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

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

ESALIENS

01 2026 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

• W czwartym kwartale 2025 roku metale szlachetne nadal przyciągały uwagę, a zarówno złoto (+11,9%, do 4 319 USD za uncję trojańską), jak i srebro (+53,6%, do 71,66 USD za uncję) osiągnęły w grudniu historyczne maksima na rynku spot po uwzględnieniu inflacji. Wartość dolara amerykańskiego wzrosła o 0,6% w stosunku do innych głównych walut w IV kw. 2025 roku (według indeksu dolara amerykańskiego Rezerwy Federalnej), co prawdopodobnie miało umiarkowanie negatywny wpływ na zagraniczne zakupy towarów denominowanych w dolarach, takich jak złoto i srebro. Kwartalny wzrost amerykańskiej waluty zakończył najgłębszy spadek jej wartości od ośmiu lat (-8,3%). W tym okresie cena srebra początkowo przekroczyła 80 USD, a złota zbliżyła się do 4550 USD, po czym rok 2025 zakończył się dużą zmiennością, z gwałtownymi spadkami wywołanymi wyższymi wymogami dotyczącymi depozytów zabezpieczających i stabilizacją pozycji przez inwestorów na koniec roku.

• Nawet pomimo tych wahań, oba metale przyniosły imponujące zyski w porównaniu z szerszymi rynkami, odnotowując najlepsze wyniki roczne od 1979 roku, wspierane przez silny popyt inwestorów na aktywa postrzegane jako „bezpieczne schronienie". Złoto zyskało prawie 65% w 2025 roku, napędzane rosnącym ryzykiem geopolitycznym i obniżkami stóp procentowych wprowadzonymi przez Fed, a także intensywnymi zakupami dokonywanymi przez banki centralne i inwestorów podążających za dynamiką wzrostu. Do końca grudnia złoto zanotowało trzeci z rzędu roczny wzrost, po siedmiu z ostatnich 10 lat. Inne metale szlachetne przyniosły jeszcze wyższe zyski. Platyna ustanowiła w grudniu nowy rekord wszech czasów, zamykając kwartał wzrostem o 31,4%, co zmaksymalizowało roczny wzrost na poziomie 127%. Pallad wzrósł o 28,9% w ciągu kwartału i 77,5% w 2025 roku, osiągając poziomy nieobserwowane od początku 2022 roku.

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).

• W globalnym uniwersum metali przemysłowych, międzynarodowe ceny kontraktów terminowych na miedź utrzymywały dynamikę wzrostu w grudniu (+11%), w IV kw. 2025 r. (+21%) i w całym 2025 r. (+42%), osiągając wieloletnie maksima powyżej 12 000 USD za tonę metryczną (MT) na Londyńskiej Giełdzie Metali (LME), w miarę jak popyt przemysłowy związany z elektryfikacją, rozbudową zielonej energii i rozbudową sieci energetycznych nasilał się, tworząc wąskie gardła podaży. Pomimo osłabienia popytu bazowego ze strony kluczowego nabywcy, Chin, miedź odnotowała najlepszy rok od 2009 r., napędzany krótkoterminową presją podaży wynikającą z przerw w pracy kopalń oraz oczekiwaniami, że przyszły popyt na metal będzie przewyższał wzrost produkcji.

• Wraz z powrotem oznak cykliczności na rynkach akcji w IV kw. 2025 r., sektor surowców odnotował wzrost o 1,1% w Stanach Zjednoczonych (według indeksu S&P 500) i 6,2% na świecie (według indeksu MSCI All Country World w dolarach amerykańskich), zaś całorocznie w 2025 r. odpowiednio 10,5% (USA) i 26,5% (globalnie). Akcje spółek surowcowych zakończyły IV kw. 2025 r. na drugim miejscu wśród 11 głównych światowych sektorów akcji (za opieką zdrowotną) i zajęły trzecie miejsce w całym 2025 r. W analizowanym kwartale akcje spółek z sektora metali i górnictwa, w tym akcje spółek skoncentrowanych na złocie, generalnie znacznie przewyższyły średnią globalnego sektora surowcowego, podobnie jak miało to miejsce na początku roku

• W czwartym kwartale tytuły uczestnictwa funduszu klasy A (acc) USD przyniosły stopę zwrotu na poziomie 21,53%, a jego indeks referencyjny, FTSE Gold Mines, osiągnął 14,91%.

