

Федор Игоревич Савчин

*студент направления «Менеджмент», профиль «Управление бизнесом»
Высшей школы экономики, г. Москва, fisavchin@edu.hse.ru*

Ярослав Игоревич Губарев

*студент направления «Менеджмент», профиль «Управление бизнесом»
Высшей школы экономики, г. Москва, yaigubarev@edu.hse.ru*

Анфиса Сергеевна Кузнецова

*студентка направления «Менеджмент», профиль «Управление бизнесом»
Высшей школы экономики, г. Москва, askuznetsova_11@edu.hse.ru*

Анна Денисовна Казанцева

*студентка направления «Менеджмент», профиль «Управление бизнесом»
Высшей школы экономики, г. Москва, adkazantseva_1@edu.hse.ru*

Надежда Владимировна Кривцова

*студентка направления «Менеджмент», профиль «Управление бизнесом»
Высшей школы экономики, г. Москва, nvkrivtsova@edu.hse.ru*

Алина Александровна Вахрушина

*кандидат экономических наук, старший преподаватель департамента
финансового менеджмента Высшей школы экономики, г. Москва, avakhrushina@hse.ru*

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КАК ИНСТРУМЕНТ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «АЭРОФЛОТ»)

Аннотация. Проведен комплексный финансовый анализ ПАО «Аэрофлот» за 2021-2023 гг. Целью исследования стало выявление угроз экономической безопасности компании и определение возможных путей их снижения. Расчеты ликвидности, финансовой устойчивости, оборачиваемости и рентабельности (ROTA, RONA, RNOA, ROE), а также оценка стоимости по EBIT-NOPAT-NOA-ROP с учетом фактического WACC выявили отрицательный собственный капитал, высокую долговую нагрузку и критически низкую ликвидность, при этом в 2023 г. зафиксирован переход к операционной прибыли. Ключевыми факторами стабилизации названы государственная поддержка и программа импортозамещения.

Ключевые слова: ПАО «Аэрофлот», финансовый анализ, экономическая безопасность, ликвидность, финансовая устойчивость, WACC, рентабельность.

Fedor Iгореvich Savchin

*Student of the program "Management", "Business Administration"
at the Higher School of Economics, Moscow, fisavchin@edu.hse.ru*

Iaroslav Iгореvich Gubarev

*Student of the program "Management", "Business Administration"
at the Higher School of Economics, Moscow, yaigubarev@edu.hse.ru*

Anfisa Sergeevna Kuznetsova

*Student of the program "Management", "Business Administration"
at the Higher School of Economics, Moscow, askuznetsova_11@edu.hse.ru*

Anna Denisovna Kazantseva

*Student of the program "Management", "Business Administration"
at the Higher School of Economics, Moscow, adkazantseva_1@edu.hse.ru*

Nadezhda Vladimirovna Krivtsova

*Student of the program "Management", "Business Administration"
at the Higher School of Economics, Moscow, nvkrivtsova@edu.hse.ru*

FINANCIAL ANALYSIS AND BUSINESS VALUATION AS A TOOL FOR ENSURING ECONOMIC SECURITY (CASE STUDY OF PJSC «AEROFLOT»)

Abstract. A comprehensive financial analysis of PJSC «Aeroflot» for 2021–2023 identifies threats to the airline's economic security and outlines mitigation avenues. Liquidity, solvency, turnover and profitability metrics (ROTA, RONA, RNOA, ROE) combined with an EBIT-NOPAT-NOA-ROP valuation adjusted for the actual WACC expose negative equity, a heavy debt load and critically low liquidity, although 2023 marked a return to operating profit. Government backing and import-substitution programs are highlighted as key stabilizing factors.

Keywords: PJSC Aeroflot, financial analysis, economic security, liquidity, financial stability, WACC, profitability.

В современных условиях нестабильности глобальных рынков и усиления конкуренции учетно-аналитическое обеспечение экономической безопасности бизнеса становится ключевым элементом стратегического управления. Финансовый анализ и оценка стоимости компании позволяют выявить риски, определить устойчивость бизнеса к внешним и внутренним угрозам, а также разработать меры по минимизации негативных последствий. В этом контексте комплексный анализ финансового состояния и управление стоимостью выступают важнейшими инструментами обеспечения экономической безопасности, поскольку они дают возможность своевременно диагностировать проблемы, оптимизировать ресурсы и принимать обоснованные управленческие решения.

