# «Мы растем, когда рынок нефтепереработки падает»: «Славянск ЭКО» о бизнесе и новом выпуске облигаций

**Михаил ЧЕРКАСОВ,**
директор
по корпоративному
финансированию, член
совета директоров,
«Славянск ЭКО»

В середине августа нефтепереработчик «Славянск ЭКО» разместил трехлетние бивалютные облигации объемом 10 млн долл. по ставке 13 % годовых. В преддверии очередного выхода на публичный рынок долга эмитент стал участником онлайн-семинара Cbonds. В этом материале приводим главные тезисы, которые в ходе презентации обозначил директор по корпоративному финансированию, член совета директоров «Славянск ЭКО» Михаил Черкасов.

Славянск ЭКО — крупное независимое нефтеперерабатывающее предприятие, осуществляющее первичную и вторичную переработку нефти. Поставляет нефтепродукты на внутренний рынок и на экспорт.

Ключевой актив компании — Славянский нефтеперерабатывающий завод, располагающийся в городе Славянске-на-Кубани (Славянский НПЗ, Краснодарский край).

У компании есть два действующих рейтинга: BBB.ru от НКР (подтвержден в апреле 2025 г. со стабильным прогнозом) и BBB– (RU) от АКРА (в ноябре 2024 г. АКРА понизило рейтинг компании и ее облигаций с BBB, ухудшив прогноз до негативного).

## БИЗНЕС КОМПАНИИ И ДОЛЯ РЫНКА

По сути наша компания представляет собой нефтеперерабатывающий завод. Сейчас номинальная мощность нашей переработки — семь миллионов тонн в год. Это достаточно крупный завод для уровня частных компаний.

Тут надо отметить, что мы не относимся к вертикально интегрированным компаниям, а являемся абсолютно частной компанией, которая была создана семьей наших акционеров в 1993 г. Это абсолютно self-made-бизнес.

Наши акционеры и менеджмент развивали этот бизнес на протяжении более 30 лет. Начинался он с автозаправочных станций, потом в чистом поле был построен НПЗ, который постоянно модернизируется.

«Славянск ЭКО» занимает вполне весомую долю на рынке, особенно для частной компании, — порядка 2.5 % российского объема нефтепереработки. При этом мы пытаемся найти на рынке такие ниши, в которых нужны специфические продукты. Т. е. не конкурировать с большими компаниями, которые торгуют большими объемами стандартных продуктов, а искать своих покупателей, выпускать небольшие объемы нестандартных продуктов, которые имеют высокую маржинальность.

## ОПЕРАЦИОННЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Наша основная идея — это постоянное движение вперед. За последнее время у «Славянск ЭКО» очень сильно увеличился объем нефтепереработки. В этом году рост составил 50 %.

Сейчас мы реализуем два больших инвестиционных проекта в рамках соглашения с государством. Один из них — строительство установки по производству высокооктановых бензинов, который сейчас уже на выходе. Второй — комплексная установка гидроочистки и производства гранулированной серы, этот проект должен быть реализован в течение следующих трех лет.

За предыдущий год мы практически удвоили нашу выручку. Она напрямую привязана к нефтяным ценам, но при этом уровень маржинальности от биржевых котировок нефти практически не зависит.

Что касается долговой картины, то при расчете долга наша компания придерживается отраслевых стандартов с коррекцией общей суммы долга на сумму товарных запасов, которые представляют собой быстроликвидные биржевые товары. При таком расчете соотношения левериджа мы никогда не превышаем коэффициент 3x и надеемся сохранять это соотношение.

Наше новое обращение к долговому рынку связано с тем, что при увеличении объемов производства нам необходимо и привлечение дополнительного оборотного капитала. Т. е. мы хотим получить дополнительные ресурсы для закупки нефтяного сырья.

## ОБ ОБРАТНОМ АКЦИЗЕ И ГЕОГРАФИИ ПРОДАЖ

Мы являемся получателем государственной субсидии, которая называется «обратный акциз». Это компенсация тех налогов, которые мы платим, покупая нефть. Таким образом, это не прямая субсидия, а компенсаторный механизм, стимулирующий модернизацию.

Получение обратного акциза — государственной субсидии — представляет для нас существенные суммы. Несколько лет назад государство внесло изменения в налоговый кодекс по проведению налогового маневра в нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. Государство установило достаточно высокий налог на добычу полезных ископаемых. Нам как нефтепереработчикам тоже приходится платить этот налог. Но государство, желая развивать отрасль, решило компенсировать уплаченный налог в форме обратного акциза. Выглядит механизм, возможно, сложно, но на самом деле он достаточно эффективно работает. Без него было бы сложно простимулировать модернизацию нефтеперерабатывающих заводов, а именно исполнение программ модернизации является условием для получения обратного акциза.