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

	Akcje	Sektory
+	Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie)	Złoto (selekcja akcji)
	G Mining Ventures (poza benchmarkiem)	Zdywersyfikowane metale i kopalnie (poza benchmarkiem)
	Gold Fields (znaczące niedoważenie)	Srebro (poza benchmarkiem)
-	Barrick Mining (znaczne niedoważenie)	Metale szlachetne i minerały (poza benchmarkiem)
	Newmont (znaczące niedoważenie)	-
	Pantoro Gold (ekspozycja poza benchmarkiem)	-

• W porównaniu z indeksem FTSE Gold Mines, sukces funduszu w IV kw. 2025 r. był napędzany przede wszystkim przez trafny dobór papierów wartościowych oraz, w mniejszym stopniu, przez decyzje dotyczące alokacji aktywów. Kilka spółek spoza benchmarku (stanowiących średnio 18,3% całkowitych aktywów netto) znacznie przewyższyło benchmark. Ogólnie rzecz biorąc, wiele pozycji funduszu w mniejszych spółkach zajmujących się wydobyciem złota, działających w oparciu o pojedyncze aktywa lub w fazie poszukiwań/rozwoju, wykazywało lewarowaną reakcję na wzrost cen złota. W ramach podstawowej alokacji funduszu w sektorze złota, liczne akcje przeważone lub spoza benchmarku osiągnęły wyniki ponad indeks, w tym kluczowe spółki: G Mining Ventures (+52%), Hycroft Mining (+265%; nabyte w tym okresie) i Greatland Resources (+46%). Pomocne okazało się również strategiczne niedoważanie nierentownych spółek o dużej kapitalizacji zajmujących się wydobyciem złota, takich jak Agnico Eagle Mines i Gold Fields, a także brak ekspozycji funduszu na akcje Coeur Mining i kilku innych spółek wchodzących w skład indeksu, których akcje zostały wyprzedane.

• W październiku firma G Mining Ventures pozyskała środki na finansowanie w wysokości 387,5 mln USD, z możliwością zwiększenia o dodatkowe 150 mln USD na rozwój projektu Oko West w Gujanie. Rada Dyrektorów firmy formalnie zatwierdziła rozpoczęcie pełnej realizacji projektu pod koniec października, który był już na zaawansowanym etapie, biorąc

pod uwagę wizytę w terenie, w której uczestniczyliśmy na początku tego miesiąca. Komisja ds. Geologii i Górnictwa przyznała 20-letnią koncesję na wydobycie dla Oko West, obowiązującą od 5 grudnia. Firma G Mining ogłosiła również silne wyniki finansowe za trzeci kwartał 2025 roku i uzyskała zgodę na specjalną ulgę podatkową dla kopalni złota Tocantinzinho w Brazylii, z obniżeniem stawki podatku dochodowego od osób prawnych z 34% do około 15% na 10 lat.

• Hycroft Mining jest właścicielem jednego z największych w Ameryce Północnej niezagospodarowanych złóż złota i srebra w północnej Nevadzie. Wzrost ceny akcji spółki był wspierany przez emisję akcji, która wyeliminowała długoterminowe zadłużenie, obciążające dotychczas spółkę. Wyniki odwiertów w poszukiwaniu wysokiej zawartości srebra i rosnące ceny metali szlachetnych dodatkowo utwierdziły inwestorów w przekonaniu, że przyszła wartość projektu może być znacznie wyższa niż wcześniej zakładano. W szczególności Hycroft zaraportował jedne z najwyższych jak dotąd zawartości srebra w swoim złożu Vortex, w bardzo długich i wysokowydajnych odwiertach. