные с инвестициями в облигации компании, которая может и не выйти на IPO.

## ИСТОРИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ – СЕТИ КЛИНИК

АО «Группа компаний «Медси» – одна из крупнейших сетей коммерческих клиник в России. На конец июля 2024 года портфель Группы был высоко диверсифицирован по типам активов и включал в себя 148 учреждений, в том числе 79 региональных клиник, 8 клинико-диагностических центров, 2 клинические больницы, 27 детских клиник. Активы Группы обладают широкой географией присутствия: клиники располагаются во многих регионах РФ, в том числе в Санкт-Петербурге, Перми, Уфе, Волгограде, Нижневартовске и т.д., при этом большая часть клиник расположена в Москве и Московской области.

Большая часть акций компании – 50,8% - принадлежит акционерам АФК «Система».

По оценкам исследовательского агентства BusinesStat, в 2023 году стоимостной оборот рынка платных медицинских услуг России вырос на 13,4% и составил 1,25 трлн. рублей, из которых более 40% (502 млрд. руб.) приходится на московский регион (Москва и Московская область).

По данным «Анализа рынка медицинских услуг в Москве», подготовленного BusinesStat в 2024 году, за 2021-2023 гг. объем рынка медицинских услуг в Москве сократился на 8%: с 259 до 238 млн приемов. В 2022 г. причиной спада стало снижение числа приемов в коммерческих секторах на фоне удорожания платных медицинских услуг, а также стабилизация спроса на медпомощь в госсекторе. Наблюдалось сокращение объема лабораторных исследований на выявление коронавируса, нормализовалось число приемов для проведения диспансеризации и планового амбулаторного и стационарного обслуживания. В 2023 г. объем рынка медицинских услуг в Москве снизился еще на 2,4% к уровню 2022 г и составил 238,3 млн приемов. Этому способствовало уменьшение числа приемов за счет средств фонда ОМС и средств консолидированного бюджета на фоне сокращения заболеваемости коронавирусом. Спрос на медуслуги в коммерческом секторе рынка все еще был ограничен активным ростом цен и недостаточным для изменения потребительского поведения ростом доходов.

Несмотря на сложный период пандемии COVID-19, уже в 2021 году Медси открыла флагманский медицинский центр на Мичуринском проспекте площадью более 30 тыс. кв.м и весь 2022 год ознаменован приобретениями нескольких региональных сетей.

Начиная с 2014 года и периодически появлялась информация о готовящемся IPO группы компаний, что на фоне других компаний, входящих в структуру АФК «Система» и успешно прошедших эту процедуру, выглядело вполне логичным и ожидаемым шагом. Тем не менее, решение о публичном размещении акции каждый раз откладывалось. В АФК это объясняли тем, что медицинский рынок сначала должен пережить консолидацию, а «Медси» — подтвердить свой лидерский статус.

Однако в последние 2 года компания реализует несколько значимых для неё инвестиционных проектов, поэтому 2023 год представляется удачным моментом для IPO и даже было анонсировано его реализация к концу 2023 года. В этом же 2023 году компания объявила 2 выпуска 15-летних облигаций с купонной доходностью близкой к доходности рынка на сумму 6 млрд. руб., что в значительной мере

позволяет компании обеспечивать текущую ликвидность и выполнение обязательств по ранее привлеченным средствам.

Уже в 2024 году «Эксперт РА» подтвердил кредитные рейтинги облигаций АО «Группа компаний «Медси» на достаточно высоком уровне ruAA-. Учитывая, что в 2023 году у компании был рейтинг ruA+, это добавило аргументов в пользу надежности компании «Медси». В частности, в 2024 году все облигационные займы «Медси» прошли при значительном превышении спроса над предложением.

Наконец, в начале 2024 года, рынок о в очередной раз облетела информация о готовящемся IPO от АФК «Система» в отношении сети клиник «Медси».

## ИНВЕСТИРОВАТЬ, НЕСМОТРЯ НИ НА ЧТО, НО...ЗАЧЕМ?

*Алексей Бачеров встретился в переговорной комнате с Дмитрием, инвестиционным консультантом, и с Игорем, финансовым аналитиком, специализирующимся на акциях компаний реального сектора, с которыми Алексей работал уже много лет, чтобы обсудить перспективы IPO компании "Медси". Случаи, когда компании откладывают или вовсе отказываются от IPO не были такой уж редкостью, но случай с «Медси» был необычным: непонятно было, почему они каждый раз делают анонсы IPO, и так же неясно, почему всякий раз его переносят. Алексей хотел действовать наверняка, если к сделкам IPO это слово вообще применимо, и решил узнать, что думают его коллеги на этот счет.*

**Алексей:** Мне просто хочется разобраться, стоит ли ожидать IPO от "Медси" в ближайшие годы. Они обсуждают это с 2014 года, но постоянно откладывают. Деньги на IPO у них есть, экспертиза других компаний из АФК «Система» всегда «под рукой». Так в чем же дело?

**Дмитрий:** Я тебя понимаю. "Медси" работает хорошо, и IPO вполне возможно. Компания лидирует на рынке частных клиник, и ее финансовые показатели стабильны. Кроме того, АФК "Система" поддерживает ее развитие. Казалось бы, если не «Медси» выходить на IPO, то кому же?

**Игорь:** Не думаю, что IPO сейчас нужно "Медси". У сейчас них нет каких-то очень крупных проектов, требующих финансирования. Это аж в декабре 2021 года «Медси» приобрела сеть клиник «Диалайн» в г. Волгоград, а также сеть клиник «Промедицина» в г. Уфа, и тогда заплатила 2,13 млрд. рублей.

А потом все было скромнее: в мае 2022 года они приобрела сеть клиник «Лабдиагностика» в Перми за 91 млн. рублей.

**Алексей:** Да, я помню эту сделку. Причем, в результате выручка Медси за 2022 год увеличилась на 143 млн рублей, а прибыль, наоборот, уменьшилась на 5 млн руб. Однако, если бы эта компания была приобретена 1 января 2022 года, то прибыль Медси за год дополнительно уменьшилась бы на 4 млн руб., а выручка дополнительно увеличилась бы на 73 млн руб.

**Игорь:** И тем не менее, несмотря на обратно направленную динамику выручки и прибыли, в июле 2022 года «Медси» приобрела клинику ООО «МРТ Азбука здоровья» в г. Москва, ранее работавшей по франшизе «Медси» всего за 26 млн

рублей, и это при том, что все указанные активы, что были недавно приобретены, работают с далеко не полной загрузкой. В общем, сейчас они если и могут провести IPO, то это не будет стратегически обоснованным шагом.

**Алексей:** А с другой стороны, если они выйдут на биржу, это может повысить их репутацию и привлечь больше инвесторов. Кроме того, IPO может стать инструментом для поглощения других компаний.

**Дмитрий:** Да, и не забудем, что IPO позволит привлечь значительные средства на более выгодных условиях, чем частные инвестиции. Это может стать ключевым фактором для дальнейшего роста.

**Игорь:** Это все верно, но, на мой взгляд, сейчас "Медси" не имеет четких планов по крупным инвестициям. Они могут разве что повысить свою стоимость на рынке. Но поскольку до сих пор решение об IPO не принято, то, полагаю, что потенциальный рост стоимости бизнеса для них не аргумент.

**Алексей:** Так что скажете: мы должны включить "Медси" в список потенциальных эмитентов или не нужно? Понятно, что IPO маловероятно, оно все же возможно. И если это произойдет, мы не должны пропустить эту возможность.

**Дмитрий:** Согласен. Давайте будем следить за новостями и готовиться к любому развитию событий.

**Игорь:** Я думаю, добавлять "Медси" в список потенциальных эмитентов не стоит. Будем реалистами — IPO не является приоритетом для них сейчас. А включать их в список эмитентов, а потом думать, почему IPO опять не вышло — так себе занятие...

**Алексей:** Не скажу, что мне стало понятнее, что делать. Но все равно спасибо за обсуждение.

Игорь с Дмитрием смущенно улыбнулись: если бы вот так сразу можно было объяснить поведение компаний!

## ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРЕПЯТСТВИЯ РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ

Согласно данным отчетности выручка компании в 2023 году выросла по отношению к 2022 году на 15%, активы – оборотные и внеоборотные – тоже, на 4% и 7% соответственно. Однако, структура активов изменилась в худшую сторону. Так, увеличилась сумма дебиторской задолженности почти в 2 раза, увеличилась долгосрочная долговая нагрузка, запасы при этом почти не изменились. В 2024 году структура активов несколько улучшилась, заметны изменения и в структуре капитала: компания, выйдя из убытков в 2023 году, продолжила наращивать нераспределенную прибыль.

Однако показатели рентабельности выросли по сравнению с 2023 годом не только не выросли, но снизились, хоть и незначительно и остаются на очень низком уровне относительно среднеотраслевых значений.

В то же время на рынке медицинских услуг наблюдалось снижение

активности. Так, по данным BusinessStat в 2022 году рынок просел на 6 %, а в январе 2023 года прирост год к году снизился по сравнению с 2022 годом в 140 раз. Однако в 2024 году динамика улучшилась и рынок медицинских услуг вырос на 2,1% относительно предыдущего года.

Тем не менее, Бачеров продолжал сомневаться относительно возможности компании «Медси» попробовать себя в IPO.

