

Solidcore Resources

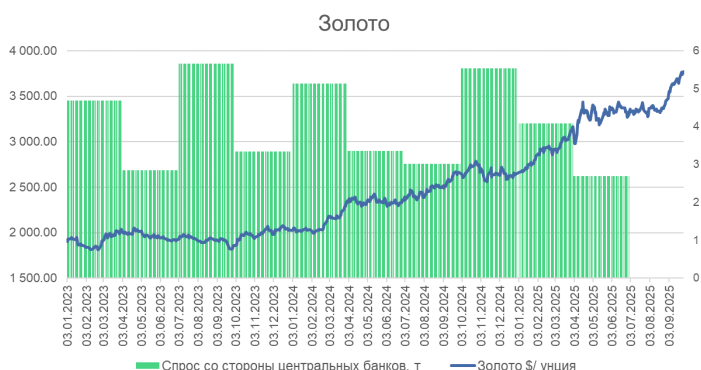
Solidcore Resources (Solidcore) — горнорудная компания, ведущий золотодобытчик Казахстана. Ранее компания была зарегистрирована на острове Джерси и называлась Polymetal International plc, но в августе 2023 года завершила перерегистрацию в международном финансовом центре «Астана» на территории Казахстана.

Текущая цена Solidcore, \$		5,6		
Целевая цена, \$		6,3		
Операционные Результаты	1П2024	1П2025	2024	2025П
Производство золота, тыс. унций	252	123	489	420
Реализация золота, тыс. унций	317	102	557	450
Финансовые Показатели	1П2024	1П2025	2024	2025П
Выручка, млн \$	704	325	1328	1288
Изменение, г/г	79%	-54%	49%	-3%
Скорр. EBITDA, млн \$	346	152	712	618
Рентабельность по EBITDA	49%	47%	54%	48%
Чистая прибыль скорр., млн \$	243	101	499	431
Изменение, г/г	72%	-58%	230%	-14%
Чистый долг, млн \$	-357	-143	-374	-143
Мультипликаторы	Solidcore	Полюс	Селигдар	ЮГК
P/E скорр.	7,4	6,5	15,2	12
EV/EBITDA скорр.	4,9	4,7	5,5	5,8
Net Debt/EBITDA	-0,23	1	3,8	2,2

Цены на золото. Котировки золота в I полугодии 2025 года демонстрировали восходящую динамику, и уже в начале октября достигли отметки 4000 долларов США за унцию. С начала года цены повысились на 54%, опередив по доходности даже акции т. н. «Великолепной семерки» (семи крупнейших представителей технологической отрасли США) и биткоин. Ключевыми предпосылками такой динамики стали покупки золота центральными банками и эскалация торговых войн после введения США новых тарифов. Помимо центральных банков, значительный

вклад в ценовое давление вносят инвесторы через биржевые фонды (ETF): с начала года нетто-позиция глобальных ETF, ориентированных на инвестиции в физическое золото, увеличилась более чем на 450 тонн, при этом потенциал для наращивания позиций институциональными инвесторами остается значительным, так как доля ETF в общей рыночной капитализации металла пока мала. Ожидания дальнейшего снижения ставок и уменьшения привлекательности инвестиций в американские активы продолжают формировать идеальную среду для продолжения восходящего тренда по золоту. Соответственно, конъюнктура остается идеальной для того, чтобы маржинальные золотодобытчики продолжали зарабатывать сверхприбыли.

Операционные результаты. Напомним, что после разделения у компании Solidcore остались два действующих месторождения — «Кызыл» и «Варваринское», оба находятся в Казахстане. Общие объемы производства в I полугодии сократились на 51% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года и составили 123 тыс. унций. Снижение вызвано прежде всего задержкой переработки концентрата «Кызыла» на АГМК. Отгрузки на АГМК возобновились только в конце II квартала, и компания рассчитывает получить значительную часть «зависшего» золота во II полугодии. Но часть этих объемов будет реализована уже в следующем году, соответственно, и значительная доля выручки, скорее всего, будет относиться к I полугодию 2026 года. Прогноз по производству на 2025 год составляет 420 тыс. унций в золотом эквиваленте, что на 11% ниже первоначального плана в объеме 470 тыс. унций.

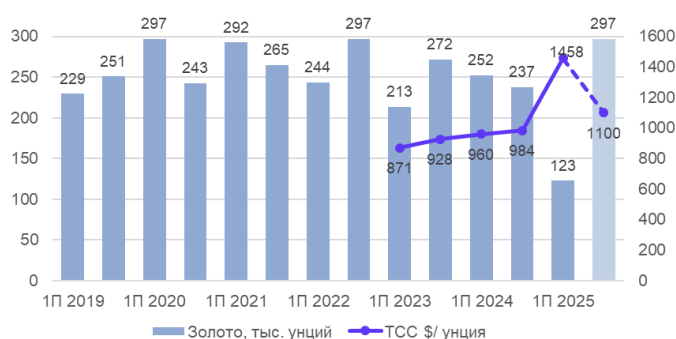


Источник: данные WGC

Solidcore Resources

При этом, увеличения производства до 2029 года на «Кызыле» не ожидается, и финансовые результаты будут зависеть от цен на золото и курса национальной валюты. Продажи в I полугодии упали на 64%, составив 104 тыс. унций, и даже рост цен на золото не смог в полной мере компенсировать снижение продаж, поскольку задержки в сторонней переработке концентрата на «Кызыле» полностью нивелировали положительную динамику цен на золото.

Производство

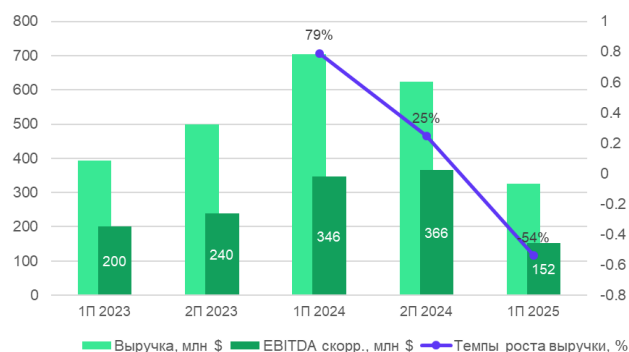


Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Финансовые результаты. Выручка за I полугодие 2025 года составила 325 млн долларов США (704 млн долларов — в I полугодии 2024 года), снизившись на 54% в сравнении с прошлым годом. Если большая часть из накопленных запасов в 200 тыс. унций золота в концентрате будет реализована до конца года, то это приведет к значительному росту выручки во II полугодии.

Денежные затраты (TCC) Solidcore в I полугодии составили 1458 долларов на унцию золота, увеличившись на 52% за год, что отражает инфляционное давление и распределение затрат на меньшее количество унций реализованного металла. Компания ожидает, что за полный 2025 год TCC снизится до уровня ближе к верхней границе диапазона 1000—1100 долларов за унцию в связи с увеличением объема продаж во II полугодии 2025 года.

Как следствие, из-за негативной динамики выручки и затрат скорректированная EBITDA снизилась на 56% в годовом отношении, до 152 млн долларов. При этом рентабельность составила 47%, находясь на высоких значениях. Изменение цены золота на 100 долларов добавляет порядка 36—39 млн долларов к EBITDA, эффект на TCC составляет 17—24 долларов на унцию добытого золота. На текущий момент цены на золото выросли на 700 долларов с конца I полугодия, что внесет весомый положительный вклад в операционный доход по итогам года. Скорректированная чистая прибыль снизилась на 58% до 101 млн долларов по итогам первых шести месяцев, тут мы также ждем резкого улучшения в III и IV кварталах 2025 года. Капитальные затраты увеличились на 19% и составили 128 млн

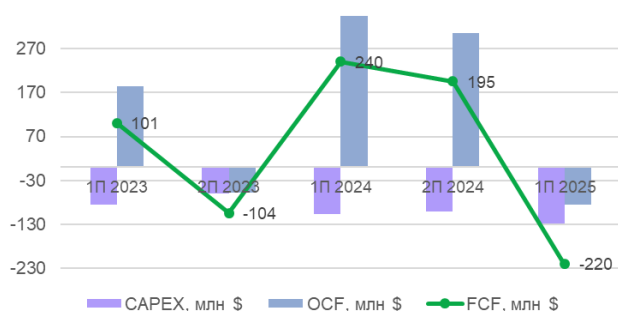


Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

долларов в связи с началом строительства ТОО «Ертис гидрометаллургический комбинат» (ЕГМК), направленного на снижение операционных рисков и устранение зависимости от сторонней переработки. Менеджмент подтвердил годовой прогноз капитальных затрат на уровне 300 млн долларов, пик должен прийти на 2026 год, но инвестиционная программа до 2029 года достаточно масштабная. Учитывая тот факт, что операционный денежный поток находится в отрицательной зоне, свободный денежный поток вышел также отрицательным, в размере 220 млн долларов. Менеджмент прогнозирует положительный денежный поток во II полугодии 2025 года и за весь 2025 год в связи с высвобождением оборотного капитала. Дивиденды за 2024 год компания не выплачивала, и по итогам этого года мы бы также не рассчитывали на выплату.

С долговой нагрузкой у компании проблем нет, чистая денежная позиция составляет 143 млн долларов. Уровень доступной ликвидности также остается высоким: 351 млн долларов денежных средств на балансе и 139 млн долларов неиспользованных кредитных линий. Летом компания подписала новое кредитное соглашение на сумму до 100 млн долларов, которое будет использовать для рефинансирования части краткосрочных кредитов.

Денежные потоки



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Solidcore Resources

Риски:

- годовой прогноз по производству снижен на 11% (с 470 до 420 тыс. унций), часть выручки переносится на 2026 год;
- затраты резко выросли: ТСС — на 52%, АISC — на 72%. Хотя компания прогнозирует их снижение во II полугодии, они останутся выше первоначальных планов;
- зависимость от сторонних мощностей: до ввода в эксплуатацию ЕГМК компания остается уязвима к сбоям на сторонних предприятиях по переработке;
- снижение цен на золото.

Предпосылки для роста и позитивные факторы:

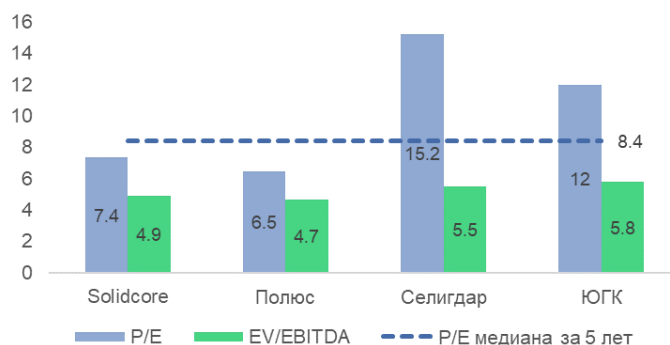
- решение операционной проблемы с задержкой переработки концентрата на АГМК в значительной степени решена, отгрузки стабилизировались в июле;
- цены на золото с начала года выросли на 54%, что благоприятно скажется на EBITDA во II полугодии 2025 года;
- компания планирует реализовать значительную часть накопленных запасов (около 200 тыс. унций). Это должно привести к резкому росту выручки и положительному свободному денежному потоку после оттока в I полугодии;
- строительство собственного гидрометаллургического комбината, который в среднесрочной перспективе снизит зависимость от сторонних переработчиков и повысит маржинальность компании.

Итог. Компания находится в переходном периоде после операционных сбоев, но обладает фундаментом для восстановления. Инвестиционная привлекательность Solidcore зависит от успешной реализации планов по нормализации операционной деятельности. Вероятно, результаты за II полугодие будут лучше первых шести месяцев, но вопрос, насколько оправдаются оптимистичные прогнозы менеджмента компании по продажам и снижению затрат. Мониторинг квартальных производственных отчетов за III и IV кварталы будет критически важен для подтверждения или пересмотра прогнозов. Дивиденды компания не выплачивает и имеет внушительные капитальные расходы на годы вперед, которые призваны стабилизировать маржинальность и производство, но не позволяют нарастить его.

Учитывая слабые производственные показатели и сильное падение финансовых результатов за I полугодие, по форвардным мультипликаторам на конец

года компания оценена справедливо по текущей цене акции и имеет лишь незначительный потенциал роста. Оценка чуть выше, чем у «Полюса», при том, что у «Полюса» выше маржа, ниже себестоимость добычи и есть планы по наращиванию производства. Также нужно учитывать, что на бирже Казахстана большинство компаний торгуются с дисконтом из-за ликвидности, но дисконт в оценке характерен и для нашего рынка из-за страновых рисков. С начала сентября бумаги Solidcore выросли на 48%, ликвидировав дисконт в оценке. Оценка акций компании уже учитывает наблюдаемый рост цен на золото и ожидаемое восстановление финансовых показателей во II полугодии 2025 года.

Мультипликаторы



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.