

ҰСЫНЫМ

Buy**Solidcore Resources (CORE)**Өсу әлеуеті: **26%**Нысаналы бағасы: **\$9,6**Ағымдағы бағасы: **\$7,6****АКЦИЯЛАР НАРЫҒЫ
DCF****Қазақстан** | Алтын өндірісі

ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

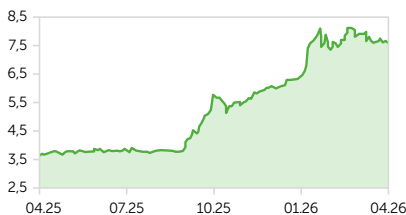
Solidcore: 2025 жылғы 2-ші жартыжылдықтың қорытындысы

Түсім, '25 (млн USD)	1 500
EBITDA, '25 (млн USD)	986
Таза пайда, '25 (млн USD)	662
Ау өндірісі, '25 (мың унц.)	233

P/E, '25 (x)	5,1x
EV/EBITDA, '25 (x)	4,2x
EV/S, '25 (x)	2,7x
ROA (%)	25%
ROE (%)	44%
ROIC (%):	50%
EBITDA маржа (%):	66%

Нарықтағы құны (млн USD)	3 368
Шығарылған акциялар (млн дана)	443
Еркін айналыс (%)	69,6%
52 апта мин/макс (USD)	3,59-8,15
Ағымдағы бағасы (USD)	7,6
Нысаналы бағасы (USD)	9,6
Өсу әлеуеті (%)	26%
Инвестициялық деңгей	6-12 ай
Бағаны жаңартудың жоспарланатын жиілігі	жылына 2 рет

Акциялар серпіні | биржа/тикер AIX/CORE



Кірістілігі (%)	3 ай	6 ай	12 ай
Абсолюттік	17%	31%	112%
vs KASE	11%	23%	73%

Оразбаев Данияр, CFA

Инвестициялық талдаушы

(77) 727 311 10 64 (688) | daniyar.oralbayev@fbroker.kz

Solidcore Resources 2025 жылғы қаржылық нәтижелерін жариялады. Есепті орташа оң деп бағалаймыз: алтынның рекордтық бағасы түсімнің және EBITDA өсуін бірінші жартыжылдықта қызыл концентратты толлингтік өңдеудегі ақауларға байланысты өндіріс пен сатылымның төмендеуіне қарамастан қамтамасыз етті. Екінші жартыжылдық күрт қалпына келді: жартыжылдықтағы түсім 3,6 есе өсті, ал еркін ақша ағыны -220 млн АҚШ долларынан +568 млн АҚШ долларына дейін күрт қалпына келді. Толық жылдың қорытындысы бойынша түсім 13%-ға өсті, түзетілген EBITDA 37% табыстылықпен 65%-ға, ал таза пайда 24%-ға өсті. 2025 жылға дивидендтер ұсынылмайды - Компания ЕГМК жобасына және басқа да даму жобаларына инвестицияларға басымдық береді. Бағалау үлгісінде біз алтынның болжамды бағасын көтеріп, компанияның болжамдарына сәйкес шығынның көрсеткіштерін жаңарттық. Solidcore бір акциясының жаңартылған нысаналы бағасы 9,6 АҚШ долларын құрады, бұл ағымдағы нарықтық бағадан 26% өсу әлеуетін береді. «Сатып алуға» кеңес беріледі.

Бағалаудың негізгі факторлары. Негізгі оң фактор - алтын бағасының ағымдағы деңгейі: сатудың орташа бағасы 2025 жылы 3,658 АҚШ доллары/унцияны құрады (ж/ж 52%-дан жоғары), ал LBMA жабылуының орташа бағасы 2026 жылғы бірінші тоқсанда бір 4,876 АҚШ доллары/унциядан асты. Ағымдағы бағалар сақталғанда 2026 жылғы қаржылық нәтижелер 2025 жылға қарағанда айтарлықтай күшті болатыны анық. Сондай-ақ, концентраттың жинақталған қорларын сату есебінен 2026 жылы өндірістің 540 мың унция алтын эквивалентіне (ж/ж 37%-дан жоғары) дейін күтілетін өсуі оң фактор болып табылады. Негізгі тәуекел - ауқымды инвестициялық цикл. Компанияның болжамына сәйкес күрделі шығысы 510 млн АҚШ долларына дейін екі есе артады, оның 315 млн АҚШ доллары ЕГМК құрылысына тиесілі. Компания жобаны қаржыландыру үшін 600-700 миллион АҚШ долларына кредит желілерін тарту туралы келіссөздер жүргізуде. Дивидендтерден бас тарту ақшалай позиция өсуді қаржыландыруға бағытталатынын білдіреді. Тағы бір маңызды тәуекел - 2026 жылдан бастап 3,800 АҚШ долларынан/унциядан (бұған дейін 7,5%) жоғары алтын бағасымен ең жоғары мәні 11% болатын ЖТСӨ прогрессивті мөлшерлемесін енгізу, бұл салық жүктемесін айтарлықтай арттырады. Қызыл концентратын бөгде өңдеуден тәуелділік ЕГМК пайдалануға берілгенге дейін жүйелік операциялық тәуекел болып қала береді.

Түсім: рекордтық екінші жартыжылдық біріншісінің сәтсіздігін өтеді.

Екінші жартыжылдықта түсім бірінші жартыжылдықтағы 325 млн АҚШ долларына (п/т 262%-дан жоғары) қарағанда 1 175 млн АҚШ долларын құрады, бұл ретте екінші жартыжылдық 2024 жылдың ұқсас кезеңінен (625 млн АҚШ доллары) 88%-ға жоғары болды. Екінші жартыжылдықта Алтынды сатудың орташа бағасы бірінші жартыжылдықтағы 3,161 АҚШ долларына/унцияға қарағанда 3,815 АҚШ долларына/унцияға жетті (п/т

21%-дан жоғары) және 2024 ж. екінші жартыжылдықтағы 2,553 АҚШ долларын/унцияны (ж/ж 49%-дан жоғары). Екінші жартыжылдықта сатылым біріншісі жартыжылдықтағы 104 мың унцияға қарағанда (п/т 196%-дан жоғары) алтын эквивалентінің 308 мың унциясын құрады. Қызыл негізгі өсімді қамтамасыз етті: сатылым бірінші жартыжылдықта 24 мың унцияға қарағанда 216 мың унцияға дейін қалпына келді, бұл кезде толлингтік өңдеудегі ақаулар сатуды толығымен тоқтатты. Варваринское тұрақты серпінді көрсетті - екінші жартыжылдықта 91 мың унция, бірінші жартыжылдықта 80 мың унция. Екінші жартыжылдықта өндіріс 271 мың унцияны (п/т 121%-дан жоғары, ж/ж 14%-дан жоғары) құрады, оның ішінде 186 мыңы Қызылда (п/т 295%-дан жоғары) және 85 мыңы Варваринскийде (п/т 12%-дан жоғары). Толық жылдың қорытындысы бойынша түсім ж/ж 13%-ға 1 500 млн АҚШ долларына дейін өсті, жылдық өндіріс 395 мың унцияны (ж/ж 19%-дан аз) құрады, ал кәсіпорындар деңгейінде металл өндірісі 508 мың унция (ж/ж 1%-дан аз) белгісінде сақталды. Кен қорлары ж/ж 2%-ға 11,9 миллион унцияға дейін төмендеді, минералды ресурстар 10%-ға 3,8 миллион унцияға дейін өсті.

Маржа және ақша ағыны: екінші жартыжылдық бір жылға созылды.

Екінші жартыжылдықта түзетілген EBITDA бірінші жартыжылдықтағы 152 млн АҚШ долларына және 47%-ға қарағанда 70% табыстылықпен 820 млн АҚШ долларын құрады. Салыстыру үшін, 2024 жылғы екінші жартыжылдықта EBITDA 59% табыстылықпен 366 млн АҚШ долларын құрады – бұл ж/ж екі еседен астам өсім. Екінші жартыжылдықтағы таза пайда - бірінші жартыжылдықтағы 85 млн АҚШ долларына (п/т 579%-дан жоғары) және 2024 ж. екінші жартыжылдықтағы 295 млн АҚШ долларына (ж/ж 96%-дан жоғары) қарағанда 577 млн АҚШ доллары. Екінші жартыжылдықта ақшалай меншікті құны 1 027 млн АҚШ долларына/унцияға дейін төмендеді (п/т 30%-дан аз және ж/ж 4,3%-дан жоғары). Күрделі шығыс құны 2024 жылғы бірінші жартыжылдықтағы 2,201 АҚШ долларына/унцияға және екінші жартыжылдықтағы 1,256 АҚШ долларына/унцияға қарағанда 1,307 АҚШ долларына/унцияға жетті. Толық жылдық шығысының өсуінің негізгі драйверлері: Қызыл сатылымның төмендеуі (139 АҚШ долларынан/унциядан көп), инфляция (91 АҚШ долларынан/унциядан көп), ЖТСӨ (41 АҚШ долларынан/унциядан көп), ішінара теңгенің құнсыздануымен өтеледі (97 АҚШ долларынан/унциядан аз). ЖТСӨ ж/ж 44%-ға 131 млн долларға дейін өсті, оның шығыс құрылымындағы үлесі 19%-дан 25%-ға дейін өсті. Екінші жартыжылдықтағы операциялық ақша ағыны бірінші жартыжылдықтағы бірінші жартыжылдықтағы 86 млн АҚШ долларына қарағанда 689 млн АҚШ долларын құрады, бұл сатуды қалыпқа келтіргеннен кейін айналым капиталының босатылуын көрсетеді. Екінші жартыжылдықтағы еркін ақша ағыны 568 млн АҚШ долларына жетті (1-ші жартыжылдықтағы 220 млн АҚШ долларына қарағанда). Толық жылдың қорытындысы бойынша FCF 348 млн АҚШ долларын (ж/ж 20%-дан жоғары) құрады, күрделі шығыс - 255 млн АҚШ долларын (ж/ж 23%-дан жоғары), оның ішінде 128 млн АҚШ доллары - EGMK. Таза ақшалай позиция 464 млн АҚШ долларына дейін өсті, жалпы борышы 267 млн АҚШ долларымен (ж/ж 17%-дан аз). 2026 жылғы ақпанда KFW IPREX-Bank-пен 100 млн АҚШ долларын құрайтын кредиттік желі туралы шарттарға қол қойылды.

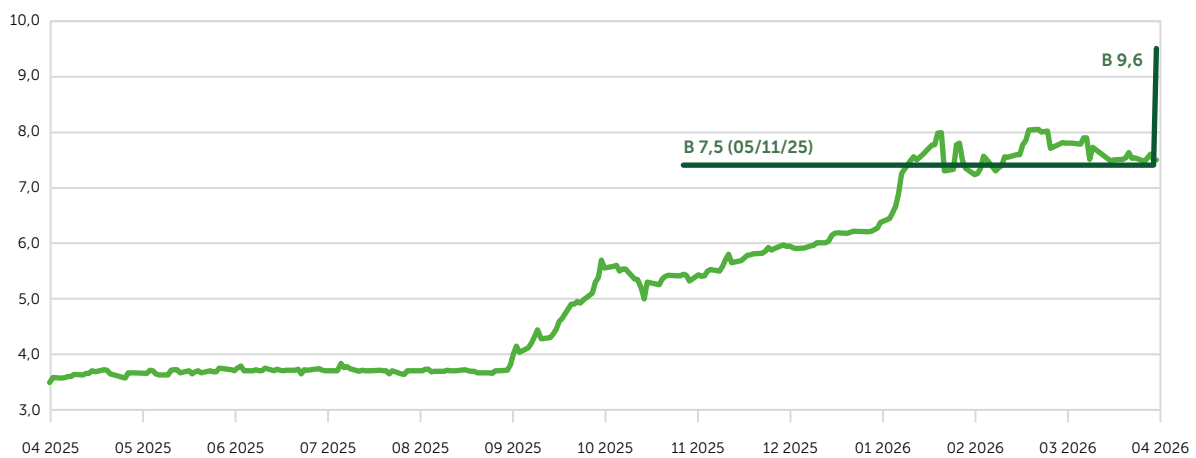
Біздің пікіріміз және бағалау үлгісіндегі өзгерістер. Solidcore қаржылық есептілігін орташа оң деп бағалауға болады. Бірінші жартыжылдық толлингтің бұзылуына байланысты әдеттен тыс әлсіз болды, бірақ екінші жартыжылдық активтердің операциялық орнықтылығын растай отырып, барлық көрсеткіш бойынша ауқымды қалпына келтіруді көрсетті. 2026 жылға арналған өндіріс болжамы 540 мың унция (ж/ж 37%-дан жоғары) күшті оң катализатор болып табылады, алайда күрделі шығыстың 510 млн АҚШ долларына дейін екі еселенуі еркін ақша ағынының өсу әлеуетін шектейді. Күтілгендей, инвесторлар әлі инвестициялық цикл аясында дивидендтерге сенбеуі тиіс. Бағалау үлгісінде негізгі өзгеріс нарықтағы бағаның өсуіне байланысты алтын бағасының болжамдарының өсуі болды. Сондай ақ біз Компания басшылығының болжамдарына сәйкес 2026 жылға күтілетін күрделі шығыс пен ақшалай құнын арттырдық. Осы өзгерістердің барлығынан кейін біз Solidcore акцияларының нысаналы бағасын соңғы нарықтық бағаның **26%-ға өсу әлеуетімен 9,6 USD** дейін көтердік. **«Сатып алуға» кеңес береді.**

АНЫҚТАМАЛЫҚ АҚПАРАТ

1-сурет. Бағалау моделінің соңғы нұсқасындағы басты өзгерістер

Болжамдағы өзгерістер	Бағалау күні		Өсу, %	Түсініктемелер
	06.11.2025	13.04.2026		
Алтынның болжамды бағасы, USD/унция, 2026	3975	4500	+13%	Соңғы бағаланғаннан бастап алтын бағасының күрт өсуі
Күрделі шығыс, млн USD, 2026	300	500	+67%	Басшылықтың болжамдарына сәйкес болжамды ұлғайту
Алтын сатылымы, мың унция, 2026	475	540	+14%	Концентратты қорлардан сату, бұл бағалаудың алдыңғы нұсқасында ескерілмеген

2-сурет. Freedom Broker-дің алдыңғы ұсынымдары мен нысаналы бағалары (B - «сатып алу», H - «ұстау», S - «сату»)



3-сурет. Freedom Broker-дің есептері бойынша P/E және EV/EBITDA баға мультипликаторлары



4-сурет. KASE индексінің акциялары бойынша Freedom Broker-ден ағымдағы бағалаулардың пайыздық арақатынасы

Ұсыным	Саны	%-бен алғандағы үлесі
Buy	3	30%
Hold	6	60%
Sell	1	10%

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы (бұдан әрі - Компания) Қазақстан Республикасындағы «Астана» халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агенттік) қызметтер көрсетеді. АХҚО қолданыстағы заңнамасының талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын сақтаған кезде Компания № AFSA-A-LA-2020- -0019 Лицензиясына сәйкес мынадай реттелетін қызмет түрлерін жүзеге асыруға уәкілетті: принципал ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, агент ретінде инвестициялармен жасалатын мәмілелер, инвестицияларды басқару, инвестициялар бойынша консультациялар беру және инвестициялармен мәмілелерді ұйымдастыру. Осы бөлімде орналастырылған ақпарат пен материалдар анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Freedom Finance Global PLC клиенттеріне жолданған, жеке инвестициялық ұсыным емес және/немесе түрлі компаниялардың акцияларына инвестициялау ұсыным емес.

Осы құжатта орналастырылған материалдар инвестициялық зерттеу объектісіне (бұдан әрі - Эмитент) қатысты анықтамалық-ақпараттық сипатқа ие, Компанияның ағымдағы бөлшек және әлеуетті бөлшек сауда клиенттеріне жіберіледі. Осы құжатта жазылған ақпарат жалпыға бірдей қолжетімді көздерден алынды және автор(лар) сенімді деп есептеледі, алайда автор(лар) оның дәлдігіне немесе толықтығына қатысты айқын немесе түсінікті ешқандай кепілдік немесе растау бермейді. Ақпарат қандай да бір жеке немесе заңды тұлғаның қандай да бір инвестициялық шешімдерді қабылдауы үшін негіз ретінде пайдалануға арналмаған. Бұл ақпарат инвестициялық ұсынымды білдірмейді, сондай-ақ қандай да бір бағалы қағазды сатып алуға немесе сатуға ұсыным немесе шақыру болып табылмайды. Бағалы қағаздарды және басқа да қаржы құралдарын иелену әрқашан тәуекелдермен ұштасады, бағалы қағаздар мен өзге де қаржы құралдарының құны өсуі немесе құлдырауы мүмкін. Өткендегі инвестициялау нәтижелері болашақта кірістерге кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес компания болашақта салымдардың кірістілігіне кепілдік бермейді және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал кірістер мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Ақпаратты ашу

- Осы есептің авторы(лары) немесе оның отбасы мүшесі Эмитенттің бағалы қағаздарына қаржылық мүддесі жоқ
- Осы есептің авторы(лары) немесе оның отбасы мүшесі осы есептің мазмұнына немесе жариялануына әсер етуі мүмкін қандай да бір мүдделер қақтығыстарының бар екендігі туралы білмейді
- Осы есептің авторы(лары) немесе оның отбасы мүшесі оларды сатқан жағдайда баға белгілеуге елеулі ықпал ету үшін Эмитенттің жеке портфеліндегі бағалы қағаздарының жеткілікті санына ие емес.
- Авторды(ларды) бағыну тәртібі және оның (олардың) сыйақылары мүдделер қақтығысына әкеп соқпайды
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитенттің жалпы шығарылған акционерлік капиталының 1% -ын немесе одан да көбін иеленбейді
- Компания және онымен байланысты тұлға Эмитент үшін корпоративтік брокер ретінде әрекет етпейді
- Эмитенттің Компания үлесінде елеулі үлесі жоқ
- Компания Эмитенттің акцияларына қатысты маркет-мейкер бола алады. Қаржы құралдарының толық тізімі Қазақстан қор биржасының сайтында жазылған және мына сілтеме бойынша қолжетімді: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтингтік жүйе

- Buy. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның 20 пайыздан астам өсуі күтілетін акция
- Hold. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның минус 10 пайыздан плюс 10 пайызға дейін өзгеруі күтілетін акция
- Sell. Рейтинг тағайындалған сәтте келесі 6-12 ай ішінде бағаның 10 пайыздан астам төмендеуі күтілетін акция