*«Основным фактором роста рынка стало повышение цен на медицинские услуги – Алексей пролистывал один за другим отчеты со статистикой по коммерческой медицине – и это, в общем, понятно. Более того, этот фактор, скорее всего, продолжит действовать и в дальнейшем. С одной стороны, клиентам интересны не только отдельные медицинские услуги, но есть запрос на комплексное обслуживание, с другой – это касается, прежде всего, клиентов с высокими доходами. И вообще, Керт заявляют, что до 2030 года рынок может расти темпом примерно в 10,4%...»*

Бачеров пытался думать с разных позиций – «Медси», отдельных инвесторов, рынка в целом, – угадывая мотивы и настроения всех участников возможного IPO и в тысячный раз прокручивая в голове варианты развития событий.

*«Выйдет на IPO – не выйдет, выйдет – не выйдет... Хоть монетку подбрасывай» - подумалось. Алексею.*

Наутро нужно было закончить подготовку прогноза по эмитентам IPO по эмитентам на 2025 год, но «диагноз» компании «Медси» относительно ее перспектив с IPO Алексей так и не решался поставить...

## ПРИЛОЖЕНИЯ

**Таблица 1.** ТОП-10 многопрофильных клиник России по объему выручки, 2023 г.

Клиника	Выручка, млрд.	Динамика выручки, %
МЕДСИ	41,7	15,80%
Мать и дитя	27,6	9,60%
ЕМС	23,2	-7,40%
ГК МЕДСКАН	24,1	27%
СМ-Клиника	17,3	10,10%
Скандинавия	8,1	18,70%
Екатерининская	7,6	8,30%
MedSwiss	6,9	3,90%
Клиника Эксперт	6,9	19,70%
АО Медицина	6,1	13,70%

Источник: данные компании «Медси».

**Таблица 2.** Агрегированная форма № 1 отчетности по группе компаний МЕДСИ за 2024 г.

Наименование	2024	2023	2022
<b>Актив</b>			
Нематериальные активы	1 805	831	68
Основные средства	31 206	28 928	27 853
Долгосрочные финансовые вложения	5 390	5 268	6 538
Отложенные налоговые активы			
Прочие внеоборотные активы	760	4 697	3 689
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>39 161</b>	<b>39 725</b>	<b>38 149</b>
Запасы	1 822	1 868	1 746
НДС по приобретенным ценностям			
Дебиторская задолженность	5 742	4 203	2 664
Краткосрочные финансовые вложения	610	6	947
Денежные средства и денежные эквиваленты	5 028	2 732	2 979
Прочие оборотные активы	55	25	80
<b>Оборотные активы</b>	<b>13 256</b>	<b>8 835</b>	<b>8 416</b>
<b>Активы всего</b>	<b>52 417</b>	<b>48 560</b>	<b>46 565</b>
<b>Пассив</b>			
Уставный капитал	3 278	3 278	3 278
Добавочный капитал	10 452	10 452	10 440
Резервный капитал	129	129	129
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	5 264	4 085	-351
<b>Капитал и резервы</b>	<b>26 711</b>	<b>23 236</b>	<b>18 788</b>
Заёмные средства (долгосрочные)	3 212	9 914	3 300
Отложенные налоговые обязательства			
Прочие долгосрочные обязательства	3 621	3 670	3 670
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>6 834</b>	<b>13 583</b>	<b>6 970</b>
Заёмные средства (краткосрочные)	7 720	2 065	12 892
Кредиторская задолженность	9 582	8 392	7 096
Доходы будущих периодов			
Прочие краткосрочные обязательства	1 570	1 284	820
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>18 872</b>	<b>11 741</b>	<b>20 808</b>
<b>Пассивы всего</b>	<b>52 417</b>	<b>48 560</b>	<b>46 565</b>

*Источник:* составлено автором.

**Таблица 3.** Агрегированная форма № 2 отчетности по группе компаний МЕДСИ за 2024 г.

Наименование показателя	2024	2023
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>		
Выручка (нетто) от продажи	37 476	30 842
Себестоимость продаж	-29 518	-25 013
Коммерческие расходы	-1 702	-1 535
Прочие расходы	-4 420	-3 990
Прибыль (убыток) от продаж (операционная)	1 836	304
<b>Прочие доходы и расходы</b>		
Доходы от участия в других организациях	1 878	1 847
Проценты к получению	176	78
Проценты к уплате	-1 205	-1 101
Прочие доходы	874	1 456
Прочие расходы	-2 144	-1 154
Прибыль (убыток) до налогообложения	1 415	1 430
Налог на прибыль с учетом отложенных налоговых активов и пассивов	0	0
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>1 415</b>	<b>1 430</b>

Источник: составлено автором.