

Solidcore Resources PLC (CORE)

Инициация покрытия

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 9,94 \$

Потенциал: +53,5%

Текущая цена: 6,48 \$

Рекомендация: Покупать

Январь 2026 года

Мы начинаем аналитическое покрытие Solidcore Resources plc (далее «Компания») — ведущего производителя золота в Казахстане, находящегося в переходной фазе от текущего уровня добычи 0,5 млн унций к масштабированию бизнеса до 1 млн унций к 2030 году. Стратегия компании основана на запуске Ертис гидрометаллургического комбината (ЕГМК) во втором полугодии 2028 года, обеспечивающего переработку упорных руд, снижение зависимости от стороннего толлинга и расширение бизнеса за счет переработки стороннего сырья, а также на переходе на подземную добычу на Кызыле в 2030 году. Мы считаем, что после 2028 года Solidcore перейдет в фазу более устойчивой генерации свободного денежного потока по мере снижения капитальных затрат. Мы планируем обновлять справедливую стоимость акции с периодичностью один раз в полгода, что соответствует периодичности выпуска финансовой отчетности Компании. Наша целевая цена по акциям по результатам финансовой отчетности за 1-ое полугодие 2025 года составляет 9,94 USD, что соответствует потенциалу роста 53,5%. Рекомендация — «Покупать».

Ключевые активы Компании

- ▶ Портфель Solidcore Resources plc базируется на двух ключевых производственных активах — Кызыл и Варваринское.
- ▶ Кызыл (Абайская область, Казахстан) — ключевой высокосортовый актив Solidcore и основной источник маржинальности. Существенная часть руды упорная, поэтому до ввода ЕГМК результаты зависят от доступности переработки концентрата, что может создавать временные разрывы между добычей и продажами и повышать волатильность денежных потоков. Кызыл остаётся главным драйвером роста в долгосрочной перспективе: запуск ЕГМК должен повысить устойчивость переработки упорных руд и предсказуемость реализации, а переход к подземной добыче в 2030 году — продлить срок службы актива и поддержать производственный профиль после завершения карьерной стадии. Дополнительный потенциал заключается в возможном вовлечении части ресурсов в запасы по мере доразведки и развития инфраструктуры переработки. На 01.01.2025 рудные запасы Кызыла составляют 10,0 млн унций GE, а минеральные ресурсы — 2,4 млн унций GE.
- ▶ Варваринское (Костанайская область, Казахстан) — более стабильный актив компании, обеспечивающий базовый уровень добычи и сглаживающий волатильность операционных результатов, особенно в переходный период до запуска ЕГМК. Варваринское выполняет роль операционной опоры и снижает зависимость совокупных результатов от динамики Кызыла, поддерживая устойчивость денежных потоков на этапе интенсивного капитального цикла. Кроме того, актив обладает инфраструктурной ценностью и может служить базой для подключения близлежащих небольших проектов, что повышает гибкость стратегии расширения ресурсной базы и поддерживает потенциал селективных M&A. На 01.01.2025 рудные запасы Варваринского составляют 2,2 млн унций GE, а минеральные ресурсы — 1,0 млн унций GE.

Финансовые показатели:

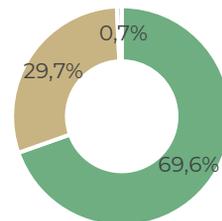
Млн USD	1П 2025	1П 2024	Изменение (%)
Выручка	325	704	(53,8%)
Себестоимость	(155)	(358)	56,7%
Показатель EBITDA	152	346	(56,1%)
Операционная прибыль	127	292	(56,5%)
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	85	238	(64,3%)
Чистая прибыль	85	(1 807)	104,7%
Капитальные затраты	128	107	19,6%

Маржинальность:

	1П 2025	1П 2024
ROA (LTM)	19%	8%
ROE (LTM)	26%	19%

Источник: данные Компании, расчеты BCC Invest

Акционеры:

