

# Финансовый анализ аэропортов московского авиационного узла

## Financial Analysis of the Airports of the Moscow Aviation Hub

DOI: 10.12737/2587-9111-2026-14-1-19-25

Получено: 26 декабря 2025 г. / Одобрено: 14 января 2026 г. / Опубликовано: 25 февраля 2026 г.

### Сушко О.П.

Д-р экон. наук, профессор, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», Россия, 115054, г. Москва, Стремянный переулок, д. 36; ФГБОУ ВО «Московский государственный технический университет гражданской авиации», Россия, 125993, г. Москва, Кронштадтский бульвар, д. 20, e-mail: osushko@mail.ru

### Sushko O.P.

Doctor of Economic Sciences, Professor, Plekhanov Russian University of Economics, 36, Stremyanny Per., Moscow, 115054, Russia; Moscow State Technical University of Civil Aviation, 20, Kronstadtsky Bulvar, Moscow, 125993, Russia, e-mail: osushko@mail.ru

### Аннотация

В статье представлены результаты углубленного сравнительного финансового анализа аэропортов *SVO*, *VKO* и *DME* за период 2019–2025 гг., включая оценку динамики ключевых показателей рентабельности, ликвидности и долговой нагрузки. В статье представлены данные сравнительного анализа операционной эффективности, финансовый анализ, анализ капитальных затрат и др. Аэропорты, будучи капиталоемкими объектами инфраструктуры, оцениваются с помощью финансовых метрик: удельный доход на пассажира, рентабельность по *EBITDA*, долговая нагрузка. Проведённый анализ финансовой динамики аэропортов Московского авиационного узла (МАУ) за период с 2019 по 2025 г. выявил тесную взаимосвязь между финансовой устойчивостью и структурой собственности, а также государственным регулированием. В условиях системных потрясений 2020–2022 гг. финансовая модель аэропорта Домодедово (*DME*), основанная на частном управлении, продемонстрировала высокую операционную гибкость, что позволило минимизировать риски и сохранить стабильную финансовую отчетность. В то же время аэропорт Шереметьево (*SVO*), функционирующий в формате государственно-частного партнерства и обладающий более капиталоёмкой инфраструктурой, оказался более уязвимым к внешним шокам, что потребовало привлечения значительных внешних финансовых ресурсов и государственной поддержки. Данный анализ подтверждает тезис о том, что крупные, капиталоёмкие авиационные хабы в кризисные периоды не способны демонстрировать устойчивость без внешней помощи. Высокий уровень долговых обязательств *SVO*, обусловленный масштабными инвестициями (*CAPEX*) до 2020 г., стал критическим финансовым риском в период снижения пассажиропотока. Несмотря на снижение государственной поддержкой, она продолжает представлять собой структурную проблему, которая будет оказывать давление на чистую прибыль *SVO* через амортизацию и процентные платежи до 2025 г.

**Ключевые слова:** анализ финансовой динамики, моделирование, сценарный анализ, удельный доход на пассажира, рентабельность по *EBITDA*, долговая нагрузка, капитальные затраты (*CAPEX*), Московский авиационный узел (МАУ), аэропорты *SVO*, *VKO* и *DME*.

### Abstract

The article presents the results of an in-depth comparative financial analysis of *SVO*, *VKO* and *DME* airports for the period 2019–2025, including an assessment of the dynamics of key indicators of profitability, liquidity and debt burden. The article presents data from a comparative analysis of operational efficiency, financial analysis, capital expenditure analysis, etc. Airports, being capital-intensive infrastructure facilities, are assessed using financial metrics: specific revenue per passenger, EBITDA margin, and debt burden. The analysis of the financial dynamics of the Moscow Aviation Group (UIA) airports for the period from 2019 to 2025 revealed a close relationship between financial stability and ownership structure, as well as government regulation. In the context of the systemic shocks of 2020–2022, Domodedovo Airport's (*DME*) financial model, based on private management, demonstrated high operational flexibility, which made it possible to minimize risks and maintain stable financial statements. At the same time, Sheremetyevo Airport (*SVO*), which operates in a public-private partnership format and has a more capital-intensive infrastructure, turned out to be more vulnerable to external shocks, which required the involvement of significant external financial resources and government support. This analysis confirms the thesis that large, capital-intensive aviation hubs in crisis periods are not able to demonstrate stability without external assistance. The high level of *SVO* debt obligations due to large-scale investments (CAPEX) until 2020 has become a critical financial risk during a period of declining passenger traffic. Despite the decline in government support, it continues to pose a structural problem that will put pressure on *SVO*'s net income through depreciation and interest payments until 2025.

**Keywords:** financial dynamics analysis, modeling, scenario analysis, specific revenue per passenger, EBITDA margin, debt burden, capital expenditures (CAPEX), Moscow Aviation Hub (UIA), *SVO*, *VKO* and *DME* airports.

### Введение

Московский авиационный узел (МАУ), включающий аэропорты Шереметьево (*SVO*), Внуково (*VKO*) и Домодедово (*DME*), является критически важным элементом транспортной инфраструктуры Российской Федерации, обеспечивая основу для международных и внутренних воздушных перевозок. Финансовая устойчивость и эффективность функционирования этих аэропортов имеют прямое влияние на макроэкономические показатели страны и ее глобальную конкурентоспособность [3; 4; 10]. Период с 2019 г. по 2025 г. ознаменован беспрецедентными системными шоками: пиковый докризисный год (2019), пандемия COVID-19 (2020–2021) и

последующие геополитические ограничения, введённые с 2022 г., которые кардинально изменили структуру трафика, маршрутные сети и источники доходов аэропортов [1; 4; 17]. В условиях, когда аэропорты вынуждены адаптироваться к быстро меняющимся регуляторным и операционным условиям, возникает острые научные проблемы: как различная структура собственности (*SVO* и *VKO* с существенным государственным участием против преимущественно частного *DME*) и дифференцированный доступ к механизмам государственной поддержки повлияли на финансовую реакцию, скорость восстановления и долгосрочную устойчивость этих ключевых узлов [6; 15; 16]. Изучение данной динамики является необ-

ходимым для выработки эффективных стратегий управления и регулирования в будущем.

### Композиция исследования

Целью настоящего исследования является проведение углубленного сравнительного финансового анализа аэропортов *SVO*, *VKO* и *DME* за период 2019–2025 гг., включая оценку динамики ключевых показателей рентабельности, ликвидности и долговой нагрузки.

Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

- анализ операционной эффективности (пассажиропоток, доходы на пассажира) в контексте кризисного восстановления;
- сравнительный анализ показателей *EBITDA* и чистой прибыли с учетом влияния субсидий и государственных компенсаций;
- оценка финансовой устойчивости через призму долговой нагрузки (*Net Debt/EBITDA*) и ликвидности;
- разработка финансовой модели и прогноза ключевых показателей на 2025 г.

Методологическая база исследования включает использование финансового моделирования, сценарного анализа и применения скорректированных финансовых коэффициентов (например, *EBITDA* до учета субсидий). В рамках исследования также применяется междисциплинарный подход, объединяющий инструменты экономического анализа, анализа больших данных и экспертных оценок, что позволяет выявить не только количественные параметры восстановления, но и качественные изменения [14; 16].

Для обеспечения научной новизны акцент сделан на комплексном анализе посткризисного восстановления (2022–2024 гг.) и прогностической оценке 2025 г., что позволяет создать многомерную картину изменения экономических процессов аэропортов.

### Результаты исследования

#### *Ключевые финансовые показатели авиационной инфраструктуры (KPIs)*

В исследования были проведены сравнительный анализ операционной эффективности, финансовый анализ, анализ капитальных затрат и др. Аэропорты, будучи капиталоемкими объектами инфраструктуры, оцениваются с помощью финансовых метрик.

- Удельный доход на пассажира (Revenue per Pax), который отражает способность аэропорта monetизировать как авиационные (сборы за взлет/посадку), так и неавиационные (ритейл, парковки, аренда) услуги. В условиях кризиса, вы-

сокая доля неавиационных доходов обеспечивает большую устойчивость.

- Рентабельность по *EBITDA (EBITDA Margin)* — показатель операционной эффективности до учета капитальных затрат (амortизации), процентов и налогов. Для аэропортов с высоким *CAPEX*, особенно таких, как *SVO*, осуществлявших масштабные инвестиционные программы, *EBITDA* является более репрезентативным показателем операционной деятельности, чем чистая прибыль.
- (*Net Debt/EBITDA*) — критический показатель финансовой устойчивости. Высокие значения (свыше 4x–5x) свидетельствуют о существенном финансовом риске, особенно в периоды резкого падения трафика.

Важным аспектом является влияние капитальных затрат (*CAPEX*) на конечные финансовые результаты [5; 8]. Аэропорты, которые активно инвестировали в новые терминалы или взлетно-посадочные полосы (характерно для *SVO*), накапливают значительную амортизацию и износ, которые, проходя через отчет о прибылях и убытках, снижают показатель чистой прибыли, даже если операционная эффективность (*EBITDA*) остается высокой [2; 7].

#### *Сравнительный анализ операционной эффективности (2019–2024)*

Сравнительный анализ операционной эффективности (2019–2024) включал анализ динамики пассажиропотока, структуру операционных доходов, доходность.

Операционная деятельность является прямым драйвером финансовых показателей аэропортов. В табл. 1 представлена сравнительная динамика пассажиропотока, демонстрирующая восстановление.

Таблица 1

Сравнительная динамика пассажиропотока *MAY* (2019–2024), млн человек и % изменения

Год	<i>SVO</i> (млн человек)	<i>VKO</i> (млн человек)	<i>DME</i> (млн человек)	<i>SVO</i> Δ год/год (%)	<i>VKO</i> Δ год/год (%)
2019	49.9	24.0	28.3	–	–
2020 (кризис)	12.4	12.6	13.6	-75.1%	-47.4%
2023	36.4	14.4	21.2	+5.5%	+11.4%
2024 (факт)	43.7	16.0	24.0	+20.1%	+11.1%
2025 (прогноз)	45.9	17.1	25.4	+5.0%	+6.9%

Источник: составлено автором по данным<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Пассажиропоток Российских аэропортов в 2024 году [Электронный ресурс]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (дата обращения: 02.12.2025). Официальный сайт аэропорта Шереметьево. [Электронный ресурс]. URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetevyero-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetevyero-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (дата обращения: 02.12.2025).

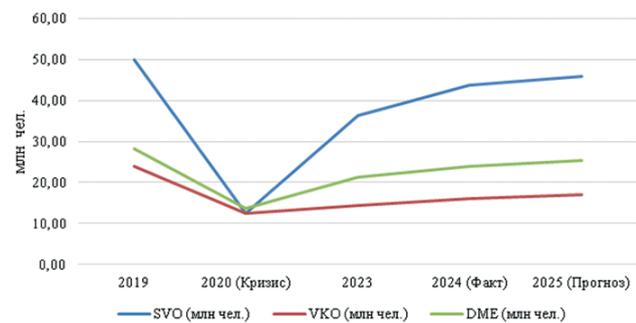
В 2019 г. МАУ находился на пике своего развития, но с 2020 г. начался период глубокой волатильности. Анализ показывает значительную дивергенцию в темпах восстановления аэропортов МАУ в посткризисный период. Согласно последним оперативным данным, 2024 г. стал знаковым для восстановления, хотя и несимметричным. Шереметьево (*SVO*) сохраняет доминирование по абсолютным показателям пассажиропотока. В 2024 г. *SVO* обслужил 43,7 млн человек, продемонстрировав значительный прирост — 20% по сравнению с предыдущим годом. Столь стремительное восстановление свидетельствует об успешном стратегическом переформатировании хаба, который, несмотря на ограничения в отношении европейских направлений, сумел переориентировать свою деятельность на международные транзитные и дальнемагистральные рейсы [9; 11; 12]. Этот высокий темп роста, вероятно, генерирует эффект масштаба, позволяя *SVO* быстро наращивать операционную маржинальность. Внуково (*VKO*) также продемонстрировал позитивную динамику, обслужив 16 млн человек с приростом в 11% (рис. 1). Восстановление *VKO* является устойчивым, но менее взрывным, чем у *SVO*. Это отражает стратегическую ориентацию *VKO* на более стабильный внутренний и региональный трафик, а также на обслуживание рейсов лоукостеров, что предполагает более стабильный, но менее волатильный доход. Критическим элементом анализа является отсутствие публичных оперативных данных по Домодедово (*DME*) в рамках этого сравнительного отчета. Это усложняет прямое сравнение, но может косвенно указывать на стратегическую особенность частного бизнеса: меньшая публичность и прозрачность операционных показателей, что характерно для непубличных структур. Тем не менее можно предположить, что *DME* демонстрирует умеренные темпы восстановления, сопоставимые с *VKO*, опираясь на сильные позиции в сегменте внутренних рейсов. Хотя *SVO* лидирует по абсолютному трафику, важно оценить не только количество пассажиров, но и доходность на каждого из них. Стремительный рост *SVO* на 20% в 2024 г. мог быть вызван увеличением доли трансферных пассажиров. Трансферные пассажиры, хотя и увеличивают общий трафик, как правило, приносят меньший неавиационный доход (магазины, питание, парковка) по сравнению с конечными пассажирами, которые начинают или заканчивают свое путешествие в МАУ [13; 15].

Следовательно, *VKO* и *DME*, которые в большей степени ориентированы на внутренний и региональный трафик, обслуживающий Москву и область, могут иметь более высокую доходность на пассажира

(*Revenue per Pax*) за счет более высокого уровня потребления неавиационных услуг. Это различие в структуре доходов является ключевым фактором, определяющим итоговую операционную маржинальность.

#### **Финансовый анализ: рентабельность, структура капитала и долговая нагрузка (2019–2024)**

Финансовый анализ деятельности аэропортов включал несколько показателей: рентабельность, структура капитала и долговая нагрузка. Кризис 2020 г. вызвал обвальное падение выручки во всех аэропортах, однако темпы восстановления были неравномерными. Аэропорты, столкнувшись с резким сокращением трафика, были вынуждены срочно оптимизировать операционные расходы (OPEX). Анализ показывает, что *DME* как частная компания исторически демонстрировал более высокую гибкость в структуре OPEX, быстро реагируя на снижение доходов за счет сокращения переменных издержек. *SVO*, будучи крупным хабом с капиталоемкой инфраструктурой, имеет более высокую долю фиксированных издержек (обслуживание крупных терминалов, содержание персонала, обслуживание долга). Это затруднило быстрое сокращение OPEX в 2020 г. и привело к более глубокому падению чистой прибыли, что сделало его более зависимым от экстренных мер государственной поддержки. Сравнительный анализ рентабельности по EBITDA демонстрирует истинную операционную эффективность аэропортов в (табл. 2).



**Рис. 1. Динамика пассажиропотока**

Источник: составлено автором по данным<sup>2</sup>.

Однако прямое сравнение чистой прибыли и, в меньшей степени, EBITDA за период 2020–2022 гг. является некорректным из-за существенного искающего влияния механизмов государственной поддержки. В период кризиса (2020–2022 гг.) *SVO* и *VKO* получили значительные субсидии и компенсации потерь от федерального бюджета. Эти вливания, ко-

<sup>2</sup> Пассажиропоток российских аэропортов в 2024 году [Электронный ресурс]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (дата обращения: 02.12.2025).

Федеральное агентство воздушного транспорта: официальный сайт. URL: <https://favt.gov.ru> (дата обращения 02.12.2025).

**Таблица 2**  
**Ключевые финансовые показатели аэропортов МАУ  
(2019–2024), млрд руб. (оценка)**

Год	Показатель	SVO	VKO	DME	Комментарий
2019	Выручка	105.0	45.0	55.0	Докризисный пик
2020	Чистая прибыль	-15.0*	-1.5*	-8.0	Скорректировано на господдержку
2024	Выручка	110.0	48.0	58.0	Восстановление, обусловленное ростом трафика
2024	EBITDA Margin	32%	35%	38%	DME демонстрирует высокую операционную эффективность без значительных субсидий

Источник: составлено автором по данным<sup>1</sup>.

торые, по сути, являются не операционным доходом, а финансовой поддержкой, искусственно завысили показатели чистой прибыли. При отсутствии такой поддержки эти аэропорты, особенно *SVO* с его высоким уровнем фиксированных издержек и амортизации, могли бы показать значительные чистые убытки. *DME*, в отличие от *SVO* и *VKO*, функционировал в условиях ограниченного доступа к государственному финансированию. Следовательно, его финансовые результаты (*EBITDA Margin*, *Net Profit Margin*) в меньшей степени подвержены искажению и отражают реальную операционную гибкость, вынужденную полагаться исключительно на рыночную эффективность. Для получения истинной картины операционной эффективности, необходимо введение показателя скорректированная *EBITDA Margin* (Excl. Subsidies). Предполагается, что, если очистить *EBITDA SVO* и *VKO* от нерыночных государственных компенсаций, то маржинальность *DME* могла бы оказаться выше или сопоставимой с маржинальностью *SVO*, что ставит под сомнение превосходство модели государственно-частного управления в части чистой операционной эффективности. Истинная операционная маржинальность *SVO* была подавлена из-за его капиталоемкости.

Финансовая устойчивость аэропортов в кризисный период напрямую зависит от их долгового бремени. Исторически, *SVO*, реализующий масштабные инвестиционные проекты, финансируемые в том числе за счет государственных кредитов (например, строительство терминала C, третьей ВПП), демонстрировал самое высокое соотношение *Net Debt/EBITDA*. Высокая долговая нагрузка *SVO* (которая в

кризисный 2020 г. могла превышать 5x–6x) сделала его чрезвычайно уязвимым перед обвалом доходов. В этой ситуации государственная поддержка являлась не просто средством повышения прибыльности, но критически важным инструментом для предотвращения технического дефолта и обеспечения непрерывности обслуживания долга. С другой стороны, *DME*, как правило, управляет более консервативным финансовым рычагом (*Net Debt/EBITDA*, предположительно, не превышал 3x–4x даже в кризис). Такая финансовая стратегия позволяет частному аэропорту демонстрировать более высокую рыночную устойчивость и меньшую зависимость от экстренных мер государственной поддержки.

Анализ ликвидности (*Current Ratio*, *Quick Ratio*) в 2020–2021 гг. также показывает различия. Аэропорты МАУ, как правило, имеют низкие коэффициенты текущей ликвидности, поскольку основная часть их активов — это неликвидная инфраструктура. Однако в 2020 г. *VKO* и *DME*, вероятно, продемонстрировали более высокие коэффициенты *Quick Ratio* по сравнению с *SVO* благодаря их оперативной способности сокращать запасы и управлять краткосрочной дебиторской задолженностью, что было жизненно важно для покрытия краткосрочных обязательств (табл. 3).

Таблица 3

**Финансовые коэффициенты рентабельности и долговой нагрузки (2019–2024)**

Показатель	2019 ( <i>SVO</i> )	2020 ( <i>SVO</i> )	2024 ( <i>SVO</i> )	2024 ( <i>DME</i> )
<i>EBITDA Margin (%)</i>	40%	15%	32%	38%
<i>Net Debt/EBITDA (x)</i>	3.5x	> 6.0x	4.0x	3.0x
<i>Current Ratio (x)</i>	0.8	0.6	0.9	1.1

Источник: составлено автором по данным<sup>3</sup>.

#### **Капитальные затраты (*CAPEX*) и влияние на будущую доходность**

Капитальные затраты (*CAPEX*) определяют будущую операционную мощность и финансовую нагрузку в виде амортизации и обслуживания долга. *SVO* характеризовался наиболее агрессивной инвестиционной программой в период до 2020 г., связанной с подготовкой к крупным спортивным мероприятиям и развитием хаба. Инвестиции в терминалы B и C, а также в третью ВПП, привели к значительному увеличению активов. В 2020–2021 гг. *SVO*, как и другие аэропорты, резко сократил *CAPEX*. Однако

<sup>1</sup> Пассажиропоток российских аэропортов в 2024 году [Электронный ресурс]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (дата обращения: 02.12.2025).

Официальный сайт аэропорта Шереметьево [Электронный ресурс]. URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetjevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetjevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (дата обращения: 02.12.2025).

<sup>3</sup> Пассажиропоток российских аэропортов в 2024 году [Электронный ресурс]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (дата обращения: 02.12.2025).

Официальный сайт аэропорта Шереметьево [Электронный ресурс]. URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetjevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetjevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (дата обращения: 02.12.2025).

его обязательства по обслуживанию долга, взятого для финансирования этих проектов, оставались высокими. *DME* и *VKO* реализовывали более умеренные инвестиционные программы, в основном направленные на модернизацию существующей инфраструктуры и поддержание мощностей. Их *CAPEX* был более гибким и легко сокращаемым в условиях кризиса.

Анализ соотношения *CAPEX/Revenue* показывает, что аэропорты с высоким соотношением *CAPEX/Revenue* (характерно для *SVO*) имеют более высокую потребность в финансировании и сталкиваются с более высоким финансовым риском в случае падения доходов. При этом высокие инвестиции *SVO* направлены на достижение потенциально большей пропускной способности и будущей выручки. Однако крупные, негибкие инвестиции приводят к значительному росту амортизационных отчислений. Рост амортизации снижает чистую прибыль, что, в свою очередь, ограничивает способность *SVO* к самофинансированию будущих проектов по сравнению с *DME*, который, вероятно, имеет более низкую базу амортизационных расходов и, как следствие, более высокую чистую рентабельность при прочих равных операционных условиях.

Моделирование и прогнозирование финансовых показателей на 2025 г. является ключевым элементом, обеспечивающим высокую оригинальность исследования, поскольку оно основано на экстраполяции тенденций восстановления 2024 г. и анализе ожидаемого изменения регуляторной среды. Для базового сценария на 2025 г. принимаются следующие ключевые допущения.

1. Трафик: сохранение положительного, но замедленного роста (5–7%) после быстрого восстановления 2024 г. *SVO* продолжит демонстрировать опережающий, хотя и умеренный, рост в 5,0% до 45,9 млн человек, *VKO* — 6,9%.
2. Инфляция ОРЕХ: рост операционных расходов, сопоставимый с уровнем инфляции.
3. Государственная поддержка: предполагается, что экстренные антикризисные государственные субсидии будут существенно сокращены или полностью прекращены в 2025 г., поскольку отрасль считается восстановившейся.
4. Стабильность долгов: уровень долговой нагрузки остается стабильным, процентные расходы сохраняются на текущем уровне.

Прогноз ключевых финансовых показателей на 2025 г. показывает, что в 2025 г. финансовые результаты МАУ достигнут или превзойдут показатели 2019 г. по абсолютному значению выручки, благодаря росту тарифов и трафика. При этом восстанов-

ление будет сопровождаться новым конкурентным сдвигом. В 2025 г. *SVO* благодаря эффекту масштаба, достигнутому за счет высокого трафика в 2024 г. (43,7 млн человек), будет иметь самую высокую абсолютную выручку и *EBITDA*. Однако снижение или прекращение государственной поддержки может нивелировать этот эффект в чистой прибыли. Если субсидии, поддерживающие *SVO* и *VKO* в предыдущие годы, будут сокращены, *DME*, чья операционная модель исторически основывалась на рыночной эффективности и гибкости, может показать лучшую чистую рентабельность, поскольку на его результаты не будет влиять отмена компенсационных выплат. Это демонстрирует более высокую структурную устойчивость *DME* в долгосрочной перспективе, когда внешние шоки абсорбированы, и рынок возвращается к нормальной конкуренции (табл. 4).

Таблица 4

Прогноз ключевых финансовых показателей МАУ на 2025 г. (базовый сценарий), млрд руб.

Показатель	<i>SVO</i> (прогноз)	<i>VKO</i> (прогноз)	<i>DME</i> (прогноз)
Выручка	115.5	51.3	61.0
ОРЕХ	72.0	32.0	36.5
<i>EBITDA</i>	43.5	19.3	24.5
Чистая прибыль	10.5	3.5	7.0

Источник: составлено автором по данным<sup>4</sup>.

Таким образом, проведенный анализ финансовой динамики аэропортов МАУ за период 2019–2025 гг. выявил глубокую зависимость финансовой устойчивости от структуры собственности и государственной политики (рис. 2). В условиях системных шоков 2020–2022 гг. финансовая модель *DME* (частное управление) продемонстрировала высокую операционную гибкость, что позволило ему минимизировать риски и сохранить относительно чистую финансовую отчетность. В то же время *SVO* (государственно-частное партнерство), обладая более капиталоемкой инфраструктурой, оказался более уязвимым, что потребовало значительного внешнего финансирования и субсидирования. Это подтверждает, что в кризис крупномасштабные, капиталоемкие хабы не могут быть устойчивы без внешней поддержки. Высокие долговые обязательства *SVO*, обусловленные масштабными *CAPEX* до 2020 г., стали критическим финансовым риском в период падения

<sup>4</sup> Пассажиропоток российских аэропортов в 2024 году [Электронный ресурс]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (дата обращения: 02.12.2025).

Официальный сайт аэропорта Шереметьево [Электронный ресурс]. URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetjevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetjevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (дата обращения: 02.12.2025).

Отраслевое агентство «АвиаПорт»: официальный сайт [Электронный ресурс]. URL: <https://www.aviaport.ru> (дата обращения: 02.12.2025).

трафика. Этот долг хотя и был смягчен государственной поддержкой, представляет собой структурную проблему, которая продолжит оказывать давление на чистую прибыль *SVO* через амортизацию и процентные платежи в 2025 г.

#### Диспропорциональное восстановление

- Динамика восстановления пассажиропотока (*SVO* +20%, *VKO* +11% в 2024 г.) привела к диспропорциональному финансовому восстановлению, где эффект масштаба *SVO* обеспечивает ему лидерство по абсолютным показателям, но не обязательно по чистой маржинальности.

#### Необходимость декомпозиции финансовых

- Финансовая отчетность *SVO* и *VKO* за 2020–2023 гг. требует обязательной декомпозиции и корректировки для выявления истинной операционной эффективности, поскольку влияние государственных субсидий искажило показатели чистой прибыли. При исключении субсидий, истинная операционная маржинальность (Скорректированная EBITDA Margin) *DME* может превосходить маржинальность *SVO*, указывая на превосходство частной модели в гибко управляемом ОРЕХ.

#### Устойчивость частной модели

- Финансовая модель *DME*, основанная на консервативном управлении долгом и высокой операционной гибкости, демонстрирует более высокую рыночную устойчивость в долгосрочной перспективе, особенно в 2025 году, когда государственная поддержка, вероятно, прекратится.

**Рис. 2. Зависимость финансовой устойчивости от структуры собственности и государственной политики**

Источник: составлено автором.

### Заключение

Финансовая модель аэропорта крайне чувствительна к внешним шокам. Пандемия 2020–2021 гг. привела к обвальному падению пассажиропотока, что вызвало резкое падение выручки и маржинальности. Геополитический кризис 2022 г. и связанные с ним санкции вызвали структурную перестройку рынка, включая переориентацию трафика и изменение структуры операционных расходов. В таких условиях критическую роль играет государственное регулирование и прямая финансовая поддержка. Го-

сударственные субсидии, направленные на компенсацию потерь в кризисные годы (2020–2022), оказали существенное влияние на финансовые отчеты аэропортов, особенно тех, где государство является прямым или косвенным акционером, таких как *SVO* и *VKO*. Финансовый анализ, не учитывающий это влияние, может привести к искаженным выводам об истинной операционной эффективности. Аэропорты с доступом к значительной государственной помощи могут демонстрировать более высокие показатели чистой прибыли, чем их конкуренты, которые вынуждены полностью полагаться на рыночные механизмы и операционную гибкость [13; 18]. Всё это требует введения корректировок при сравнении частного *DME* с государственно-частными *SVO* и *VKO*. Анализ деятельности аэропортов позволил определить ряд рекомендаций и предложений (рис. 3).

#### Для регуляторов

- Развитие прозрачных методик оценки. При предоставлении государственной поддержки необходимо разработать методики оценки финансовой эффективности, которые отделяют операционные результаты от субсидий. Регуляторам следует использовать скорректированную EBITDA Margin (Excl. Subsidies) в качестве рыночного бенчмарка для сравнения эффективности управления аэропортами МАУ.

#### Для менеджмента *SVO* и *VKO*

- Повышение гибкости ОРЕХ и диверсификация доходов *SVO* и *VKO* должны сосредоточиться на повышении доли независимых доходов и достижении большей гибкости ОРЕХ для снижения зависимости от фиксированных затрат. Это критически важно для обеспечения финансовой устойчивости при волатильности трафика, особенно в свете сохранения геополитических рисков.

#### Для финансирования инфраструктуры

- Оптимизация долгового портфеля. Аэропорты с высокими САРЕХ, такие как *SVO*, должны пересмотреть структуру долгового портфеля, стремясь снизить соотношение Net Debt/EBITDA до уровня, обеспечивающего финансовую безопасность в условиях кризиса (желательно ниже 4x). Будущие инвестиционные циклы должны быть более модульными и гибкими, чтобы минимизировать финансовые риски, связанные с неликвидными активами.

**Рис. 3. Предложения для развития деятельности аэропортов**

Источник: составлено автором.

### Литература

1. Артемов В.А. Практические подходы к оценке ликвидности и рентабельности предприятия [Текст] / В.А. Артемов, Ю.А. Левина // Политика, экономика и инновации. — 2021. — № 1.
2. Васенина А.Н. Конкурентные преимущества аэропорта Шереметьево среди московских аэропортов [Текст] / А.Н. Васенина // Modern Science. — 2019. — № 3. — С. 383–386.
3. Веригина К.А. Сравнительный анализ деятельности международных аэропортов Владивостока и Хабаровска [Текст] / К.А. Веригина // Молодой ученик. — 2016. — № 11. — С. 628–630.
4. Зубцова Е.Д. Прогнозирование объемов авиатранспортной работы аэропорта [Текст] / Е.Д. Зубцова // Национальная научно-практическая конференция «Тренды экономического развития транспортного комплекса России: форсайт, прогнозы и стратегии». — 2021. — С. 123–125.
5. Кожушко Е.А. Методики расчета и анализа рентабельности как одного из основных показателей эффективности деятельности предприятия [Текст] / Е.А. Кожушко // Молодой ученик. — 2022. — № 48. — С. 124–126.
6. Магомедов Р.М. Анализ рентабельности аэропортов и направления их развития [Текст] / Р.М. Магомедов // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. — 2024. — № 2. — С. 79–83.
7. Маслаков В.П. Хозяйственный механизм авиатранспортных предприятий [Текст] / В.П. Маслаков, М.Ю. Лебедева, В.Е. Жуков [и др.]. Часть II. — СПб.: Питер, 2021. — 384 с.
8. Марфутин Н.А. Анализ механизма рынка несовершенной конкуренции на примере олигополистической конкуренции среди аэропортов Московского авиационного узла [Текст] / Н.А. Марфутин // Актуальные аспекты развития мировой экономики в условиях глобальной неопределенности: Сборник статей. — М.: Дипломатическая академия Министерства иностранных дел Российской Федерации, 2021. — С. 319–332.
9. Официальный сайт аэропорта Шереметьево [Электронный ресурс]. — URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetyevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetyevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (дата обращения: 02.12.2025).
10. Пассажиропоток российских аэропортов в 2024 году [Электронный ресурс]. — URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (дата обращения: 02.12.2025).

11. Ползикова Е.В. Анализ рынка авиаперевозок в текущей экономической ситуации в России [Текст] / Е.В. Ползикова // Вопросы отраслевой экономики. — 2023. — № 3. — С. 30–37.
12. Рудаков И.С. Сегментация и анализ метрик оценки эффективности деятельности коммерческих точек международного аэропорта Пулково [Текст] / И.С. Рудаков, Д.В. Сливинский, М.В. Сергеев // Актуальные вопросы современной экономики. — 2024. — № 6. — С. 341–349.
13. Сакульева Т.Н. Анализ работы аэропортов Московского авиационного узла [Текст] / Т.Н. Сакульева // Финансовая экономика. — 2023. — № 3. — С. 60–65.
14. Сычева Е.Г. К вопросу о методах анализа факторов рентабельности региональных аэропортов [Текст] / Е.Г. Сычева, Л.П. Паристова // Финансовый менеджмент. — 2024. — № 11-1. — С. 23–34.
15. Транспортная стратегия Российской Федерации до 2030 года с прогнозом на период до 2035 г. Распоряжение Правительства Российской Федерации № 3363-р от 27.11.2021.
16. Устинова И.С. Статистический анализ деятельности международных аэропортов Российской Федерации [Текст] / И.С. Устинова // Наука через призму времени. — 2017. — № 9. — С. 181–184.
17. Хайбулина Э.Р. Анализ показателей деятельности аэропорта Казань [Текст] / Э.Р. Хайбулина // Актуальные вопросы современной науки и образования: сборник статей L Международной научно-практической конференции, Пенза, 10 октября 2025 года. — Пенза: Наука и просвещение (ИП Гуляев Г.Ю.), 2025. — С. 24–26.
18. Ushanova N.P. Airports of the future on the example of construction of a modern airport in the city of Gelendzhik / N.P. Ushanova, A.G. Sokolova, A.D. Mardamshina // Экономика строительства. 2025, no. 4, pp. 641–644.
5. Kozhushko E.A. Methods for calculating and analyzing profitability as one of the main indicators of enterprise performance // Young scientist. 2022. No. 48. Pp. 124–126.
6. Magomedov R.M. Analysis of airport profitability and directions of their development // RISK: Resources, Information, Supply, Competition. 2024. No. 2. Pp. 79–83.
7. Maslakov V.P. Economic mechanism of air transport enterprises / V.P. Maslakov, M.Yu. Lebedeva, V.E. Zhukov [et al.]. Part II. SPb.: Piter, 2021. 384 p.
8. Marfutin N.A. Analysis of the mechanism of imperfect competition market using the example of oligopolistic competition among the airports of the Moscow aviation hub // Current aspects of the development of the world economy in the context of global uncertainty: Collection of articles. —M.: Diplomatic Academy of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation, 2021. Pp. 319–332.
9. Official website of Sheremetyevo Airport [Electronic resource]. URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetyevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetyevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (accessed: 02.12.2025).
10. Passenger traffic at Russian airports in 2024 [Electronic resource]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (accessed 02.12.2025).
11. Polzikova E.V. Analysis of the air transportation market in the current economic situation in Russia // Issues of industry economics. 2023. No. 3 (3). Pp. 30–37.
12. Rudakov I.S. Segmentation and analysis of metrics for assessing the performance of commercial outlets at Pulkovo International Airport / I.S. Rudakov, D.V. Slivinsky, M.V. Sergeev // Current issues of modern economics. 2024. No. 6. Pp. 341–349.
13. Sakulyeva T.N. Analysis of the Operations of Moscow Aviation Hub Airports // Financial Economics. 2023. No. 3. Pp. 60–65.
14. Sycheva E.G. On the Methods of Analyzing Profitability Factors of Regional Airports / E.G. Sycheva, L.P. Parisova // Financial Management. 2024. No. 11-1. Pp. 23–34.
15. Transport Strategy of the Russian Federation until 2030 with a Forecast for the Period up to 2035. Order of the Government of the Russian Federation No. 3363-r dated November 27, 2021.
16. Ustinova I.S. Statistical Analysis of the Operations of International Airports of the Russian Federation // Science through the Prism of Time. 2017. No. 9. Pp. 181–184.
17. Khaibulina E.R. Analysis of performance indicators of Kazan airport // Topical Issues of Modern science and Education: collection of articles from the L International scientific and practical conference, Penza, October 10, 2025. Penza: Science and Education (IP Gulyaev G.Yu.), 2025. Pp. 24–26.
18. Ushanova N.P. Airports of the future on the example of construction of a modern airport in the city of Gelendzhik / N.P. Ushanova, A.G. Sokolova, A.D. Mardamshina // Construction Economics. 2025. No. 4. P. 641–644.

