ESALIENS TFI S.A.
Warecka 11A
00-034 Warszawa

T +48 (22) 337 66 00
F +48 (22) 337 66 99
www.esaliens.pl

ESALIENS

10 2025 KOMENTARZ RYNKOWY

ESALIENS ZŁOTA I METALI SZLACHETNYCH

Komentarz dotyczy subfunduszu bazowego - SUBFUNDUSZ BAZOWY FRANKLIN GOLD AND PRECIOUS METALS FUND

Jest to informacja reklamowa. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie przewidują przyszłych stóp zwrotu. Czynniki ryzyka związane z inwestowaniem fundusz, przedstawiane są w Kluczowych Informacjach (KID) oraz prospekcie funduszu.

Franklin Gold and Precious Metals Fund

...dąży do wzrostu wartości kapitału, inwestując co najmniej 80% swoich aktywów netto w papiery wartościowe spółek na całym świecie, które zajmują się wydobyciem, przetwarzaniem lub handlem złotem i innymi metalami szlachetnymi, takimi jak platyna, pallad i srebro. Fundusz ma drugorzędny cel w postaci bieżącego dochodu.

Data powstania strategii - 30.04.2010

Benchmark - FTSE Gold Mines Index

Omówienie wyników

• Ceny złota spot wzrosły o 11,9% we wrześniu, o 16,8% w trzecim kwartale 2025 roku i o 47,0% od początku roku, osiągając poziom 3 859 USD za uncję trojańską - co stawia je na drodze do największego rocznego wzrostu od 1979 roku. Złoto osiągnęło kolejne historyczne maksima w ujęciu realnym (po uwzględnieniu inflacji), napędzane utrzymującymi się obawami inwestorów dotyczącymi napięć geopolitycznych, turbulencji gospodarczych wywołanych przez amerykańskie taryfy i konflikty handlowe, presji inflacyjnej oraz wysokiego poziomu niepewności co do kierunku cyklu obniżek stóp procentowych Rezerwy Federalnej (Fed). Dodatkowym wsparciem były spadające realne rentowności oraz rosnące obawy związane z utrzymującym się wysokim poziomem długu publicznego, impasem budżetowym w Waszyngtonie i groźbą zamknięcia rządu USA (które faktycznie nastąpiło 1 października), co skutkowało wstrzymaniem publikacji kluczowych danych gospodarczych, istotnych dla procesu decyzyjnego Fed. Oczekiwania dotyczące wrześniowej obniżki stóp oraz dalszego luzowania polityki pieniężnej w ciągu kolejnych 12 miesięcy, pomimo utrzymujących się lokalnie presji inflacyjnych, dodatkowo zwiększyły popyt na złoto. Pozycjonowanie inwestorów odzwierciedlało te ryzyka – we wrześniu fundusze giełdowe (ETF) zabezpieczone fizycznym złotem odnotowały największy miesięczny napływ kapitału od marca 2022 roku. Ponadto banki centralne pozostają netto nabywcami złota już od 15 lat (częściowo w ramach polityki de-dolaryzacji), a skala ich zakupów mniej więcej się podwoiła po inwazji Rosji na Ukrainę i po wzroście napięć na linii USA–Chiny. Łączne rezerwy złota w bankach centralnych wzrosły do 24% ich całkowitych aktywów rezerwowych (na koniec sierpnia), zaledwie z 15% dekadę temu.

• Pozostałe metale szlachetne również kontynuowały silny trend wzrostowy w 2025 roku: srebro wzrosło o 29,2% (do 46,65 USD

ESALIENS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Warecka 11A, 00-034 Warszawa, została wpisana do Rejestru Przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000002717. Spółka posiada numer identyfikacji podatkowej NIP 527 21 58 048, kapitał zakładowy 1 288 500,00 zł (w pełni opłacony).

za uncję w 3Q25), platyna o 15,9% (do 1 576 USD), a pallad o 13,9% (do 1 261 USD). Wzrosty te były wspierane zarówno przez czynniki cykliczne, jak i strukturalne, ponieważ wszystkie trzy metale odnotowały w tym roku bezprecedensowy deficyt podaży, co pogłębiło obawy o kurczące się zapasy dostępnych na rynku metali po kilku latach deficytów produkcyjnych. Srebro osiągnęło najwyższy poziom cen od 2011 roku, przekraczając 45 USD za uncję po raz pierwszy od 14 lat, natomiast platyna chwilowo przekroczyła poziom 1 600 USD za uncję – po raz pierwszy od 2013 roku. Niedobór podaży wzmocnił także tegoroczny, 73,6% wzrost cen platyny; Światowa Rada Inwestycji w Platynę (World Platinum Investment Council) prognozuje trzeci z rzędu roczny deficyt podaży w 2025 roku, ponieważ główni producenci z RPA borykają się z rosnącymi kosztami i zakłóceniami produkcji. Wzrost cen palladu był natomiast napędzany zakłóceniami w wydobyciu oraz ryzykiem ograniczenia dostaw z Rosji. W globalnym segmencie metali przemysłowych ceny miedzi, rudy żelaza oraz innych kluczowych metali bazowych również wzrosły. Notowania kontraktów terminowych na miedź na Londyńskiej Giełdzie Metali (LME) zakończyły wzrost o 17,1% od początku roku, dodając 4,0% w trzecim kwartale (do 10 269 USD za tonę metryczną). Ceny aluminium, cyny, cynku i niklu na LME również wzrosły, podczas gdy ołów zanotował niewielki spadek z powodu wysokiej podaży złomu. Indeks LME, obejmujący ceny sześciu wymienionych metali, zyskał 3,5% w analizowanym okresie.

• Na rynkach akcji w USA i na świecie spółki z sektora metali i górnictwa zanotowały silne wzrosty, wyróżniając się pozytywnie na tle całego sektora surowców. W szerszej perspektywie, producenci złota i metali szlachetnych uplasowali się na czele zestawień w sektorze surowców, przewyższając wyniki wszystkich innych sektorów i podsektorów giełdowych.

• W trzecim kwartale tytuły uczestnictwa funduszu klasy A (acc) USD przyniosły stopę zwrotu na poziomie 45,45%, podczas gdy jego benchmark, indeks FTSE Gold Mines, osiągnął 50,88%.

Spółki i inne pozycje, które miały największy wpływ na wynik kwartalny

	Akcje	Sektory
+	Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie)	Metale szlachetne i minerały (poza benchmarkiem)
	Northern Star Resources (znaczące niedoważenie)	Srebro (poza benchmarkiem)
	Newmont (znaczące niedoważenie)	-
-	Gold Fields (znaczące niedoważenie)	Złoto (selekcja akcji)
	Orla Mining (ekspozycja poza benchmarkiem)	-
	Greatland Gold (ekspozycja poza benchmarkiem)	-

• Po dłuższym okresie relatywnie lepszych wyników, fundusz w trzecim kwartale 2025 roku wypadł słabiej od swojego benchmarku – indeksu FTSE Gold Mines Index – głównie z powodu niekorzystnej selekcji spółek w sektorze złota (stanowiących średnio około 79% całkowitych aktywów netto). Ze względu na szeroki i dynamiczny charakter wzrostów w branży złota, niemal wszystkie spółki, które negatywnie wpłynęły na wyniki relatywne, zanotowały mimo to dodatnie stopy zwrotu w ujęciu bezwzględnym. Jednak kilka spółek z przeważoną pozycją w portfelu lub spoza indeksu odnotowało słabsze wyniki, w tym Orla Mining, Greatland Gold, Southern Cross Gold, K92 Mining, Skeena Resources, ATEX Resources oraz Torex Gold Resources - wszystkie należące do segmentu małych i średnich spółek. Southern Cross, Skeena i ATEX znajdują się na etapie poszukiwań i rozwoju, nie prowadząc jeszcze produkcji, podczas gdy pozostałe cztery spółki są już producentami. Wśród nich Greatland ma dodatkowo ekspozycję na miedź poprzez swoją flagową kopalnię Telfer Mine oraz złoże na złoto-miedź w Havieron w fazie rozwoju, obie położone w regionie Paterson Province w Australii Zachodniej. Pomimo pozytywnego

wpływu rosnących cen złota i miedzi, spółka Greatland obniżyła prognozę produkcji złota na cały rok 2025 do poziomu 260 000–310 000 uncji, z wcześniejszego przedziału 300 000 –340 000 uncji. Przed korektą kursu akcji spółka odnotowała imponujący wzrost o ponad 100% od początku roku (do początku lipca), dlatego spadek notowań w reakcji na obniżoną prognozę nie był dla nas zaskoczeniem. Tymczasem Southern Cross Gold rozwija projekt Sunday Creek Project, obejmujący złoża złota i antymonu o wysokiej zawartości metalu, zlokalizowany w znanym regionie Victorian Goldfields, na północ od Melbourne. Podobnie jak Greatland, kurs akcji Southern Cross wzrósł w pierwszej połowie 2025 roku o ponad 100%, co uczyniło spółkę bardziej podatną na spowolnienie impetu wzrostowego. Jako firma na etapie eksploracji, Southern Cross wciąż jest uzależniona od zewnętrznego finansowania i charakteryzuje się większą zmiennością niż większość producentów złota. Nastroje analityków wobec spółki Southern Cross również nieco się pogorszyły, ponieważ część z nich zwracała uwagę na kluczowe ryzyka realizacyjne (obejmujące m.in. zakres zasobów, uzyskanie pozwoleń, finansowanie i realizację projektu). Niemniej jednak uważamy, że jest to wciąż ekscytujące i dynamicznie rozwijające się nowe odkrycie złóż złota.

• Mniejszy niż w indeksie udział funduszu w geograficznie zdywersyfikowanych, dużych spółkach wydobywających złoto przyniósł w trzecim kwartale 2025 roku mieszane wyniki względem benchmarku. Pozytywnie na relatywną stopę zwrotu wpłynęło niedoważenie spółek Agnico Eagle Mines, Northern Star Resources oraz Newmont, ponieważ wzrosty kursów wszystkich trzech firm w 3Q25 były niższe niż imponujący 50,9% wzrost indeksu referencyjnego. Newmont i Agnico Eagle pozostawały jednak odpowiednio największą oraz piątą co do wielkości pozycją w portfelu i należały jednocześnie do najsilniejszych kontrybutorów do absolutnego wyniku funduszu, osiągając wzrosty przekraczające 40% każda. Obie spółki opublikowały bardzo dobre wyniki finansowe za drugi kwartał 2025 roku, z zyskami na akcję znacząco powyżej oczekiwań rynkowych. Utrzymały również prognozy produkcyjne na cały 2025 rok, mimo niewielkiego wzrostu łącznych kosztów utrzymania produkcji (AISC). Newmont podjęła istotne działania w celu wzmocnienia bilansu oraz nagrodzenia akcjonariuszy poprzez aktywny program skupu akcji własnych, po udanej serii dezinwestycji. Agnico Eagle kontynuowała natomiast serię rekordowych wyników kwartalnych pod względem przychodów, zysków i przepływów pieniężnych, jednocześnie znacząco wzmacniając swoją pozycję finansową. Wyróżniającymi się osiągnięciami operacyjnymi w 2Q25 były wysokie poziomy produkcji z kluczowych aktywów - Odyssey, Macassa oraz Detour Lake - w tym rekordowe wydobycie w kopalni Detour, położonej w znanym regionie Abitibi Greenstone Belt w północno-wschodnim Ontario (Kanada), a także kontynuacja realizacji projektów rozwojowych. Dla porównania, AISC Newmontu wyniósł 1 593 USD za uncję złota w 2Q25, podczas gdy Agnico Eagle osiągnęła poziom 1 289 USD. Koszty Newmontu pozostawały zatem o ponad 100 USD wyższe od średniej branżowej, natomiast Agnico Eagle znajdowała się wyraźnie poniżej tego poziomu, co wskazuje na solidną kontrolę kosztów i wyższą efektywność w porównaniu zarówno z Newmont, jak i z ogólnymi trendami w sektorze. Newmont oczekuje jednak spadku kosztów w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, niedoważenie dużych spółek takich jak Gold Fields, Barrick Mining i AngloGold Ashanti działało na niekorzyść funduszu, ponieważ ich kwartalne wzrosty przewyższyły średnią benchmarku - choć mimo to spółki te wniosły pozytywny wkład do wyników absolutnych portfela. Fundusz nie posiadał również ekspozycji na kilka spółek, które w indeksie odnotowały wyjątkowo silne wzrosty; największymi z tych „ujemnych kontrybutorów z tytułu braku ekspozycji" były Coeur Mining oraz Kinross Gold. Poza aktywnymi pozycjami w akcjach, 3,2% aktywów netto funduszu utrzymywano w gotówce i jej ekwiwalentach, co w kontekście skali i dynamiki wzrostów

w 3Q25 działało rozwadniająco na ogólne wyniki.

• Przechodząc do kluczowych spółek z sektora złota o przeważonych pozycjach lub spoza indeksu, fundusz odnotował solidny wzrost dzięki licznym inwestycjom, które przewyższyły stopę zwrotu benchmarku. Do najlepszych kontrybutorów należały m.in. Pantoro Gold, Equinox Gold, Omai Gold Mines, Integra Resources, Banyan Gold oraz Black Cat Syndicate. Wraz ze wzrostem cen fizycznego złota wiele z tych spółek zanotowało silnie lewarowaną reakcję rynkową - część niemal podwoiła swoją wartość lub wzrosła o ponad 100%, a niektóre mniejsze pozycje zwiększyły swoją wycenę o ponad 200%. Szczególnie imponujący był wzrost Falcon Metals (Australia), której akcje zyskały ponad 500%. Wśród tych zwycięzców szczególnie wyróżniła się Equinox Gold, producent złota zorientowany na wzrost, prowadzący działalność w obu Amerykach - z siedmioma działającymi kopalniami w Kanadzie, Stanach Zjednoczonych, Nikaragui i Brazylii. Celem spółki jest zwiększenie rocznej produkcji złota do około 1 miliona uncji poprzez rozwój istniejących aktywów oraz realizację projektów rozwojowych i ekspansyjnych. Do kluczowych projektów w toku należą zwiększanie mocy produkcyjnych w kopalni Greenstone, uruchomienie nowej kopalni Valentine oraz integracja nowego zespołu zarządzającego po fuzji z Calibre Mining. Equinox zaprezentowała solidne wyniki operacyjne i finansowe za drugi kwartał 2025 roku, wskazujące na silną produkcję, skuteczne zwiększanie mocy wydobywczych oraz pozytywną dynamikę realizowanych projektów rozwojowych. Gwałtowny wzrost kursu akcji odzwierciedlał splot kilku pozytywnych czynników: reakcję inwestorów na wyniki za 2Q25 przewyższające oczekiwania rynkowe oraz podniesienie prognoz dla drugiej połowy 2025 roku, widoczne postępy w uruchamianiu nowych kopalń (Valentine i Greenstone), które mogą wkrótce zwiększyć produkcję, porządkowanie portfela aktywów i strategii (m.in. sprzedaż aktywów niekluczowych w Nevadzie, usprawnienia w zarządzaniu, uzyskanie nowych pozwoleń), co przyczyniło się do redukcji ryzyka. Wśród spółek, które wzrosły o ponad 100%, wyróżniła się również Banyan Gold, którą napędziła pozytywna reakcja inwestorów na nowy raport techniczny, szacunek zasobów mineralnych i studium wykonalności projektu AurMac w Yukon (Kanada). Wyniki potwierdziły zidentyfikowanie strefy o wyższej zawartości złota w obrębie większego złoża, a dodatkowym katalizatorem optymizmu był rządowy plan sprzedaży pobliskich aktywów Victoria Gold z postępowania upadłościowego do końca roku. Z kolei Falcon Metals, po drugiej stronie globu, odkryła strefy złóż o wysokiej zawartości kruszcu w projekcie Blue Moon, zlokalizowanym w bogatym w złoto regionie Bendigo w Australii - jednym z historycznie najbardziej zasobnych złotonośnych pasów na świecie. Kolejne odwierty potwierdziły obecność żył złotonośnych, co pozwoliło spółce na skuteczne przeprowadzenie emisji kapitałowej, sygnalizując wzrost zaufania inwestorów oraz zabezpieczenie finansowania na kolejny rok prac wiertniczych. Poza sektorem złota, kilka pozycji spoza indeksu w spółkach wydobywczych skoncentrowanych na platynie, palladzie, srebrze, miedzi i innych metalach przemysłowych również zanotowało bardzo dobre wyniki w kwartale, przewyższając rezultaty spółek czysto złotych.

Spółki i inne pozycje, które miały największy wpływ na wynik miesięczny

	Akcje	Sektory
+	Newmont (znaczące niedoważenie)	Metale szlachetne i minerały (poza benchmarkiem)
	Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie)	Złoto (selekcja akcji)
	G Mining Ventures (poza benchmarkiem)	Zróżnicowane metale i kopalnie (poza benchmarkiem)
-	Gold Fields (znaczące niedoważenie)	Srebro (poza benchmarkiem)
	Orla Mining (ekspozycja poza benchmarkiem)	-
	Northern Star Resources (znaczące niedoważenie)	-

• Połączenie korzystnej selekcji spółek oraz decyzji alokacyjnych pozwoliło funduszowi osiągnąć lepszy wynik niż FTSE Gold Mines Index we wrześniu – miesiącu, który był również najsilniejszym okresem pod względem bezwzględnych wyników w całym trzecim kwartale 2025 roku. Selekcja papierów wartościowych wśród kluczowych pozycji z sektora złota poprawiła się w ujęciu miesiąc do miesiąca, a najlepsze wyniki funduszu wspierały korzystne niedoważenia w spółkach Newmont i Agnico Eagle Mines oraz ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji spoza indeksu, takich jak G Mining Ventures, Black Cat Syndicate, Troilus Gold, Felix Gold oraz Greatland Gold. Black Cat Syndicate (+57,7%) została we wrześniu włączona do indeksów S&P/ASX Small Ordinaries oraz S&P, co zwiększyło jej widoczność rynkową – tego typu włączenie często przyciąga napływy kapitału instytucjonalnego (m.in. ze strony funduszy pasywnych czy ETF), które kupują akcje w celu replikacji indeksu.
Z fundamentalnego punktu widzenia spółka opublikowała również silne aktualizacje dotyczące działalności poszukiwawczej i produkcyjnej, w tym podwyższenie zasobów złota. Choć Black Cat wciąż generuje stratę operacyjną w trakcie ekspansji w kierunku producenta złota z wieloma aktywami w Australii Zachodniej, jej przychody rosną, co odzwierciedla zwiększanie skali operacyjnej oraz oczekiwania zarządu na silniejszy wynik za wrzesień, niż wcześniej zakładano. Felix Gold to notowana na australijskiej giełdzie spółka eksploracyjno-rozwojowa, koncentrująca się na aktywach złota i antymonu w Tintina Gold Province na Alasce (Stany Zjednoczone). Spółka realizuje podwójną strategię tworzenia wartości: krótkoterminowo – rozpoczęcie produkcji koncentratu antymonu, wykorzystując wysoką zawartość metalu w złożu Treasure Creek; długoterminowo – rozwój i powiększanie zasobów złota, z potencjalnym wykorzystaniem infrastruktury przetwórczej pobliskiej kopalni Kinross Fort Knox (poprzez umowy typu off-take lub tolling). Podczas spotkania z inwestorami we wrześniu, Felix zaprezentował wyniki wierceń o bardzo wysokiej zawartości antymonu oraz ogłosił plany rozpoczęcia pierwszej produkcji w IV kwartale 2025 roku lub na początku 2026 roku. Spółka zyskuje również na znaczeniu w kontekście surowców krytycznych, ponieważ prowadzi prace nad rozwojem huty antymonu w USA i współpracuje z inicjatywami rządu amerykańskiego, mającymi na celu zabezpieczenie krajowych łańcuchów dostaw tego surowca – co dodatkowo wzmocniło pozytywne nastroje inwestorów wobec spółki.

• Wiele pozycji funduszu spoza indeksu, obejmujących zdywersyfikowane spółki z sektora metali i górnictwa, a także producentów platyny, palladu, miedzi i srebra, również odnotowało wzrosty znacznie przekraczające średni wynik benchmarku skoncentrowanego na złocie. Wśród tych inwestycji szczególnie wyróżniła się spółka Minerals 260, młodsza kopalnia, której kurs akcji ponad dwukrotnie wzrósł w analizowanym okresie. Spółka ta, z siedzibą w Australii, rozwija projekt Bullabulling Gold Project w Australii Zachodniej – jedno z największych niezagospodarowanych złóż nadających się do eksploatacji metodą odkrywkową w kraju. Projekt korzysta z faktu, że znajduje się na terenie historycznej kopalni, co powinno przyspieszyć proces przejścia do produkcji, natomiast najnowsze wyniki odwiertów ujawniły nowe strefy mineralizacji o wyższej zawartości kruszcu, co powinno poprawić ekonomikę kopalni po uruchomieniu wydobycia. W szerszym ujęciu, pozycje portfelowe z ekspozycją na produkcję miedzi (często wydobywanej wraz ze złotem) również skorzystały na silnym rajdzie cen metali bazowych oraz utrzymującej się ograniczonej podaży. Miedź, od dawna uważana za barometr globalnej gospodarki, jest obecnie wspierana przez oznaki stabilizacji w Chinach oraz poprawę danych z sektora przemysłowego na świecie. Zakłócenia w produkcji w trzech z czterech największych kopalni miedzi na świecie (w tym wstrzymanie wydobycia po powodzi w kopalni Grasberg w Indonezji, które ma potrwać do 2026 r.) dodatkowo wspierały

wzrost cen miedzi. W 2025 roku popyt na miedź w Chinach – napędzany inwestycjami w sieć energetyczną oraz procesem dekarbonizacji gospodarki – rósł w tempie dwucyfrowym. W dłuższym horyzoncie coraz wyraźniej rysuje się znacząca nierównowaga między podażą a popytem: produkcja miedzi spada, podczas gdy zapotrzebowanie – wynikające z jej szerokiego zastosowania, od infrastruktury energetyki odnawialnej po rozwój sztucznej inteligencji – dynamicznie rośnie. Międzynarodowa Agencja Energetyczna (IEA) prognozuje, że spadek produkcji miedzi przy rosnącym popycie doprowadzi do sytuacji, w której popyt przewyższy podaż do końca tej dekady, a deficyt podaży sięgnie aż 30% do 2035 roku. Według szacunków IEA, roczny popyt na miedź osiągnie wówczas 28,3 mln ton (mt), podczas gdy podaż wyniesie jedynie około 21,8 mln ton. Tymczasem średnia zawartość miedzi w rudzie spadła o 40% od 1991 roku, a tempo odkrywania nowych złóż wyraźnie się zatrzymało. Nasze pozycje w producentach srebra również przyniosły solidne stopy zwrotu, ponieważ rosnący popyt ze strony branży fotowoltaicznej (panele o wyższej sprawności) oraz producentów chipów półprzewodnikowych dla sztucznej inteligencji (AI) sprawił, że zapotrzebowanie na srebro przekracza podaż już od czterech lat. W segmencie metali i minerałów szlachetnych (stanowiącym średnio 4,6% całkowitych aktywów netto) Impala Platinum Holdings oraz siedem z ośmiu pozostałych spółek przyczyniły się pozytywnie do wyników relatywnych, osiągając wzrosty znacznie przewyższające średnią FTSE Gold Mines Index. Impala korzysta bezpośrednio z silnego odbicia cen metali z grupy platynowców (PGM), wspieranego przez wysoki import z Chin oraz spadek podaży z RPA. Zarząd spółki wykazuje ostrożny optymizm co do perspektyw na kolejne 12–18 miesięcy, biorąc pod uwagę obecny trend cen PGM, a także niedawne przywrócenie wypłaty dywidend – co należy uznać za pozytywny sygnał dla nastrojów inwestorów.

• Negatywne czynniki wpływające na wyniki funduszu we wrześniu były stosunkowo ograniczone, a większość kluczowych pozycji, które wypadły słabiej względem indeksu, mimo wszystko odnotowała solidne wzrosty. Dotyczyło to m.in. niedoważonych spółek z sektora złota, takich jak Gold Fields, Northern Star Resources, AngloGold Ashanti oraz Barrick Mining. Z drugiej strony, kilka spółek spoza indeksu lub z przeważonym udziałem w portfelu odnotowało spadki, mimo że cena złota osiągała w tym czasie nowe historyczne maksima. Do tej grupy należały m.in. Orla Mining, Falcon Metals oraz Predictive Discovery. Kurs akcji Orla Mining spadł po tym, jak Agnico Eagle sprzedała swój pakiet 11,3% udziałów w spółce. Niedługo później Newmont również zbył całość swojego 13,3% pakietu w Orla, uzyskując ze sprzedaży około 439 mln USD. Te dwie duże transakcje z rzędu wprowadziły na rynek znaczną podaż akcji, którą inwestorzy musieli wchłonąć, co negatywnie wpłynęło na notowania Orla. Poza tymi zbyciami, spółka Orla zmagała się również z koniecznością dostosowań operacyjnych po tym, jak w jej kopalni Camino Rojo (Meksyk) doszło w lipcu do osunięcia ściany odkrywki (geotechnicznego incydentu spowodowanego opadami deszczu). Wydarzenie to doprowadziło do obniżenia prognozy produkcyjnej spółki na 2025 rok. Niektóre inne pozycje funduszu w sektorze złota, takie jak Catalyst Metals czy Skeena Resources, również zyskały mniej niż indeks. Wyniki funduszu byłyby też lepsze, gdyby w jego portfelu znalazły się niektóre spółki wchodzące w skład indeksu, które w danym okresie zanotowały wzrosty przewyższające średnią benchmarku. Do najważniejszych takich „wielkich nieobecnych" należały Coeur Mining, Harmony Gold Mining, IAMGOLD oraz Evolution Mining.

Perspektywy i strategia

• Cena złota ustanowiła we wrześniu serię nowych rekordów, kończąc kwartał na najwyższym poziomie w historii. Aktywa funduszy ETF opartych na fizycznym złocie

wzrosły o 3,61 mln uncji, osiągając na koniec miesiąca poziom 96,9 mln uncji. Pomimo zwiększonych zakupów i rekordowych cen złota, globalne zasoby znajdują się obecnie na poziomie pośrednim między historycznym szczytem z 2020 roku (111 mln uncji) a najnowszym dołkiem z maja 2024 roku (80,5 mln uncji).

• Znacząco wyższe ceny złota przyniosły istotny wzrost marż zysków producentów złota w ujęciu kwartał do kwartału (q/q) oraz rok do roku (y/y), co było widoczne już w wynikach za 1Q25 i 2Q25, a – naszym zdaniem – rezultaty za 3Q25 będą jeszcze lepsze. Średnia cena złota w trzecim kwartale wyniosła 3 458 USD za uncję, wobec 3 289 USD w 2Q25 i 2 858 USD w 1Q25, co potwierdza utrzymujące się pozytywne momentum obserwowane przez ostatnich pięć kwartałów. Rekordowe ceny złota przełożyły się na silny wzrost przepływów pieniężnych w pierwszej połowie roku, a nadchodzące wyniki za 3Q25 powinny przynieść dalsze wzmocnienie tego trendu. Choć spodziewamy się, że utrzymująca się presja kosztowa i niedobory wykwalifikowanej siły roboczej w szeroko pojętym sektorze górniczym – w połączeniu z wyższymi opłatami licencyjnymi i podatkami, wynikającymi z rosnących cen złota – mogą w pewnym stopniu obciążać koszty operacyjne, to niższe ceny ropy stanowią czynnik łagodzący. Naszym zdaniem korzyści wynikające z wyższych cen złota zdecydowanie przewyższą wpływ presji kosztowej, co przyniesie wielu spółkom wydobywczym wyraźny wzrost zysków i wolnych przepływów pieniężnych. W rezultacie utrzymujemy pozytywne nastawienie wobec spółek z sektora złota i nadal dostrzegamy atrakcyjne wyceny w całej branży.

• Szeroko zakrojone taryfy celne wprowadzone przez prezydenta USA Donalda J. Trumpa nadal powodują znaczną niepewność i niepokój na rynkach globalnych. Choć uważamy, że bezpośredni wpływ taryf na większość spółek z sektora złota powinien być ograniczony, ponieważ złoto fizyczne zostało wyłączone z ceł, to jednak zmienność rynkowa po serii kolejnych ogłoszeń w ostatnich miesiącach – w połączeniu z utrzymującą się niepewnością co do terminów wdrażania i zmieniających się stawek celnych – negatywnie wpływa na globalny wzrost gospodarczy. Złoto zwykle radzi sobie dobrze w okresach niepewności, jednak jeśli rynek finansowy wejdzie w fazę kryzysu, ceny złota i akcji spółek wydobywczych często spadają wraz z innymi aktywami. Takie zachowanie obserwowaliśmy podczas globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku oraz ponownie w czasie rynkowych minimów wywołanych pandemią COVID-19 w 2020 roku. Jednak w obu tych przypadkach złoto i spółki z sektora złota miały tendencję do szybszego i silniejszego odbicia niż rynek ogółem, gdy nastroje inwestorów powracały do stanu, „nieprzyjemnej, ale kontrolowanej niepewności". W obecnym środowisku spodziewamy się podobnego zachowania rynku. Koncentrujemy się na fundamentach spółek, poszukując okazji inwestycyjnych w przypadku korekt kursów, jednocześnie zachowując ostrożność wobec potencjalnych zagrożeń, takich jak nadmierne zadłużenie przedsiębiorstw.

• Złoto i akcje spółek wydobywających złoto mogą, naszym zdaniem, odgrywać istotną rolę w zdywersyfikowanym portfelu inwestycyjnym, ze względu na ich niską korelację z szerszym rynkiem akcji, co zwykle prowadzi do zróżnicowanych wyników, zwłaszcza w okresach zwiększonej niepewności. Obawy dotyczące kondycji gospodarki prawdopodobnie będą ciążyć na zakupach biżuterii, które zazwyczaj stanowią ponad 50% rocznego popytu na złoto, jednak rosnące wykorzystanie złota jako alternatywy dla dolara amerykańskiego – lub jako finansowego środka przechowywania wartości – może doprowadzić do wzrostu popytu. Zainteresowanie złotem jako aktywem niezwiązanym z żadnym konkretnym rządem ani systemem finansowym wydaje się zyskiwać na znaczeniu na całym świecie, co może stworzyć przestrzeń do dalszego wzrostu jego popularności. Na przykład złoto stanowi około 78% rezerw walutowych USA, w porównaniu z około 7%

rezerw Chin, pomimo wzmożonych zakupów dokonywanych przez Ludowy Bank Chin w ciągu ostatnich kilku lat.

• Najnowszy raport World Gold Council (WGC) dotyczący trendów popytu na złoto - opublikowany 6 sierpnia i obejmujący II kwartał 2025 roku - wykazał, że całkowity popyt na złoto wzrósł o 3% rok do roku (w porównaniu z 1% wzrostem w I kwartale 2025 r.). Banki centralne zgromadziły w II kwartale 2025 r. 166 ton rezerw złota, mniej niż 244 tony nabyte w I kwartale, ale nadal w przedziale typowym dla ostatnich kilku lat. Podobnie jak w I kwartale, głównymi czynnikami wzrostu popytu rok do roku w II kwartale były zakupy złota przez fundusze ETF oraz w formie sztabek, podczas gdy większość pozostałych segmentów rynku złota odnotowała spadki. Utrzymująca się siła popytu na złote sztabki była imponująca, biorąc pod uwagę skalę wzrostu cen złota w minionym roku. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, popyt na biżuterię pozostawał kluczowym obszarem słabości w II kwartale 2025 r., ponieważ wyższe ceny ograniczyły zakupy, powodując ich spadek o 14% rok do roku i 11% kwartał do kwartału, co pozostawiło niektórych detalistów z nadwyżkami zapasów. Spadek zakupów biżuterii wynikał głównie z wysokich cen, ponieważ całkowite wydatki na złotą biżuterię (w ujęciu dolarowym) wzrosły faktycznie o 21% rok do roku. Tymczasem globalna podaż złota w II kwartale 2025 r. wzrosła o 3%, przy nieznacznie wyższej produkcji zarówno z kopalń, jak i ze złota pochodzącego z recyklingu.

M&A – aktualna sytuacja

• Choć w 2024 roku obserwowaliśmy dość stabilne tempo aktywności w zakresie fuzji i przejęć (M&A), a w trzech pierwszych kwartałach 2025 roku odnotowano jej wzrost, to szybko rosnące przepływy pieniężne producentów złota, w połączeniu ze stosunkowo atrakcyjnymi wycenami spółek górniczych na etapie rozwoju, sprawiają, że z optymizmem patrzymy na dalszą konsolidację branży w kierunku 2026 roku. Uważamy, że wahadło wychyliło się zbyt mocno – od nieodpowiedzialnych wydatków z 2010 roku do obecnej sytuacji, charakteryzującej się nadmiernym fiskalnym konserwatyzmem narażającym długoterminowy biznes. Mamy nadzieję, że powrócimy do bardziej zrównoważonego podejścia. Sądzimy również, że fuzje i przejęcia mogą stanowić efektywny i opłacalny sposób dla producentów na uzupełnianie wyczerpujących się rezerw w obecnych warunkach rynkowych. Ogólnie rzecz biorąc, naszym zdaniem aktywność w obszarze M&A wspiera wyceny akcji spółek znajdujących się na wcześniejszych etapach rozwoju, posiadających wysokiej jakości zasoby wydobywcze – czyli firm, w które portfel inwestycyjny jest obecnie bardziej zaangażowany niż indeks FTSE Gold Mines oraz wiele funduszy inwestycyjnych o podobnym profilu.

M&A - szczegóły

• We wrześniu Barrick (spółka znajdująca się w portfelu funduszu) ogłosił planowaną sprzedaż swojej kopalni Hemlo w Ontario (Kanada) firmie Carcetti Capital. Carcetti nie była wówczas częścią portfela funduszu, jednak uczestniczyliśmy w ofercie, aby pomóc sfinansować zakup. Była to transakcja gotówkowo–akcyjna o wartości przekraczającej 1 miliard USD. W połowie miesiąca Newmont ogłosił plany sprzedaży swojego projektu Coffee Gold na terytorium Yukon (Kanada) firmie Fuerte Metals (nowa spółka w portfelu naszego funduszu od września). Była to kolejna transakcja gotówkowo–akcyjna, która zamknęła listę aktywów, jakie Newmont planował sprzedać od początku 2024 roku. W sierpniu Minera Alamos (spółka należąca do portfela funduszu) zawarła umowę na zakup aktywów Equinox Gold w Nevadzie (USA). Spółka Pan American Silver, również obecna w portfelu, sfinalizowała przejęcie firmy MAG Silver (niebędącej częścią portfela), aby uzyskać dostęp do jej 44% udziałów w kopalni Juanicipio w stanie Zacatecas w Meksyku (również we wrześniu). Na początku sierpnia Ramelius Resources stała się składnikiem portfela funduszu po zakończeniu przejęcia Spartan Resources (również będącej w portfelu)

w kolejnej transakcji gotówkowo–akcyjnej. W lipcu Torex Gold ogłosił plany przejęcia Prime Mining (obie spółki znajdują się w portfelu funduszu), łącząc nowo uruchomioną kopalnię Media Luna (Guerrero, Meksyk) należącą do Torex z projektem eksploracyjno–rozwojowym Los Reyes firmy Prime Mining (Sinaloa, Meksyk). Zakończenie transakcji planowane jest na IV kwartał 2025 roku.

W maju spółka Gold Fields (znajdująca się w portfelu funduszu) ogłosiła plan przejęcia australijskiej firmy Gold Road Resources (niebędącej częścią portfela). Jej głównym aktywem jest joint venture w proporcji 50/50 z Gold Fields w ramach kopalni Gruyere w Australii Zachodniej. Finalizacja transakcji spodziewana jest w nadchodzących tygodniach.

Partner strategiczny FRANKLIN TEMPLETON ESALIENS

Stan na 30.09.2025 r. Źródło danych – oficjalne materiały subfunduszu bazowego.

OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM DLA PROFESJONALNYCH DORADCÓW DYSTRYBUTORA FUNDUSZY. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.

WAŻNE INFORMACJE

Informacje na temat ESALIENS Subfunduszu Złota i Metali Szlachetnych („subfundusz"), wydzielonego w ramach ESALIENS Parasol Zagraniczny SFIO („fundusz") zawarte są w prospekcie informacyjnym i w kluczowych informacjach (KID), które są dostępne na stronie internetowej www.esaliens.pl, w poszczególnych punktach dystrybucji funduszu, jak również w formie pisemnej w siedzibie Esaliens TFI (ul. Warecka 11A, 00-034 Warszawa). Prospekt informacyjny funduszu i kluczowe informacje (KID) zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji, wskazują ryzyko uczestnictwa w funduszu, koszty, opłaty i informacje o podatkach. Przed zainwestowaniem w subfundusz należy zapoznać się z kluczowymi informacjami (KID) dotyczącymi wybranej kategorii jednostki uczestnictwa subfunduszu, jak również z prospektem informacyjnym funduszu. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Dotychczasowe wyniki funduszu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Wyniki funduszu nie uwzględniają podatku od dochodów kapitałowych oraz opłat związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia nabycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wielkości pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu. Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w lokaty inne niż papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego (z zastrzeżeniem tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych). Subfundusz bazowy określony jest w prospekcie informacyjnym funduszu. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w tytuły uczestnictwa subfunduszu Franklin Gold and Precious Metals Fund, wyodrębnionego w ramach Franklin Templeton Investment Funds (spółki zarządzającej inwestycjami

sklasyfikowanej jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) z siedzibą w Luksemburgu). Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny, który należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Esaliens TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. Źródło danych w części dotyczącej subfunduszu bazowego – oficjalne materiały tego subfunduszu, stan na dzień sporządzenia niniejszego materiału. ESALIENS TFI SA, zarządzające funduszem, działa na podstawie decyzji z dnia 18.06.1998 r. wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego).

Do 30 marca 2025 r. Subfundusz Esaliens Złota i Metali Szlachetnych działał pod nazwą Esaliens Gold.