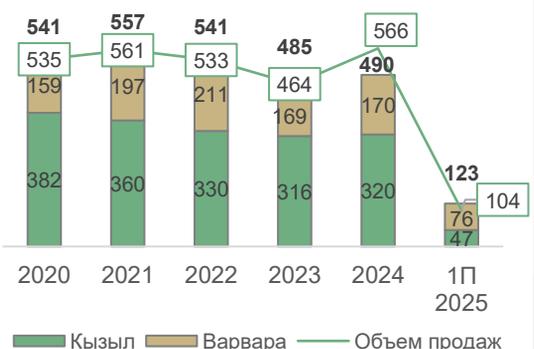


- Институциональные и частные инвесторы
- Maaden International Investment SPC
- Директора и менеджмент

Рыночные параметры:

Кол-во выпущенных акций (шт)	473 690 320
Рыночная капитализация (млрд, \$)	2 984
52-нед. мин/ макс (\$)	3,09 – 6,49

Операционные показатели, тыс. унций:



Ербол Бейбитов

Ведущий аналитик

beibitov@bcc-invest.kz

Solidcore Resources PLC (CORE)

Финансовые результаты за 1П 2025 года

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12М): 9,94 \$

Потенциал: +53,5%

Текущая цена: 6,48 \$

Рекомендация: Покупать

Операционные результаты за 9 месяцев 2025 года

Операционные результаты Solidcore в 2025 году носили фазный характер: слабое первое полугодие было связано преимущественно с задержками сторонней переработки концентрата Кызыла на Амурском ГМК, что привело к существенному падению продаж и выручки, несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру. В результате за 1П 2025 выручка снизилась на 54% г/г до \$325 млн, а Компания накопила около 200 тыс. унций золота в виде запасов в концентрате, которые планировалось реализовать во втором полугодии.

В 3 квартале 2025 ситуация начала нормализовываться: добыча и переработка на Кызыле и Варваринском велись без сбоев и с выполнением плановых показателей, а возобновление переработки концентрата на АГМК позволило резко улучшить квартальную динамику. Объем продаж в III квартале вырос до 156 тыс. унций золотого эквивалента (+28% г/г), а выручка достигла 536 млн USD (+77% г/г), чему дополнительно способствовала реализация накопленных запасов концентрата и рост цен на золото.

По итогам 9 месяцев 2025 года производственные показатели на уровне предприятий оставались стабильными: общий объем произведенного металла на уровне предприятий составил 395 тыс. унций золотого эквивалента, что сопоставимо с 9М 2024. Однако из-за задержек толлинговой переработки в первом полугодии общее производство финальной продукции за 9М 2025 составило 248 тыс. унций золотого эквивалента, объем продаж — 260 тыс. унций золотого эквивалента, а выручка — 861 млн USD. При этом компания сгенерировала значительный положительный свободный денежный поток в III квартале, что увеличило чистую денежную позицию до 355 млн USD на 30 сентября 2025 года.

Проекты развития

Стратегия развития Solidcore направлена на переход от текущего производственного плато (порядка 0,45–0,50 млн унций GE) к масштабированию бизнеса до 1 млн унций GE к 2030 году. Достижение цели предполагает не просто расширение добычи на действующих карьерах, а структурное изменение производственной цепочки и вовлечение упорных руд. В этой логике портфель проектов развития компании концентрируется вокруг двух ключевых направлений: создание собственной переработки упорных руд (ЕГМК) и подготовка к переходу Кызыла на подземную добычу, а также включает геологоразведку, увеличение ресурсной базы и селективные M&A-проекты для загрузки будущих мощностей.

Ключевым проектом развития является строительство Ертис гидрометаллургического комбината (ЕГМК) в Павлодарской области Казахстана — автоклавно-го (POX) гидрометаллургического комплекса, предназначенного для переработки упорных золотосодержащих концентратов. Старт строительства — 2025, завершение — 2П 2028. Проект решает стратегическую проблему компании: до ввода ЕГМК Solidcore вынуждена зависеть от внешней переработки (толлинга), что в 2024–2025 годах уже приводило к накоплению запасов в концентрате и разрыву между добычей и продажами. Запуск собственного комплекса должен повысить управляемость производственной цепочки, стабилизировать продажи и снизить операционные риски, связанные с ограничениями внешних мощностей. Кроме того, ЕГМК рассматривается как платформа для роста через переработку стороннего сырья: компания планирует использовать часть мощности под tolling-концентраты третьих сторон, что может добавить объем производства без пропорционального роста геологических рисков.

Вторым ключевым направлением является подготовка Кызыла к переходу от карьерной добычи к подземной в 2030 году. Этот проект важен для сохранения высокосортной ресурсной базы и предотвращения структурного снижения добычи по мере истощения карьерной части месторождения. Подземный рудник должен продлить срок службы Кызыла и обеспечить устойчивое производство в долгосрочном горизонте, поддерживая стратегическую цель масштабирования компании. Вместе с запуском ЕГМК подземный Кызыл формирует основу будущего производственного профиля и, в отличие от органического роста на карьере, связан с существенными капитальными затратами, проектными и операционными рисками.

Сырымбет — один из крупнейших оловянных проектов в Казахстане, в котором Solidcore приобрела контрольную долю (55%). Проект относится к категории стратегических активов, связанных с металлами “зелёной экономики”, и рассматривается как долгосрочный источник роста и диверсификации денежного потока. В отличие от действующих золотых активов, Сырымбет находится на стадии развития и требует дальнейшей работы по ТЭО, проектированию и формированию производственной инфраструктуры, что предполагает значимые капитальные вложения и длительный инвестиционный цикл.

С точки зрения стратегии, Сырымбет усиливает позиционирование Solidcore как компании, ориентированной не только на добычу золота, но и на развитие портфеля критических металлов. При этом проект может повысить устойчивость бизнеса в долгосрочном горизонте за счет диверсификации товарного риска, однако он несет типичные для development-stage активов риски — неопределенность сроков ввода, возможные изменения капитальных затрат и зависимость экономической эффективности от рыночных цен на олово и стоимости финансирования. В модели и оценке компании Сырымбет целесообразно рассматривать отдельно, как опцион на рост, который может материализоваться после завершения ключевых этапов проектирования и финансирования.

Solidcore Resources PLC (CORE)

Финансовые результаты за 1П 2025 года

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 9,94 \$

Потенциал: +53,5%

Текущая цена: 6,48 \$

Рекомендация: Покупать

Проекты развития (продолжение)

Помимо капиталоемких инфраструктурных проектов, Solidcore реализует программу расширения ресурсной базы через геологоразведку и развитие новых лицензий в Казахстане и Центральной Азии. Логика стратегии предполагает, что по мере ввода ЕГМК компании потребуются дополнительное сырьё для загрузки мощностей и реализации целевого роста, поэтому особую ценность приобретают проекты, расположенные вблизи существующей инфраструктуры (в орбите Варваринского хаба). Такие проекты позволяют увеличивать производство за счёт подключения к действующим мощностям без необходимости строительства отдельной инфраструктуры, что в горнодобывающей отрасли обычно обеспечивает более высокий ROIC и более короткий срок окупаемости.

Дизайн финансовой модели

Для оценки справедливой стоимости акции Компании была построена DCF-модель. Оценка выполнена методом DCF и основана на дисконтировании прогнозного свободного денежного потока (FCFF) в рамках явного прогнозного периода. Для учета стоимости Компании после окончания прогнозного горизонта в модели рассчитывается терминальная стоимость (terminal value), определяемая на основе модели постоянного роста (Gordon Growth Model). Терминальная стоимость дисконтируется по WACC и составляет существенную часть итоговой стоимости предприятия. Ключевым элементом DCF-модели является прогноз операционных денежных потоков Компании, основанный на расчете выручки, капитальных затрат по основным действующим активам и проектам развития и операционных расходов. Прогнозы по выручке и расходам были построены на основе актуальных данных Компании в периоде 2020 – 1П 2025. Модель учитывает запуск ЕГМК во второй половине 2028 года и его влияние на будущие денежные потоки, а также планы Компании по выходу на 1 млн унций к 2030 году.

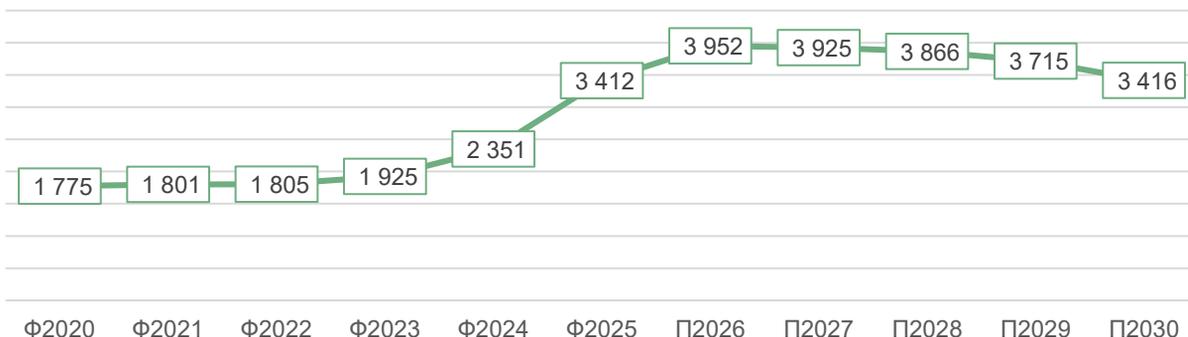
Выручка

Прогноз выручки строится на основе актуальных данных по объему добычи и реализации продукции, а также на основе прогноза цен на золото. Объемы добычи/производства в модели задаются исходя из производственной программы Компании, допущений о стабильности/изменении содержания руды и технологических параметров переработки, включая возможные переходы к новым режимам добычи (например, подземные работы). Прогноз цен на золото формируется на основе внешних консенсус-оценок (S&P CapitalIQ consensus) и собственных рыночных ожиданий. В итоге выручка рассчитывается как произведение объемов реализации (в унциях или золотом эквиваленте) на прогнозную цену.

Прогнозы по золоту

После сильной динамики в 2025 году рынок золота входит в 2026 год с более высокой ценовой базой и обновленными ожиданиями. Рост цен был обусловлен сочетанием устойчивого инвестиционного спроса, продолжающихся покупок со стороны центральных банков и благоприятного макроэкономического фона.

График 1. Ежемесячная средняя цена на золото в долларах США за унцию.



Источник: S&P CapitalIQ

В качестве прогноза цен по золоту мы использовали консенсус S&P CapitalIQ (График 1). Согласно консенсусу ожидается, что в 2026 году средняя цена на золото составит 3 952 USD за унцию. Текущая цена (на 09.01.2025 года) составляет 4 464 USD за унцию. Более оптимистичный сценарий, предполагающий движение цен к уровням около 4 600 USD за унцию, возможен при сохранении притоков капитала в инвестиционные инструменты, обеспеченные золотом, а также при сохранении активного спроса со стороны центральных банков, формирующем долгосрочную поддержку рынку. Поддержку рынку оказывает тот факт, что спрос на золото в 2025 году оставался высоким даже на фоне рекордных цен. Притоки в ETF были одними из самых сильных за последние годы, а центральные банки, особенно в развивающихся странах, продолжили наращивать резервы, формируя долгосрочную основу для рынка.

Solidcore Resources PLC (CORE)

Финансовые результаты за 1П 2025 года

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 9,94 \$

Потенциал: +53,5%

Текущая цена: 6,48 \$

Рекомендация: Покупать

Прогнозы по золоту (продолжение)

С макроэкономической точки зрения золото выигрывает от среды повышенной неопределённости, роста глобального долга и ожиданий снижения реальных процентных ставок. В таких условиях золото сохраняет свою привлекательность как стратегический элемент портфеля, ориентированный на защиту и диверсификацию, а не на краткосрочные спекуляции.

Капитальные затраты

Капитальные затраты в модели разделяются на CAPEX на поддержание и CAPEX на расширение и формируются по ключевым активам и проектам развития. CAPEX на поддержание задается исходя из исторического уровня и индексируется на инфляцию. CAPEX на расширение включает капитальные вложения в инфраструктурные проекты (например, ЕГМК) и иные крупные программы развития, распределенные по годам согласно календарю строительства и графику освоения бюджета. Компания входит в интенсивную инвестиционную фазу: CAPEX на расширение составит более чем \$1 млрд в течение 2025–2029 гг., главным образом на строительство ЕГМК и сопутствующую инфраструктуру. После ввода объекта в эксплуатацию капитальные затраты нормализуются до уровня поддерживающих расходов, при необходимости учитываются дополнительные вложения на расширение или модернизацию мощностей. Износ и амортизация рассчитываются исходя из текущей базы основных средств и новых инвестиций и отражаются в отчете о прибылях и убытках для расчета налогов, но не являются денежной статьей при формировании FCFF.

Операционные расходы

Операционные денежные затраты моделируются по основным компонентам: себестоимость, которая включает в себя расходы на добычу, переработку, приобретение руды и концентратов у третьих сторон и НДС/ПИ, и общие и административные расходы, которые состоят из оплаты труда услуг и тд. Для целей прогнозирования расходы были разделены на постоянные и переменные. Постоянные расходы рассчитываются через удельные показатели на тонну добытой и переработанной руды и/или на унцию произведенного металла, с последующей индексацией на инфляцию и учетом ожидаемой динамики эффективности. Переменные расходы рассчитываются как доля от выручки рассчитанная в историческом периоде.

Ставка дисконтирования

Ставка дисконтирования (WACC) рассчитывается на основе безрисковой ставки в валюте модели (USD), премии за риск рынка акций и отраслевых параметров (β), а также включает страновой риск, соответствующий юрисдикции основной операционной деятельности (Damodaran). Стоимость долга определяется исходя из текущих условий финансирования Компании (эффективная ставка по долгам и кредитным линиям) и структуры капитала. Итоговый WACC используется для дисконтирования свободного денежного потока (FCFF) на протяжении прогнозного периода и расчета терминальной стоимости. Терминальная стоимость рассчитывается на основе модели постоянного роста или выходного мультипликатора; темп долгосрочного роста задается консервативно и соответствует долгосрочным инфляционным ожиданиям и зрелому состоянию бизнеса после завершения инвестиционного цикла.

Таблица №1. Прогноз основных финансовых показателей

В млн долларов США	Прогнозы				
	2П 2025	2026	2027	2028	2029
NORAT	417	691	647	601	793
Ставка дисконтирования	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Дисконтированный денежный поток	175	185	325	286	292
Сумма дисконтированных денежных потоков	1 262				
Сумма дисконтированных денежных потоков в терминальном периоде	3 226				
EV	4 488				
Чистый долг	143				
Инвестиции	80				
Стоимость Компании	4 711				
Количество акции в обращении, млн	474				
Справедливая стоимость акции, \$/акция	9,94				
Текущая цена, \$/акция	6,48				
Потенциал роста/(снижения)	53,5%				
Рекомендация	Покупать				

Важная информация. Дисклеймер.

«Информация о рисках для клиентов АО «BCC Invest»

Важная информация:

Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала, не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Получатель данного материала не должен сугубо полагаться на представленную информацию для принятия решений. Расчеты, исторические данные и иная информация, которая может содержаться в данном материале, подготовлены сотрудниками АО «BCC Invest» на основе информации и данных, полученных из публичных источников. АО «BCC Invest» не проверяет и не обязан проверять полноту, точность и достоверность такой информации. Любая предоставляемая АО «BCC Invest» информация используется клиентом исключительно по своему усмотрению и на свой риск.