«Славянск ЭКО» исполняет все обязательства перед государством и ежемесячно получает данную компенсацию, которая является существенным компонентом в структуре доходов компании.

Мы имеем возможность очень быстро переключать наши продажи с экспортного рынка на внутренний и наоборот

## ГЕОГРАФИЧЕСКОЕ ПОЛОЖЕНИЕ И АССОРТИМЕНТ

Мы расположены на юге России, у Черного моря, достаточно близко к самому большому российскому порту — Новороссийску. Мы используем и другие черноморские порты, поэтому для нас органична ориентация на экспорт. Более того, мы имеем возможность очень быстро переключать наши продажи с экспортного рынка на внутренний и наоборот.

Сейчас основной фокус компании — это всё-таки экспорт продуктов, поскольку мы еще не завершили модернизацию и пока не выпускаем высокооктановые бензины и дизельное топливо высокой степени очистки стандартов Евро-5, Евро-6. Мы производим линейку продуктов, которая находит больший спрос на мировых рынках, это по большей части не продукты конечного использования, а полуфабрикаты, сырье для нефтехимической промышленности и различных специфических сегментов, например, производства судового топлива.

Сейчас компания выпускает порядка 27 различных продуктов. Большая часть из них экспортируется. Мы надеемся, что даже после запуска проектов, ориентированных на внутренний рынок, мы всё равно сохраним свои позиции и на экспортных рынках, поскольку мы оперируем там в достаточно узких нишах с невысокой конкуренцией.

## О ВАЛЮТНЫХ И ЦЕНОВЫХ РИСКАХ

Вся закупка нефтяного сырья производится по формулам, которые учитывают средние мировые котировки за период поставки. Мы расплачиваемся с добывающими компаниями рублями, но расчет цены производится на основании мировых котировок нефти, умноженных на средний курс валюты за конкретный период с дополнительными логистическими дисконтами или премиями. Продаем мы наши продукты по совершенно аналогичным формулам. Мы экспортоориентированы, поэтому валюта контрактов — это доллар США.

Посему валютный риск для компании практически не является существенным, поскольку все формулы номинированы в долларах. Ценовые риски также отсутствуют, т. к. закупка и продажа наших продуктов привязаны к биржевым котировкам. Мы фактически фиксируем постоянную маржу нефтепереработки.

Именно поэтому для нас заем в долларах США является абсолютно органичным. Мы не несем валютного риска, поскольку 95 % выручки компании номинировано в долларах. Для нас валютный заем в принципе эквивалентен рублевому, но по валютному мы можем получить процентную ставку 13 %, вместо 22–23 %, по которым мы сможем занять в рублях.

## О САНКЦИЯХ И РИСКАХ

К сожалению, санкционные сложности касаются всех российских предприятий, не только экспортеров или импортеров. Но за три с половиной года мы достаточно адаптировались к новой системе взаимоотношений. Мы полностью переориентировались с рынков Северной Америки и Европы на рынки Африки и Азии. Мы торгуем только с дружественными государствами. Я хочу подчеркнуть: наш товар не является напрямую санкционным, он не является объектом прямых санкций, поэтому влияние санкционных рисков хоть и ощущается, безусловно, но не является критическим.

Повторюсь, мы в основном ориентированы на дизельную группу товаров, на которую никакие моратории не устанавливаются. «Славянск ЭКО» пока не выпускает высокооктановый

**Юрий НОВИКОВ,** начальник управления инвестиционно-банковского обслуживания, Россельхозбанк:

— От лица ключевого кредитора компании хочу отметить, что «Славянск ЭКО» пользуется поддержкой Россельхозбанка уже на протяжении достаточно длительного времени.

Если говорить о тех облигационных выпусках, с которыми компания выходила на рынок ранее, то рублевые бонды уже выкуплены почти в полном объеме: из 3 млрд руб., которые компания размещала в 2021 г., было выкуплено по оферте 2.8 млрд. Был установлен купон чуть ниже рыночной ставки, что было связано с желанием эмитента в тот момент не использовать высокие ставки и погасить часть долга.

Юаневый выпуск, размещенный полтора года назад, сейчас торгуется выше номинала, оферта по нему предстоит в марте. Уверены, что с точки зрения объема у компании не будет никаких сложностей с его погашением.

То же самое можно сказать и о новом выпуске бондов. Компания могла бы занять намного больше, но такой задачи у нее просто не стоит.

Ранее «Славянск ЭКО» выходила на рынок с юаневым, а не долларовым выпуском, т. к. в тот момент ограничения и санкции не делали доллар популярной валютой. Сейчас же, как мы видим, спрос на него восстановился. Как мне кажется, выпуск очень интересен с учетом привлекательного в настоящий момент курса доллара (а многие коллеги ждут его дальнейшего укрепления) и ставки в 13 % по этим бумагам с ежемесячными купонами.

**Мы ожидаем, что уровень долговой нагрузки нашей компании не будет превышать каких-то разумных пределов**

бензин, поэтому запрет на экспорт бензина к нам не имеет отношения.

Для нас окружающая среда, социальная атмосфера и корпоративное управление — это те принципы, которым мы следуем не на бумаге, а в реальной деятельности. Наш завод расположен вблизи от города, в котором в том числе живут и наши акционеры, поэтому они изначально инвестировали в самые современные технологии, самые безопасные производственные объекты. Экология — это главный тренд нашего развития, и мы надеемся, что после реализации двух больших инвестиционных проектов мы сможем обеспечить еще более высокий уровень экологической защиты. Через 5–7 лет это будет производство нефтехимической продукции, которая будет одновременно иметь большую экономическую эффективность и при этом будет более безопасна с точки зрения экологии.

## О РИСКАХ БЕСПИЛОТНЫХ АТАК

Риски, безусловно, существуют. У нас, к счастью, за последние 15 месяцев не было подобных инцидентов. Территория и объекты компании обеспечены всеми необходимыми элементами инфраструктуры для защиты. Но мы сделали упор прежде всего на страхование наших объектов. Мы уже два года страхуем имущество компании от террористических рисков у синдиката страховых компаний. Уровень страхового покрытия на сегодняшний день нам кажется достаточным.

## О ДОЛГЕ И РЕЙТИНГАХ

Снижение рейтинга АКРА в ноябре 2024 г. с BBB до BBB– так же, как и ухудшение прогноза, вызвано неблагоприятным стечением обстоятельств в конкретный момент времени. Мы осуществляем плановый пересмотр рейтинга в четвертом квартале каждого года, а третий квартал прошлого года был абсолютно неудачным по ряду причин, и соотношение долга к EBITDA выросло. При этом по результатам четвертого квартала мы уже вернулись на нормальный уровень левериджа. Для понимания: агентство НКР проводило пересмотр в марте 2025 г. и подтвердило наш предыдущий рейтинг.

Мы ожидаем, что уровень долговой нагрузки нашей компании не будет превышать каких-то разумных пределов и в дальнейшем. Тот объем заимствования, который мы сейчас предлагаем рынку, по соотношению выручки и EBITDA является для нас несущественным. Надеемся, что комфортный уровень долговой нагрузки будет постоянным.

Мы рассчитываем, что добьемся повышения рейтинга при очередном пересмотре, и надеемся, что АКРА учтет тот факт, что «Славянск ЭКО» растет по всем направлениям и не так уж сильно растет по долговой нагрузке.

Очень важен нюанс по учету структуры долга. Когда рейтинговые агентства учитывают структуру обязательств компании, они принимают в расчет все обязательства, как бы то ни было, связанные с финансовыми учреждениями. Но сегодня в структуре нашего кредитного портфеля порядка 40 % составляют банковские гарантии, которые, по нашему мнению, не являются долгом в прямом смысле этого слова.

Как я уже сказал, у нас есть отраслевые стандарты, которые можно найти в отчетах других компаний. Мы торгуем биржевыми товарами. Нефть можно продать в течение одной секунды. Вопрос только в цене. Поэтому не учитывать высоколиквидные запасы, которые у нас постоянно присутствуют просто в силу производственной необходимости, наверное, не совсем верно.

## О ПЛАНАХ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА

Мы не предполагаем большую экспансию на облигационном рынке. Для нас этот источник финансирования не является доминирующим. Сейчас для нас де-факто существует паритет процентных ставок. Если уровни ставок в рублях опустятся ниже 14–13 %, с удовольствием разместим рублевый выпуск. Сейчас мы нуждаемся в небольшом увеличении оборотного капитала, а затем, думаю, будет пауза.

Что касается IPO... У нас очень частное предприятие. Акционеры постоянно размышляют о такой возможности, но это их воля. При текущем уровне процентных ставок выход на IPO для меня лично является неочевидным, потому что мы должны предложить инвесторам доходность сильно выше, чем долговой рынок (15–25 % по рублям). Я не очень представляю, как это может быть сейчас.

**При текущем уровне процентных ставок выход на IPO для меня лично является неочевидным**