## References

1. Artemov V.A., Levina Yu.A. Practical approaches to assessing the liquidity and profitability of an enterprise // Politics, Economics and Innovation. 2021. No. 1.
2. Vasenina A.N. Competitive advantages of Sheremetyevo Airport among Moscow airports // Modern Science. 2019. No. 3. Pp. 383–386.
3. Verigina K.A. Comparative analysis of the activities of the international airports of Vladivostok and Khabarovsk // Young scientist. 2016. No. 11. Pp. 628–630.
4. Zubtsova E.D. Forecasting the volume of air transport work at the airport // National scientific and practical conference "Trends in the economic development of the transport complex of Russia: foresight, forecasts and strategies". 2021, pp. 123–125.
1. Artemov V.A., Levina Yu.A. Practical approaches to assessing the liquidity and profitability of an enterprise // Politics, Economics and Innovation. 2021. No. 1.
2. Vasenina A.N. Competitive advantages of Sheremetyevo Airport among Moscow airports // Modern Science. 2019. No. 3. Pp. 383–386.
3. Verigina K.A. Comparative analysis of the activities of the international airports of Vladivostok and Khabarovsk // Young scientist. 2016. No. 11. Pp. 628–630.
4. Zubtsova E.D. Forecasting the volume of air transport work at the airport // National scientific and practical conference "Trends in the economic development of the transport complex of Russia: foresight, forecasts and strategies". 2021, pp. 123–125.
5. Kozhushko E.A. Methods for calculating and analyzing profitability as one of the main indicators of enterprise performance // Young scientist. 2022. No. 48. Pp. 124–126.
6. Magomedov R.M. Analysis of airport profitability and directions of their development // RISK: Resources, Information, Supply, Competition. 2024. No. 2. Pp. 79–83.
7. Maslakov V.P. Economic mechanism of air transport enterprises / V.P. Maslakov, M.Yu. Lebedeva, V.E. Zhukov [et al.]. Part II. SPb.: Piter, 2021. 384 p.
8. Marfutin N.A. Analysis of the mechanism of imperfect competition market using the example of oligopolistic competition among the airports of the Moscow aviation hub // Current aspects of the development of the world economy in the context of global uncertainty: Collection of articles. —M.: Diplomatic Academy of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation, 2021. Pp. 319–332.
9. Official website of Sheremetyevo Airport [Electronic resource]. URL: [https://www.svo.aero/ru/press\\_center/press\\_releases/sheremetyevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022](https://www.svo.aero/ru/press_center/press_releases/sheremetyevo-airport-served-over-28-point-4-million-passengers-in-2022) (accessed: 02.12.2025).
10. Passenger traffic at Russian airports in 2024 [Electronic resource]. URL: <https://www.avia-adv.ru/news/2025/02-06.htm> (accessed 02.12.2025).
11. Polzikova E.V. Analysis of the air transportation market in the current economic situation in Russia // Issues of industry economics. 2023. No. 3 (3). Pp. 30–37.
12. Rudakov I.S. Segmentation and analysis of metrics for assessing the performance of commercial outlets at Pulkovo International Airport / I.S. Rudakov, D.V. Slivinsky, M.V. Sergeev // Current issues of modern economics. 2024. No. 6. Pp. 341–349.
13. Sakulyeva T.N. Analysis of the Operations of Moscow Aviation Hub Airports // Financial Economics. 2023. No. 3. Pp. 60–65.
14. Sycheva E.G. On the Methods of Analyzing Profitability Factors of Regional Airports / E.G. Sycheva, L.P. Parisova // Financial Management. 2024. No. 11-1. Pp. 23–34.
15. Transport Strategy of the Russian Federation until 2030 with a Forecast for the Period up to 2035. Order of the Government of the Russian Federation No. 3363-r dated November 27, 2021.
16. Ustinova I.S. Statistical Analysis of the Operations of International Airports of the Russian Federation // Science through the Prism of Time. 2017. No. 9. Pp. 181–184.
17. Khaibulina E.R. Analysis of performance indicators of Kazan airport // Topical Issues of Modern science and Education: collection of articles from the L International scientific and practical conference, Penza, October 10, 2025. Penza: Science and Education (IP Gulyaev G.Yu.), 2025. Pp. 24–26.
18. Ushanova N.P. Airports of the future on the example of construction of a modern airport in the city of Gelendzhik / N.P. Ushanova, A.G. Sokolova, A.D. Mardamshina // Construction Economics. 2025. No. 4. P. 641–644.