Особую значимость эти вопросы приобретают в авиационной отрасли, которая отличается высокой капиталоемкостью, зависимостью от внешних факторов (топливные цены, геополитические риски, пандемии) и жесткой конкуренцией. ПАО «Аэрофлот», как крупнейшая авиакомпания России, представляет собой важный объект исследования, поскольку ее финансовое состояние и стоимость бизнеса напрямую влияют на экономическую безопасность не только самого предприятия, но и всей транспортной системы страны.

Целью исследования является проведение комплексного финансового анализа и оценки стоимости бизнеса ПАО «Аэрофлот» за период 2021–2023 гг., чтобы определить его устойчивость, выявить потенциальные угрозы экономической безопасности и сформулировать рекомендации по их минимизации. В рамках работы будут проанализированы ликвидность, финансовая устойчивость, рентабельность и стоимость компании, что позволит сделать выводы о ее текущем состоянии и перспективах развития.

Методология исследования опирается на анализ открытых данных бухгалтерской (финансовой) отчетности (БФО) ПАО «Аэрофлот», включая баланс и отчет о финансовых результатах за 2021–2023 гг., а также на отраслевых отчетах, годовых отчетах компании и аналитических материалах [1-19]. Применяются следующие методы: горизонтальный и вертикальный анализ баланса для оценки динамики и структуры активов и обязательств; расчет коэффициентов ликвидности (абсолютной, критической, текущей) для оценки платежеспособности; анализ финансовой устойчивости через определение типа устойчивости и расчет соответствующих коэффициентов; оценка операционного и финансового

циклов для понимания эффективности управления оборотным капиталом; факторный анализ рентабельности (ROTA, RONA, RNOA, ROE) с использованием дерева драйверов; оценка стоимости бизнеса методом остаточной операционной прибыли с учетом и без учета пост прогнозного роста.

ПАО «Аэрофлот» — крупнейшая российская авиакомпания и один из ведущих международных перевозчиков. Основное направление (ОКВЭД 51.10.1) — регулярные пассажирские авиаперевозки; помимо этого, компания ремонтирует и обслуживает воздушные суда, строит здания, занимается полиграфией, агентской торговлей техникой и оборудованием, чартерной арендой грузовых самолетов с экипажем и рядом сопутствующих услуг. Миссия компании — обеспечить клиентам быструю и комфортную мобильность для встреч, работы и путешествий.

Стратегия до 2026 г.: достичь годового пассажиропотока 65 млн человек и доли рынка свыше 50 %, полностью перейти на отечественное ПО, ввести в парк 339 российских судов MC-21, SSJ-NEW и Ту-214 (70% флота), выстроить единую маршрутную сеть на базе региональных хабов и обеспечить импорто-независимость за счет развития внутренних компетенций по поддержанию летной годности.

В 2023 г. компания столкнулась с ростом себестоимости из-за подорожания авиатоплива на 28% [20], валютными расходами в 99,9 млн ₽; процентные риски обусловлены плавающей ставкой по лизингу и кредитам, а долгосрочная дебиторская задолженность выросла на 106%, обострив кредитный риск. За 2021–2023 гг. чистая прибыль оставалась отрицательной (-46, -15 и -30 млрд \$) при отрицательной рентабельности продаж. Краткосрочные заемные средства и кредиторская задолженность выросли на 82% и 38% до общей суммы 282 млрд ₽ при оборотных активах 236 млрд ₽, что создает дефицит ликвидности, а чистые активы сократились до -97,3 млрд ₽.

В 2021-2023 гг. на 85% активов приходятся основные средства (50%), отложенные налоговые обязательства (18%), краткосрочная дебиторская задолженность (10%) и денежные средства с эквивалентами (7,8%). При этом эффект низкой базы: долгосрочная дебиторская задолженность выросла на 205,85 % в 2022-2023 гг. (но всего на 24% за три года), краткосрочные финансовые вложения — на 16534,04% (7,48% за весь период), прочие внеоборотные и нематериальные активы — в среднем на 434%, а запасы — на 355%.

