

# Solidcore Resources PLC (CORE)

Финансовые результаты за 2025 год

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 11,2 \$

Потенциал: +23,1%

Тикер KASE : CORE\_KZ

Текущая цена: 9,1 \$

Рекомендация: Покупать

## Май 2026 года

Мы актуализируем нашу оценку Solidcore Resources plc по итогам финансовых результатов за 2025 год. Компания остаётся ведущим производителем золота в Казахстане и проходит переходную фазу: от текущего производственного плато порядка 0,4 млн унций (с восстановлением до 0,54 млн унций в 2026 году) к масштабированию бизнеса до 1 млн унций к 2030 году. Стратегия Компании по прежнему опирается на запуск Ертис гидрометаллургического комбината (ЕГМК) во втором полугодии 2028 года, который обеспечит собственную переработку упорных руд, снизит зависимость от стороннего толлинга и откроет дополнительные возможности за счёт переработки сырья третьих сторон. Параллельно идёт подготовка к переходу на подземную добычу на Кызыле в 2030 году. Мы считаем, что после 2028 года Solidcore перейдёт в фазу более устойчивой генерации свободного денежного потока по мере снижения капитальных затрат. Наша целевая цена по акциям по результатам финансовой отчётности за 2025 год поднялась до уровня 11,20 USD, что соответствует потенциалу роста 23,1%. Рекомендация — «Покупать».

### Ключевые активы Компании

- ▶ Портфель Solidcore Resources plc базируется на двух ключевых производственных активах — Кызыл и Варваринское.
- ▶ Кызыл (Абайская область, Казахстан) — ключевой высокосортный актив Solidcore и основной источник маржинальности. Существенная часть руды упорная, поэтому до ввода ЕГМК результаты зависят от доступности сторонней переработки концентрата, что в 2025 году вновь подтвердилось. По итогам 2025 года производство на Кызыле составило 234 тыс. унций (минус 27% год к году). 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 продлит срок эксплуатации актива до 2054 года. На 01.01.2026 рудные запасы Кызыла составляют 9,7 млн унций GE (минус 3% год к году вследствие планового истощения), а минеральные ресурсы выросли до 2,5 млн унций GE (плюс 4%).
- ▶ Варваринское (Костанайская область, Казахстан) — более стабильный актив Компании, обеспечивающий базовый уровень добычи и сглаживающий волатильность операционных результатов. По итогам 2025 года производство на активе составило 161 тыс. унций (минус 5% год к году), при этом квартальная динамика стабилизировалась к концу года. Варваринское выполняет роль операционной опоры и снижает зависимость совокупных результатов от динамики Кызыла на этапе интенсивного капитального цикла. Кроме того, актив обладает инфраструктурной ценностью и может служить базой для подключения близлежащих небольших проектов (Баксы, Элеваторное), что повышает гибкость стратегии расширения ресурсной базы. На 01.01.2026 рудные запасы Варваринского составляют 2,2 млн унций GE (без изменений), а минеральные ресурсы выросли до 1,3 млн унций GE (плюс 24%).

### Финансовые показатели:

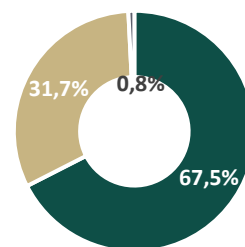
Млн USD	2025	2024	Изменение (%)
Выручка	1 500	1 328	13,0%
Себестоимость	(513)	(621)	(17,4%)
Показатель EBITDA	922	739	24,7%
Операционная прибыль	890	609	46,1%
Чистая прибыль	662	533	24,2%
Капитальные затраты	255	208	22,6%

### Маржинальность:

	2025	2024
ROA	23,3%	9,1%
ROE	35,6%	28,3%

Источник: S&P Capital IQ

### Акционеры:

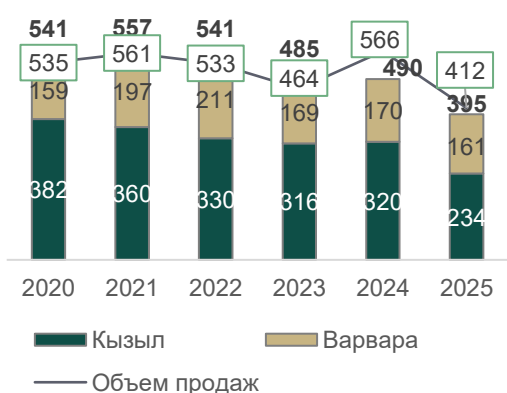


- Институциональные и частные инвесторы
- Maaden International Investment SPC
- Директора и менеджмент

### Рыночные параметры:

Кол-во выпущенных акций (шт)	443 146 134
Рыночная капитализация (млрд, \$)	3 953
52-нед. мин/ макс (\$)	3,75 – 8,93

### Операционные показатели, тыс. унций:



# Solidcore Resources PLC (CORE)

Финансовые результаты за 2025 год

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 11,2 \$

Потенциал: +23,1%

Тикер KASE : CORE\_KZ

Текущая цена: 9,1 \$

Рекомендация: Покупать

## Операционные результаты за 2025 год

Операционные результаты Solidcore в 2025 году носили выражено фазный характер. Слабое первое полугодие было обусловлено задержками сторонней переработки концентрата Кызыла на Амурском ГМК, что привело к накоплению запасов концентрата и существенному разрыву между производством и продажами.

Во втором полугодии переработка стабилизировалась, и Компания приступила к высвобождению накопленных запасов. Продажи в 4 квартале выросли до 152 тыс. унций (плюс 24% год к году), а квартальная выручка достигла рекордных 639 млн USD (плюс 99% год к году) на фоне восстановления объёмов и благоприятной ценовой конъюнктуры.

По итогам 2025 года совокупное производство финальной продукции составило 395 тыс. унций золотого эквивалента (минус 19% год к году), при этом производство металла на уровне предприятия осталось практически стабильным на уровне 508 тыс. унций (минус 1%), что подтверждает операционную устойчивость действующих активов. Реализация составила 412 тыс. унций (минус 23%), а годовая выручка выросла на 13% до 1 500 млн USD за счёт роста средней цены реализации золота на 52% до 3 658 USD за унцию.

Скорректированная EBITDA выросла на 37% и достигла 972 млн USD, рентабельность по EBITDA увеличилась до 65% (с 54% в 2024 году). Чистая прибыль составила 662 млн USD (плюс 24%), а скорректированная чистая прибыль 701 млн USD (плюс 40%). Денежные затраты (ТСС) составили 1 138 USD за унцию (плюс 17%), AISC 1 532 USD за унцию (плюс 18%), что находится в пределах прогнозного диапазона. Рост затрат был обусловлен снижением продаж на Кызыле, инфляцией в Казахстане на уровне 12,3%, увеличением расходов по НДС на фоне роста цен на золото и был частично компенсирован девальвацией тенге.

Несмотря на перебои в продажах, Компания сгенерировала свободный денежный поток в размере 348 млн USD (минус 20% год к году). Чистая денежная позиция на конец 2025 года выросла до 464 млн USD (с 374 млн USD на конец 2024 года), денежные средства и их эквиваленты составили 731 млн USD, общий долг — 267 млн USD. Совет директоров предложил не выплачивать дивиденды за 2025 год, приоритезируя инвестиции в проекты развития.

## Проекты развития

Стратегия развития Solidcore направлена на переход от текущего производственного плато (порядка 0,4–0,5 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. Портфель проектов развития Компании концентрируется вокруг двух ключевых направлений: создание собственной переработки упорных руд (ЕГМК) и подготовка к переходу Кызыла на подземную добычу.

ЕГМК — ключевой проект развития. Ертис гидрометаллургический комбинат в Павлодарской области Казахстана представляет собой автоклавный (POX) гидрометаллургический комплекс, предназначенный для переработки упорных золотосодержащих концентратов мощностью до 300 тыс. тонн концентрата и около 500 тыс. унций золота в год. В 2025 году был завершён важный этап: автоклав доставлен на строительную площадку, преодолев около 8 тыс. км от завода-изготовителя.

По состоянию на 1 квартал 2026 года консалтинговая компания Hatch завершила базовый инжиниринг, проектная документация передана на государственную экспертизу, получено экологическое разрешение на основной этап строительства. Завершение комплексной государственной экспертизы ожидается в июне 2026 года. Капитальные затраты на ЕГМК в 2026 году планируются на уровне 315 млн USD. Компания ведёт переговоры с международными банками о привлечении кредитных линий на 600–700 млн USD для финансирования строительства, подписание соглашений ожидается во 2-3 кварталах 2026 года. В феврале 2026 года уже были согласованы основные условия сделки с KfW IPEX-Bank на сумму до 100 млн USD сроком до семи лет.

Кызыл — подготовка к подземной добыче. Второе ключевое направление — переход Кызыла от карьерной добычи к подземной, начало которой запланировано на 2030 год. Срок эксплуатации подземного рудника, по оценке Компании, продлится до 2054 года. В 2025 году начались подготовительные работы, а в 2026 году в плане капитальных затрат предусмотрено строительство подземной горной инфраструктуры. Этот проект критичен для сохранения высокосортной ресурсной базы и предотвращения структурного снижения добычи по мере истощения карьерной части месторождения.

Сырымбет — диверсификация в олово. Один из крупнейших оловянных проектов в мире, в котором Solidcore владеет 55%. Проект относится к категории стратегических активов, связанных с металлами «зелёной экономики». По состоянию на 1 квартал 2026 года инженерные изыскания завершены на 70%, разработка нормативной документации продолжается. Совет директоров утвердил дополнительный бюджет в 20 млн USD на подготовку площадки и закупку основного технологического оборудования. Инвестиционное решение по строительству фабрики ожидается до конца 2026 года, ввод в эксплуатацию запланирован на 2029 год. Минеральные ресурсы Сырымбета составляют 206,3 тыс. тонн олова и 74,4 тыс. тонн меди (55% доля). Усиление дефицита олова на мировом рынке повышает экономическую привлекательность проекта.

# Solidcore Resources PLC (CORE)

## Финансовые результаты за 2025 год

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 11,2 \$

Потенциал: +23,1%

Тикер KASE : CORE\_KZ

Текущая цена: 9,1 \$

Рекомендация: Покупать

### Проекты развития (продолжение)

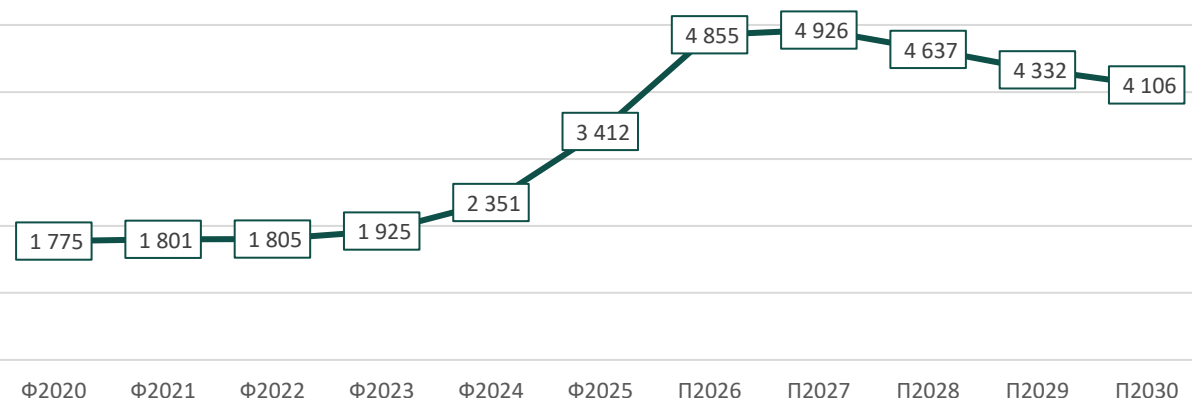
В 2025 году Компания приобрела 10,7% долю в проекте Бесшоки в Карагандинской области (медно-порфировое месторождение в партнёрстве с Bai Tau Minerals) за 15 млн USD и предоставила заём на 22 млн USD для финансирования программы разведки. Инвестиционное решение по проекту ожидается в 2026 году. Помимо этого, Компания изучает возможности расширения бизнеса на Ближнем Востоке и планирует закрыть первую сделку в рамках геологического партнёрства в этом регионе в 2026 году.

В 2025 году также завершилось строительство солнечной электростанции мощностью 23 МВт на территории Варваринского хаба. Строительство газопоршневой электростанции мощностью 40 МВт продвигается по графику, ввод в эксплуатацию запланирован на конец 2026 года. Реализация этих инициатив позволит обеспечить около 25% потребностей Группы в электроэнергии за счёт низкоуглеродных и возобновляемых источников и сократить выбросы парниковых газов до 30%.

### Прогнозы по золоту

После рекордной динамики 2025 года, когда средняя цена золота достигла 3 412 USD за унцию (+45% г/г), рынок входит в 2026 год с существенно более высокой ценовой базой. Консенсус S&P Capital IQ прогнозирует продолжение роста с пиком в 2027 году (4 926 USD за унцию) и последующей умеренной коррекцией к 4 106 USD за унцию к 2030 году.

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 4 855 USD за унцию. Текущая цена (на 25.05.2026 года) составляет 4 554 USD за унцию. Более оптимистичный сценарий, предполагающий движение цен к уровням около 4 900 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. Текущий уровень цен в районе 4 554 USD за унцию свидетельствует о том, что рынок уже движется в сторону консенсус-прогноза на 2026 год.

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.

# Solidcore Resources PLC (CORE)

Финансовые результаты за 2025 год

Тикер AIX : CORE

Целевая цена (12M): 11,2 \$

Потенциал: +23,1%

Тикер KASE : CORE\_KZ

Текущая цена: 9,1 \$

Рекомендация: Покупать

Таблица №1. Прогноз основных финансовых показателей

В млн долларов США	Прогнозы				
	2026	2027	2028	2029	2030
НОПАТ	1 059	911	809	755	738
Ставка дисконтирования	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Дисконтированный денежный поток	515	292	380	391	377
Сумма дисконтированных денежных потоков	1 955				
Сумма дисконтированных денежных потоков в терминальном периоде	2 464				
EV	4 419				
Чистый долг	464				
Инвестиции	82				
Стоимость Компании	4 965				
Количество акции в обращении, млн	443				
Справедливая стоимость акции, \$/акция	11,20				
Текущая цена, \$/акция	9,10				
Потенциал роста/(снижения)	23,1%				
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.