

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Solidcore Resources (CORE)

Потенциал роста: **26%**

Целевая цена: **\$9,6**

Текущая цена: **\$7,6**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Производство золота



ФЛЭШНОУТ/АПДЕЙТ

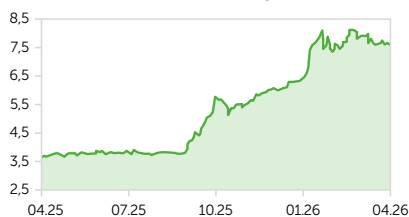
Solidcore: итоги 2-го полугодия 2025 года

Выручка, '25 (млн USD)	1 500
EBITDA, '25 (млн USD)	986
Чистая прибыль, '25 (млн USD)	662
Производство Au, '25 (тыс. 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%

Капитализация (млн USD)	3 368
Акции выпущено (млн штук)	443
Свободное обращение (%)	69,6%
52-нед. мин/макс (USD)	3,59-8,15
Текущая цена (USD)	7,6
Целевая цена (USD)	9,6
Потенциал роста (%)	26%
Инвестиционный горизонт	6-12 мес.
Планируемая частота обновления цены	2 раза в год

Динамика акций | акций / биржа AIX/CORE



Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	17%	31%	112%
vs KASE	11%	23%	73%

Оразбаев Данияр, CFA
Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | daniyar.orazbayev@fbroker.kz

Solidcore Resources опубликовала финансовые результаты за 2025 год. Отчёт оцениваем как умеренно позитивный: рекордные цены на золото обеспечили рост выручки и EBITDA несмотря на снижение объёмов производства и продаж из-за сбоя в толлинговой переработке концентрата Кызыла в первом полугодии. Второе полугодие показало резкое восстановление: выручка за полугодие выросла в 3,6 раза, а свободный денежный поток резко восстановился с -\$220 млн до +\$568 млн. По итогам полного года выручка выросла на 13%, скорректированная EBITDA на 37% с рентабельностью в 65%, а чистая прибыль на 24%. Дивиденды за 2025 год не предлагаются - Компания приоритизирует инвестиции в проект ЕГМК и другие проекты развития. В модели оценки мы повысили прогнозные цены на золото и обновили показатели затрат в соответствии с прогнозами компании. Обновлённая целевая цена одной акции Solidcore составила \$9,6, что даёт потенциал роста от текущей рыночной цены в 26%. Рекомендация – «Покупать».

Ключевые факторы для оценки. Главным позитивным фактором является текущий уровень цен на золото: средняя цена реализации составила \$3 658/унц в 2025 году (+52% г/г), а средняя цена закрытия LBMA в первом квартале 2026 года превысила \$4 876/унц. При сохранении текущих цен финансовые результаты 2026 года очевидно будут значительно сильнее чем в 2025 году. Также позитивным фактором является ожидаемый рост производства в 2026 году до 540 тыс. унций золотого эквивалента (+37% г/г) за счёт реализации накопленных запасов концентрата. Главный риск – масштабный инвестиционный цикл. Капитальные затраты согласно прогнозу компании удвоятся до \$510 млн, из которых \$315 млн приходится на строительство ЕГМК. Компания ведёт переговоры о привлечении кредитных линий на \$600-700 млн для финансирования проекта. Отказ от дивидендов сигнализирует, что денежная позиция будет направлена на финансирование роста. Ещё одним важным риском является введение с 2026 года прогрессивной ставки НДС с максимальным значением 11% при цене золота свыше \$3 800/унц (ранее 7,5%), что заметно увеличит налоговую нагрузку. Зависимость от сторонней переработки концентрата Кызыла остаётся системным операционным риском до ввода ЕГМК в эксплуатацию.

Выручка: рекордное второе полугодие компенсировало провал первого. Во втором полугодии выручка составила

\$1 175 млн против \$325 млн в первом (+262% п/п), при этом второе полугодие оказалось на 88% выше аналогичного периода 2024 года (\$625 млн). Средняя цена реализации золота во втором полугодии достигла \$3 815/унц против \$3 161/унц в первом (+21% п/п) и \$2 553/унц во втором полугодии 2024 (+49% г/г). Продажи во втором полугодии составили 308 тыс. унций золотого эквивалента против 104 тыс. в первом (+196% п/п). Кызыл обеспечил основной прирост: продажи восстановились до 216 тыс. унций против 24 тыс. в первом полугодии, когда сбои в толлинговой переработке практически полностью блокировали реализацию. Варваринское показало стабильную динамику - 91 тыс. унций во втором полугодии против 80 тыс. в первом. Производство во втором полугодии составило 271 тыс. унций (+121% п/п, +14% г/г), из которых 186 тыс. на Кызыле (+295% п/п) и 85 тыс. на Варваринском (+12% п/п). По итогам полного года выручка выросла на 13% г/г до \$1 500 млн, годовое производство составило 395 тыс. унций (-19% г/г), тогда как на уровне предприятий выпуск металла сохранился на отметке 508 тыс. унций (-1% г/г). Рудные запасы снизились на 2% г/г до 11,9 млн унций, минеральные ресурсы выросли на 10% до 3,8 млн унций.

Маржинальность и денежный поток: второе полугодие вытянуло год. Скорректированная EBITDA во втором полугодии составила \$820 млн с рентабельностью 70% против \$152 млн и 47% в первом полугодии. Для сравнения, во втором полугодии 2024 EBITDA составляла \$366 млн при рентабельности 59% - то есть рост более чем вдвое г/г. Чистая прибыль за второе полугодие - \$577 млн против \$85 млн в первом (+579% п/п) и \$295 млн во втором полугодии 2024 (+96% г/г). Денежная удельная себестоимость во втором полугодии снизилась до \$1 027/унц (-30% п/п и +4,3% г/г). Себестоимость с учетом капитальных затрат достигла \$1 307/унц против \$2 201/унц в первом полугодии и \$1 256/унц во втором полугодии 2024 года. Основные драйверы роста затрат за полный год: снижение продаж Кызыла (+\$139/унц), инфляция (+\$91/унц), рост НДПИ (+\$41/унц), частично компенсированные девальвацией тенге (-\$97/унц). НДПИ вырос на 44% г/г до \$131 млн, его доля в структуре затрат увеличилась с 19% до 25%. Операционный денежный поток во втором полугодии составил \$689 млн против -\$86 млн в первом, что отражает высвобождение оборотного капитала после нормализации продаж. Свободный денежный поток за второе полугодие достиг \$568 млн (против -\$220 млн в 1-м полугодии). По итогам полного года FCF составил \$348 млн (-20% г/г), капитальные затраты - \$255 млн (+23% г/г), из них \$128 млн - ЕГМК. Чистая денежная позиция выросла до \$464 млн при общем долге в \$267 млн (-17% г/г). В феврале 2026 года подписаны условия с KfW IPEX-Bank о кредитной линии до \$100 млн.

Наше мнение и изменения в модели оценки. Финансовую отчетность Solidcore можно оценить как умеренно позитивную. Первое полугодие было аномально слабым из-за толлинговых сбоев, но второе полугодие продемонстрировало масштабное восстановление по всем метрикам, подтвердив операционную устойчивость активов. Прогноз производства на 2026 год в 540 тыс. унций (+37% г/г) является сильным позитивным катализатором, однако удвоение капитальных затрат до \$510 млн ограничивает потенциал роста свободного денежного потока. Как и ожидалось, инвесторам пока не стоит рассчитывать на дивиденды на фоне инвестиционного цикла. В модели оценки основным изменением стало увеличение прогнозов цен на золото из-за роста цен на рынке. Также мы увеличили ожидаемые капзатраты на 2026 год и денежную себестоимость в соответствии с прогнозами руководства компании. В итоге после всех этих изменений мы увеличили нашу целевую цену акции Solidcore до **9,6 USD с потенциалом роста в 26%** от последней рыночной цены. **Рекомендация – «Покупать».**

СПРАВОЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Иллюстрация 1. Главные изменения в последней версии модели оценки

Изменения в предположениях	Дата оценки		Рост, %	Комментарии
	06.11.2025	13.04.2026		
Прогнозная цена золота, USD/унция, 2026	3975	4500	+13%	Резкое увеличение цен на золото с момента последней оценки
Капитальные затраты, млн USD, 2026	300	500	+67%	Увеличение прогноза в соответствии с прогнозами руководства
Продажи золота, тыс. унций, 2026	475	540	+14%	Продажи концентрата из запасов, что не было учтено в предыдущей версии оценки

Иллюстрация 2. Предыдущие рекомендации и целевые цены от Freedom Broker (В – «покупать», Н – «держать», S – «продавать»)

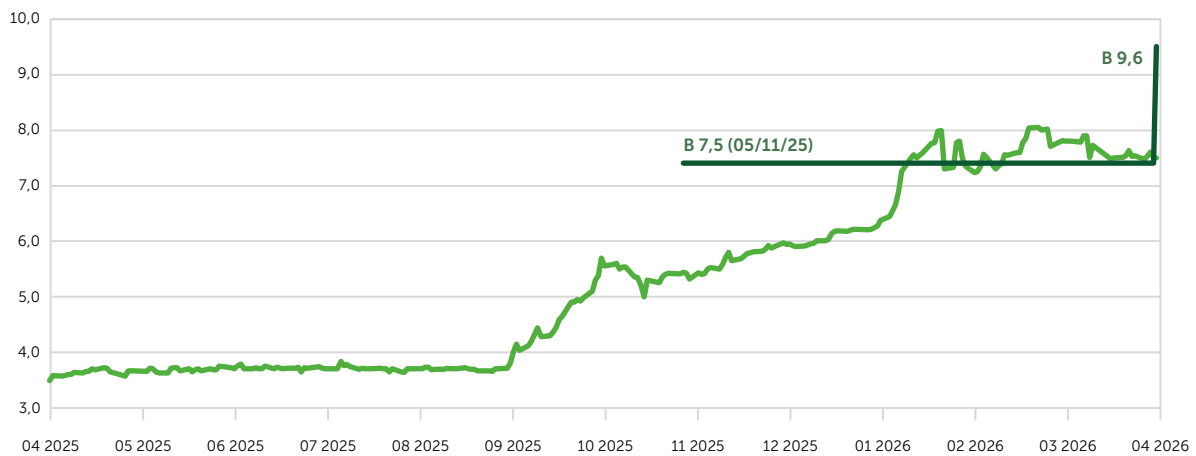


Иллюстрация 3. Ценовые мультипликаторы P/E и EV/EBITDA по расчетам Freedom Broker



Иллюстрация 4. Процентное соотношение текущих оценок от Freedom Broker по акциям индекса KASE

Рекомендация	Количество	Доля в %
Buy	3	30%
Hold	6	60%
Sell	1	10%

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

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (далее – Компания) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного Финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No.

AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Размещённая в данном разделе информация и материалы носят справочно-информационный характер, адресован клиентам Freedom Finance Global PLC, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является предложением инвестировать в акции различных компаний.

Размещённые в настоящем документе материалы носят справочно-информационный характер в отношении объекта инвестиционного исследования (далее – Эмитент), адресованы текущим розничным и потенциальным розничным клиентам Компании. Информация, изложенная в настоящем документе, была получена из общедоступных источников и считается автором(ами) надёжными, однако автор(ы) не даёт никаких гарантий или заверений, явных или подразумеваемых, относительно ее точности или полноты. Информация не предназначена для использования в качестве основы для принятия каких-либо инвестиционных решений каким-либо физическим или юридическим лицом. Эта информация не представляет собой инвестиционную рекомендацию, а также не является предложением или призывом купить или продать какую-либо ценную бумагу.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не даёт гарантии надёжности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Раскрытие информации

- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не имеет финансовой заинтересованности в ценных бумагах Эмитента
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не знает о существовании каких-либо конфликтов интересов, которые могли бы повлиять на содержание или публикацию данного отчета
- Автор(ы) или член его семьи настоящего отчета не обладает достаточным количеством ценных бумаг Эмитента в личном портфеле для того, чтобы оказывать существенное влияние на котировки в случае их продажи.
- Порядок подчинения автора(ов) и его(их) вознаграждения не приводят к конфликту интересов
- Компания и связанное с ним лицо не владеет 1% или более от общего выпущенного акционерного капитала Эмитента
- Компания и связанное с ним лицо не выступает в качестве корпоративного брокера для Эмитента
- Эмитент не обладает существенной долей участия в доле Компании
- Компания может являться маркет-мейкером в отношении акций Эмитента. Подробный список финансовых инструментов изложен на сайте Казахстанской фондовой биржи и доступен по данной ссылке: <https://kase.kz/ru/membership/SEVEN/>

Рейтинговая система

- Buy. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается увеличение цены более чем на 20 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Hold. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается изменение цены в диапазоне от минус 10 процентов до плюс 10 процентов в течение следующих 6-12 месяцев
- Sell. Акция, по которой на момент назначения рейтинга ожидается снижение цены более чем на 10 процентов в течение следую