В пассивах 47,23% занимают долгосрочные обязательства (>12 мес.), 19,74% — краткосрочные, 13,99% — оценочные ($\Sigma=81\%$), и в отчетном периоде они выросли на 134,13% из-за FX-переоценки. Нераспределенная прибыль ухудшилась с -20,02% до -24,66% от капитала, краткосрочные займы подскочили на 181,6% (237%), долгосрочный долг сократился на 52 % (41,39%), а уставной и добавочный капитал выросли на 162,64% и 164,77%. Разделы III («Капитал и резервы») и IV («Долгосрочные обязательства») прибавили +143,42% и +116,52 % в 2022-2023 гг., но за три года опустились до 91,56% и 88,08%, тогда как раздел V («Краткосрочные обязательства») рос непрерывно.

В отчете по финансам в 2022 г. себестоимость составила 115,01% выручки, а в 2023 г. выручка выросла на 149,52%, COGS — на 128,10% (98,54% выручки), что вернуло компанию в зону валовой прибыли. Коммерческие и управленческие расходы снизились до 3,43% выручки, доходы от участия —

+1674,91%, прочие доходы — +104,35% (доля — 14,97%), прочие расходы удвоились (FX-потери Р99,9 млн, =26% выручки), убыток до налогообложения углубился на 210%. Рентабельность продаж осталась отрицательной, оборачиваемость активов выросла с 0,424 до 0,533, коэффициент «совокупный/собственный капитал» был отрицательным, но улучшился на 1,965, а показатели реинвестирования и роста капитала формально положительны, но искажены негативными базами.

По сравнению 2022–2023 гг. ликвидность остается критически низкой: условия абсолютной ($A1 \geq P1$), текущей ($A3 \geq P3$) и общей ($A4 \leq P4$) ликвидности не выполняются, лишь быстрая ($A2 \geq P2$) — да. Дефицит чистых текущих активов вырос с -39,8 до -95,7 млрд Р, чистого оборотного капитала с -620,1 до -681,6 млрд Р. К1 (абсолютная) упал с 0,36 до 0,27 (норма 0,1), К2 — с 0,81 до 0,66, К3 — с 0,92 до 0,90 (норма 1,3). В активах 74,7% — внеоборотные, 25,3% — оборотные; в пассивах 80,2% — долгосрочные, 30,2% — краткосрочные, собственный капитал отрицателен (-10,4%), чистый оборотный капитал отрицательный. Текущие активы выросли с 97,5 до 143,7 млрд Р, внешние обязательства — с 851,6 до 1030,8 млрд Р, что свидетельствует о высокой долговой нагрузке и острой нехватке ликвидности (рис. 1).

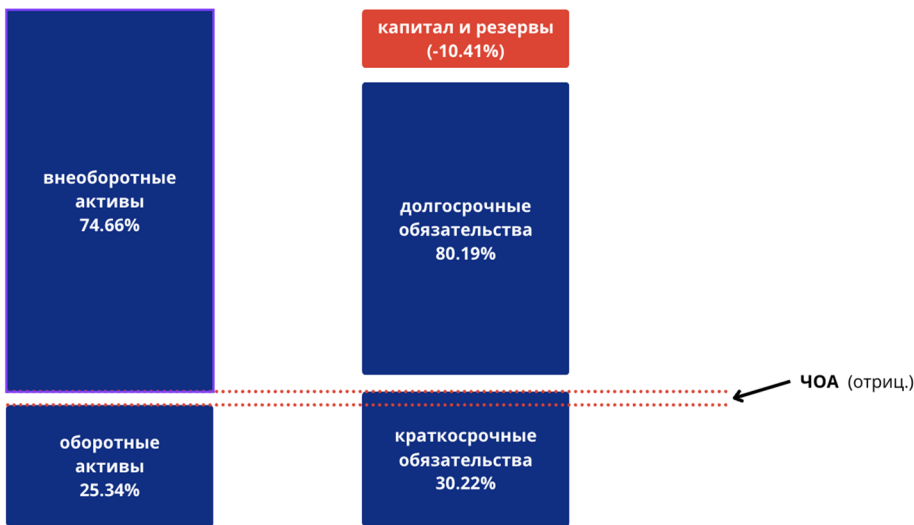


Рис. 1. Графическое представление баланса компании

Источник: составлено авторами на основе данных [1-3].

Собственный оборотный капитал (далее СОК) в узком смысле все три года был отрицательным, особенно в 2023 году (ухудшение в 2 раза по сравнению с 2022), что указывает на недостаточность собственных средств для покрытия внеоборотных активов (далее ВНА) и снижение финансовой устойчивости. СОК с учетом долгосрочных заемных средств в 2021-2022 был около -2,6 млрд, в 2023 ухудшился до -6,1 млрд. Даже долгосрочные средства не покрывают ВНА. СОК в расширенном смысле (с учетом долгосрочных средств и краткосрочных кредитов и займов) был положительный в 2021–2022, но стал отрицательным

(-3,3 млрд) в 2023, что означает зависимость от краткосрочных кредитов. Запасы и затраты выросли в 3,5 раза в 2023 г., вероятно, из-за увеличения расходов на топливо, обслуживание и расширение авиапарка. Это потребовало дополнительных источников, которых не хватило. Все показатели достаточности СОК остаются отрицательными на протяжении всех лет, особенно в 2023. Это указывает на недостаток источников даже при привлечении долгосрочных и краткосрочных заемных средств для покрытия запасов.

Тип финансовой устойчивости (S) в 2021–2022 — неустойчивое состояние ($S = \{0;0;1\}$), а в 2023 — кризисное состояние ($S = \{0;0;0\}$).

Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными средствами на протяжении 2021–2023 годов остается отрицательным, что значительно ниже нормативного значения ($>0,1$). Отрицательное значение обусловлено отрицательным собственным капиталом компании. Коэффициент обеспеченности материальных запасов собственными оборотными средствами также находится значительно ниже нормативного диапазона. Несмотря на положительную динамику, значение остается отрицательным из-за отрицательного собственного капитала.

Для нормализации данных коэффициентов необходимо увеличить собственный капитал, в частности, за счет дополнительного привлечения инвесторов (например, через эмиссию акций) и снижения доли заемного финансирования.

Коэффициенты автономии за 2021–2023 годы также остаются отрицательными, отражая полную зависимость от заемного капитала. Это подтверждается и высокими значениями коэффициента заемного капитала, который превышает 100% в связи с отсутствием собственного капитала ($\text{equity ratio} < 0$). Коэффициент соотношения заемных и собственных средств также отрицателен за весь рассматриваемый период — это следствие негативного значения equity ratio . Коэффициент соотношения мобильных и иммобилизованных активов в 2023 году составил всего 0,19 при нормативе 0,6, что говорит о преобладании внеоборотных активов над оборотными. Коэффициент маневренности собственного капитала в 2023 году показал аномально высокое значение (13,99) при норме от -0,51 до 0,5, что на первый взгляд свидетельствует о высокой мобильности капитала. Однако такое значение некорректно отражает реальность, поскольку и собственный капитал, и рабочий капитал отрицательны. Индекс постоянного актива продолжает снижаться: в 2023 году он достиг -12,99 при норме от 0,5 до 0,8, что указывает на рост внеоборотных активов и дальнейшее ухудшение балансовой структуры. Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств остается стабильным (1,15 в 2023 году при норме 0,81), что говорит о высокой доле долгосрочного финансирования. Коэффициент финансовой устойчивости приближен к нормативному уровню (0,70 в 2023 году при норме 0,6–1,0), что свидетельствует об относительной устойчивости компании в долгосрочной перспективе, несмотря на высокую зависимость от заемного капитала (табл. 1).

Таблица 1

Относительные показатели финансовой устойчивости

Наименование	Нормативное значение по отрасли (на 2022 год)	Нормативное значение	30.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
1. Коэффициенты обеспеченности собственными средствами					
Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными оборотными средствами	-0,75	$[0,1; +\infty)$	-5,25	-3,64	-5,75
Коэффициент обеспеченности материальных запасов собственными оборотными средствами	-3,97	$[0,6; 0,8]$	-62,81	-48,24	-27,51
2. Коэффициенты структуры капитала					
Коэффициент автономии или собственного капитала (equity ratio)	0,24	0,50	-0,11	-0,09	-0,10
Коэффициент заемного капитала (debt ratio)	0,76	$[-\infty; 0,7]$	1,11	1,09	1,10
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств (debt-to-equity ratio), или коэффициент финансовой зависимости (леверидж)	3,17	-	-9,83	-12,57	-10,60
3. Прочие коэффициенты финансовой устойчивости					
Коэффициент соотношения мобильных и иммобилизованных активов	0,60	-	0,22	0,31	0,19
Коэффициент маневренности собственного капитала	-0,51	$[0,3; 0,5]$	8,25	9,86	13,99
Индекс постоянного актива	1,03	$[0,5; 0,8]$	-7,25	-8,86	-12,99
Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств	0,81	-	1,14	1,12	1,15
Коэффициент финансовой устойчивости	0,74	$[0,6; 1]$	0,79	0,73	0,70

Источник: составлено авторами на основе данных [1-3].

Коэффициент оборачиваемость внеоборотных активов (ОВНА) снизился с 0,872 в 2021 году до 0,485 в 2022, а в 2023 году незначительно вырос до 0,533. Это свидетельствует о снижении эффективности использования внеоборотных активов, часть капитала заморожена в активах, которые не приносят быстрой оборачиваемости. Коэффициент оборачиваемости всех активов (ОА) упал с 0,626 в 2021 до 0,386 в 2022, затем поднялся до 0,435 в 2023 году, что также говорит о замедлении оборота капитала. Коэффициенты оборачиваемости запасов постоянно снижались. В связи с этим происходило увеличение период оборачиваемости запасов. При расчете по себестоимости с 11,8 дней (2021) до 23,3 дней (2023), по выручке — с 12,9 до 22,9 дней. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности снизился с 4,74 (2021) до 3,86 (2022), затем рост до 4,87 (2023). Период оборачиваемости (дни): с 75,9 дней (2021) до 93,3 (2022), затем улучшение до 73,9 (2023). Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности снизился с 3,05 (2021) до 2,33 (2022), затем вырос до 2,69 (2023). Период оборачиваемости увеличился в 2022 году, что говорит о более медленных расчетах с поставщиками, но в 2023 наблюдается улучшение. Операционный цикл: 88,8 дней в 2021, 108,3 дней в 2022, 96,8 дней в 2023. Время, необходимое для превращения активов в деньги, увеличилось, но в 2023 году началось восстановление. Оборачиваемость рабочего капитала в 2022 году снизилась (до 1,897 и 3,238), в 2023 году — рост до 2,366 и 3,683 соответственно.

В период с 2021 по 2023 год ПАО «Аэрофлот» продемонстрировало неоднозначную финансовую динамику. В 2021-2022 гг. компания несла существенные убытки: убыток до уплаты процентов и налогов (ЕВИТ) составил около 35,7 млрд руб. и почти 50 млрд руб. соответственно. Однако в 2023 году финансовое положение улучшилось, и компания получила прибыль в размере 7,3 млрд руб., что свидетельствует о частичном восстановлении устойчивости благодаря оптимизации расходов и повышению операционной эффективности. Рентабельность активов (ROTA) оставалась отрицательной в 2021–2022 гг. (-3,80% и -6,36%), но в 2023 году достигла положительного значения (0,48%), что говорит о постепенном восстановлении прибыльности. В то же время рентабельность чистых активов (RONA) оставалась глубоко отрицательной, несмотря на улучшение (с -216% в 2021 до -55,27% в 2023 году), что свидетельствует о сохраняющейся неэффективности использования собственного капитала. Показатель RNOA (рентабельность чистых операционных активов) также демонстрировал негативные значения в 2021-2022 гг., но в 2023 году вышел в плюс (0,5%), указывая на рост эффективности операционной деятельности. Однако формула $ROTA \leq RONA \leq RNOA$ не выполнялась ни в одном из анализируемых периодов, что говорит о структурных несоответствиях в рентабельности активов. Рентабельность собственного капитала (ROE) оставалась положительной, но нестабильной: от 42,95% в 2021 году до 21,1% в 2022, с ростом до 30,27% в 2023 году. Это может отражать влияние изменения структуры капитала и чистой прибыли. Индекс финансового левериджа (IFLEV) показал резкий рост с отрицательных значений в 2021-2022 гг. до 62,47 в 2023 году, что указывает на активное использование заемных средств и рост финансовых рисков. Операционная маржа (OPM) оставалась отрицательной до 2023 года, но достигла +1,46%, указывая на улучшение операционной прибыльности. АТО (оборачиваемость активов) была относительно стабильна, с небольшим снижением в

2023 году (0,33), что может быть связано с перераспределением активов. Анализ ROE и доли собственного капитала показал, что в 2021–2022 гг. наблюдался отрицательный эффект рычага, а в 2023 году — положительный, что указывает на зависимость доходности от структуры капитала.

После анализа по относительным показателям финансовой устойчивости ПАО «Аэрофлот» рекомендуется:

- продолжить оптимизацию затрат;
- усилить контроль над операционной деятельностью;
- повысить эффективность использования активов (особенно RONA и RNOA);
- разработать стратегию сбалансированного привлечения заемного капитала.

Также важно внедрить систему регулярного мониторинга финансовых показателей и пересмотреть инвестиционную политику.

Проведен расчет стоимости бизнеса на основе показателей EBIT, NOPAT, NOA и ROP. Несмотря на то, что убытки сохраняются, они сокращаются к 2025 году (EBIT: от -67,6 млн руб. в 2023 до -21,4 млн руб. в 2025). NOA стал положительным в 2023 году и, по прогнозу, вырастет до 1,36 млрд руб. к 2025 году. Это говорит о росте инвестиций, однако ROP остается отрицательным, что снижает общую стоимость компании. Оценка стоимости с учетом роста в пост прогнозный период показала сильное снижение из-за отрицательного темпа роста EBIT (-43,7%). Рыночная капитализация компании (234 млн руб.) ниже оценки без учета роста (256,58 млн руб.), но выше оценки с учетом роста (49,49 млн руб.), что может указывать на рыночную переоценку рисков. Ключевая проблема: RNOA (0,52%) значительно ниже стоимости капитала ($Re = 7,57\%$), что делает бизнес невыгодным с точки зрения инвестора.

Ранее для оценки стоимости компании использовалась ставка дисконтирования 15%. Однако это была условная константа, не учитывающая отраслевую специфику и особенности самого ПАО «Аэрофлот», поэтому дополнительно была проведена оценка на основе WACC, рассчитанного с учетом структуры капитала и реальных рисков компании (получилось значение около 8%). В результате пересчета можно заметить, что изменение WACC повлияло на значения ROP, дисконтированного ROP и, соответственно, на $PV(ROP)$. Это отразилось и на итоговых оценках: стоимость компании без учета роста в пост прогнозный период выросла на 20 млн руб., а с учетом роста — на 65 млн руб. (или в 2,31 раза). Более низкая стоимость капитала (Ke) означает меньшую ставку дисконтирования, что увеличивает приведенную стоимость будущих прибылей. Именно этим объясняется значительный рост оценки стоимости V_0 с учетом роста по сравнению с предыдущим расчетом.

Проведенный комплексный финансовый анализ ПАО «Аэрофлот» за 2021–2023 гг. позволяет сделать ряд ключевых выводов о текущем состоянии компании, ее устойчивости к внешним и внутренним рискам, а также перспективах развития в контексте обеспечения экономической безопасности.

Авиационная отрасль, в которой функционирует ПАО «Аэрофлот», характеризуется высокой капиталоемкостью, значительной зависимостью от внешних факторов и жесткой конкуренцией [21–28]. Основные вызовы, влияющие

на финансовое состояние компании, включают высокие капитальные затраты (CAPEX) — обязательства на сумму 562,75 млрд руб., связанные с обновлением авиапарка и инфраструктуры; зависимость от цен на авиатопливо, которые составляют значительную долю в структуре расходов и подвержены колебаниям; а также геополитические и санкционные риски, ограничивающие доступ к западным самолетам и комплектующим, что угрожает стабильности перевозок.

Несмотря на это, у компании есть потенциал для роста, способный смягчить негативное влияние внешней среды. Среди положительных факторов — государственная поддержка (80% акций принадлежит РФ), обеспечивающая доступ к финансированию и политическую стабильность; программа импортозамещения, предусматривающая инвестиции в ИТ-инфраструктуру (28 млрд руб.) и переход на отечественные самолеты (МС-21, Сухой Superjet); а также рост внутреннего рынка авиаперевозок на фоне ограничения международных маршрутов.

Финансовый анализ ПАО «Аэрофлот» за 2021–2023 гг. подтвердил наличие существенных угроз экономической безопасности компании. Коэффициенты ликвидности (текущей, критической, абсолютной) остаются ниже нормативных значений, указывая на дефицит денежных средств и возможные сложности с погашением краткосрочных обязательств. Финансовая устойчивость компании ослаблена: доля заемного капитала превышает 70% пассивов, что увеличивает чувствительность к изменению рыночной конъюнктуры, а отрицательный собственный оборотный капитал в отдельные периоды отражает риск нехватки ликвидности для операционной деятельности.

Несмотря на улучшение финансовых результатов в 2023 году (снижение убытков, рост выручки), рентабельность бизнеса остается низкой. Показатели ROTA и ROE остаются отрицательными, свидетельствуя о недостаточной отдаче на вложенный капитал. Высокий уровень финансового рычага усиливает убыточность из-за значительных процентных расходов. Кроме того, длительные операционный и финансовый циклы (свыше 100 дней) указывают на неэффективное управление оборотным капиталом и дополнительную потребность в заемных средствах.

Оценка стоимости бизнеса методом остаточной операционной прибыли с учетом фактического WACC показала, что текущая стоимость компании в значительной степени обусловлена государственной поддержкой. Без учета постпрогнозного роста оценка близка к балансовой стоимости и не отражает возможный потенциал долгосрочного развития. При этом инвестиционная привлекательность остается ограниченной из-за высокой отраслевой волатильности и слабой рентабельности. Однако стратегическая значимость ПАО «Аэрофлот» для экономики РФ может оправдывать вложения в условиях курса на импортозамещение.

Для повышения экономической безопасности и устойчивости компании рекомендуется: оптимизировать долговую нагрузку путем реструктуризации кредитного портфеля и увеличения сроков заимствований; повысить операционную эффективность за счет цифровизации и пересмотра логистических процессов; ускорить переход на отечественные воздушные суда для снижения санкционных рисков; диверсифицировать источники дохода, включая развитие

карга-направления и дополнительных сервисов; а также расширить государственно-частное партнерство, привлекая льготное финансирование под инфраструктурные проекты.

Так, финансовое состояние ПАО «Аэрофлот» остается уязвимым из-за высокой долговой нагрузки, низкой рентабельности и внешних рисков. Однако стратегическая важность компании для транспортной системы России, активная государственная поддержка и программы импортозамещения создают основу для восстановления устойчивости. Долгосрочная экономическая безопасность бизнеса может быть обеспечена только при условии глубокой структурной перестройки, включающей оптимизацию затрат, технологическую модернизацию и эффективное управление инвестициями. В противном случае компания рискует столкнуться с хронической нехваткой ликвидности и потерей конкурентных позиций на рынке.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» по РСБУ за 2021 год // Аэрофлот : сайт. — URL: https://ir.aeroflot.ru/fileadmin/user_upload/files/rus/reports/rsbu/2021/12M2021.pdf (дата обращения: 15.03.2025).
2. Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» по РСБУ за 2023 год // Аэрофлот : сайт. — URL: https://ir.aeroflot.ru/fileadmin/user_upload/files/rus/reports/rsbu/2023/2023_12M_RAS.pdf (дата обращения: 06.03.2025).
3. Финансовые показатели акций «Аэрофлота» // SmartLab : сайт. — URL: <https://smart-lab.ru/q/AFLT/f/y/> (дата обращения: 21.03.2025).
4. Консолидированная отчетность ПАО «Аэрофлот» за 9 мес. 2023г. // Аэрофлот : сайт. — URL: https://ir.aeroflot.ru/fileadmin/user_upload/files/mfso23/Konsolidirovannaja_otchetnost_9m2023.pdf (дата обращения: 15.03.2025).
5. Финансовые показатели Аэрофлота за 9 мес. 2024 г. // RAEX : сайт. — URL: <https://raexpert.ru/researches/leasing/9m2024/> (дата обращения: 13.03.2025).
6. Финансовые показатели Аэрофлота // TAdviser : сайт. — URL: https://www.tadviser.ru/index.php/%D0%A1%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F:%D0%A4%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B5_%D0%BF%D0%BE%D0%BA%D0%B0%D0%B7%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D0%B8_%D0%90%D1%8D%D1%80%D0%BE%D1%84%D0%BB%D0%BE%D1%82%D0%B0 (дата обращения: 19.03.2025).
7. Файлы отчёта «Внешаудит» по ПАО «Аэрофлот–Российские авиалинии» // Google Drive : сайт. — URL: <https://drive.google.com/drive/folders/1tY68N4haPdSy8VfHlau47uWz-aCkxIKu> (дата обращения: 24.03.2025).
8. ПАО «Аэрофлот–Российские авиалинии» // РБК : сайт. — URL: <https://companies.rbc.ru/id/1027700092661-пао-aeroflot-rossijskie-avialinii/> (дата обращения: 04.03.2025).
9. Аэрофлот: изменения в компании // Интерфакс : сайт. — URL: <https://www.interfax.ru/russia/969923> (дата обращения: 18.03.2025).
10. Климатическая политика группы «Аэрофлот» // Аэрофлот : сайт. — URL: https://ir.aeroflot.ru/uploads/pics/Klimaticheskaja_Politika_Gruppy_Aehroflot_2024_signed.pdf (дата обращения: 18.03.2025).
11. Кодекс корпоративной этики ПАО «Аэрофлот» // Аэрофлот : сайт. — URL: https://www.aeroflot.ru/media/aflfiles/docs/kodeks_korporativnoi_etiki_ri-gd-287a.pdf (дата обращения: 03.03.2025).
12. Прессрелиз годового отчёта ПАО «Аэрофлот» по РСБУ за 2023 год // Аэрофлот : сайт. — URL: https://ir.aeroflot.ru/fileadmin/user_upload/files/rus/reports/rsbu/

- 2023/2024-02-12_AFLT_12M_2023_RAS_press_release_RUS.pdf (дата обращения: 11.03.2025).
13. Аэрофлот в 2024 году // Коммерсантъ : сайт. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5480753> (дата обращения: 08.03.2025).
 14. Аэрофлот — новости бизнеса // Интерфакс : сайт. — URL: <https://www.interfax.ru/business/949307> (дата обращения: 10.03.2025).
 15. Аэрофлот и новые технологии // Коммерсантъ : сайт. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/6136719> (дата обращения: 12.03.2025).
 16. Аэрофлот и тренды в логистике // РБК : сайт. — URL: <https://trends.rbc.ru/trends/social/cmrm/658c01629a79474d1f71e1fa> (дата обращения: 12.03.2025).
 17. Аэрофлот сократил долю валютных лизинговых обязательств по самолетам до 60% // ТКС : сайт. — URL: <https://www.tks.ru/logistics/2024/03/07/0005/> (дата обращения: 05.03.2025).
 18. Авиакомпания «Аэрофлот»: о достижениях и проблемах в 2025 году // Mail.ru Finance : сайт. — URL: <https://finance.mail.ru/card/aviakompaniya-achroflot-746/#card-64764> (дата обращения: 04.03.2025).
 19. Импортозамещение: в Аэрофлоте // Logirus : сайт. — URL: https://logirus.ru/news/transport/v_importozameshchenie-softa-aeroflot-investiruet_28_mlrd_rublej.html (дата обращения: 16.03.2025).
 20. В России рекордно подорожал авиакеросин // Lenta.ru : сайт. — URL: <https://lenta.ru/news/2024/08/06/v-rossii-rekordno-podorozhal-aviakerosin/> (дата обращения: 05.03.2025).
 21. Отраслевые исследования: Деятельность воздушного и космического транспорта // TestFirm : сайт. — URL: <https://www.testfirm.ru/otrasli/51/?size=5> (дата обращения: 14.03.2025).
 22. Авиакомпании в 2022 году снизили объёмы перевозок // Ведомости : сайт. — URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2023/01/13/958979-aviakompanii-2022-snizili> (дата обращения: 20.03.2025).
 23. Финансовый отчёт АО «Авиакомпания Азимут» // AuditIT : сайт. — URL: https://www.audit-it.ru/buhotchet/2312218415_ao-aviakompaniya-azimut (дата обращения: 22.03.2025).
 24. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности Публичного акционерного общества «Авиакомпания «ЮТэйр» за 2022 год // EDisclosure : сайт. — URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1787128> (дата обращения: 23.03.2025).
 25. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности акционерного общества «Победа» за 2022 год // EDisclosure : сайт. — URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1787117> (дата обращения: 23.03.2025).
 26. Финансовые отчёты Lufthansa Group за 2022 год // Lufthansa Group : сайт. — URL: <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/financial-statements/LH-FS-2022-e.pdf> (дата обращения: 25.03.2025).
 27. Годовой отчёт Wizz Air с аудиторским заключением за 2023 год // Wizz Air : сайт. — URL: <https://www.wizzair.com/cms/api/docs/default-source/downloadable-documents/corporate-website-transfer-documents/emtn-programme/wizz-air-finance-company-annual-report-2023-signed-with-auditor-report.pdf> (дата обращения: 26.03.2025).
 28. Финансовые результаты Turkish Airlines на 31 декабря 2022 года // Turkish Airlines : сайт. — URL: https://investor.turkishairlines.com/documents/financial-results/31_12_2022_eng_usd.pdf (дата обращения: 28.03.2025).