Предоставляемая АО «BCC Invest» информация не является предложением о покупке и/или обязательством по продаже той или иной ценной бумаги, побуждением к заключению сделки и рекомендацией получателю информации по инвестиционным, налоговым и юридическим вопросам, в том числе по вопросу о соответствии заключаемой сделки конкретным целям получателя информации.

Перед осуществлением операций с ценными бумагами, в том числе иностранными ценными бумагами, валютой, производными финансовыми инструментами с различными видами базисных активов (далее — «Финансовые инструменты»), информацию о которых предоставляет АО «BCC Invest», получателям данной информации необходимо ознакомиться с документами, характеризующими указанные финансовые инструменты (проспект эмиссии и пр.) и провести всесторонние консультации со своими финансовыми, юридическими, налоговыми, бухгалтерскими и иными консультантами до заключения сделки с финансовыми инструментами. Заключение сделок с финансовыми инструментами сопряжено с определенными рисками, ответственность за которые не может быть возложена на АО «BCC Invest», так как они находятся вне разумного контроля сторон и их возможности предвидеть и предотвратить последствия таких рисков ограничены или невозможны. Получатель информации должен самостоятельно оценивать возможность заключения сделок с финансовыми инструментами. Получателю информации не следует заключать сделку, если ее экономическая и юридическая суть, документация, условия и связанные с ней риски остаются неясными или не соответствуют целям, намерениям и ожиданиям получателя информации. Заключение сделок с финансовыми инструментами может порождать значительные финансовые и иные риски. По этой причине данные сделки предназначены для лиц, которые готовы принять на себя соответствующие риски и в состоянии перенести связанные с ними возможные финансовые потери. Перед заключением любой сделки получателю информации необходимо удостовериться в том, что он понимает риски, возникающий в связи с заключением соответствующей сделки и обладает необходимыми финансовыми и иными ресурсами для исполнения принятых на себя обязательств при любом сценарии развития событий. Принимая решение о проведении операции, на финансовом рынке, необходимо учитывать, что инвестирование в финансовые инструменты несет в себе риск неполучения ожидаемого дохода, потери части или даже всех инвестированных средств, возможные расходы и потери. Информация о прогнозируемой положительной доходности может расцениваться не иначе как предположения. Результаты инвестиционной деятельности в прошлом не определяют результаты в будущем, а стоимость активов может как увеличиваться, так и уменьшаться. Изменения курса обмена иностранной валюты могут также вызвать уменьшение или увеличение стоимости инвестиций. АО «BCC Invest» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, которые могут быть получены получателем информации на основании использования информации.

«Конфликт интересов»

Уведомляем, что АО «BCC Invest» оказывает услуги, аналогичные описанным в типовых формах договоров об оказании услуг брокерского обслуживания и номинального держания, третьим лицам, а также принимает поручения третьих лиц по иным договорам и осуществляет сделки и иные операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами в интересах третьих лиц и в собственных интересах и оказывает иные услуги третьим лицам в порядке совмещения видов профессиональной деятельности согласно действующему законодательству Республики Казахстан, в том числе информационные услуги, услуги финансового консультирования, андеррайтинга, услуги представителя держателей облигаций, доверительного управления активами и услуги маркет-мейкера.

В ходе оказания вышеуказанных услуг, АО «BCC Invest» получает вознаграждение за такие услуги, что может привести к возникновению конфликта интересов между АО «BCC Invest» и клиентом.

АО «BCC Invest» не рекомендует клиенту совершать сделки с финансовыми инструментами, если исполнение такой сделки приведет к возникновению конфликта интересов.

Государственная лицензия № 3.2.235/12 от 10.07.2018 года на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг.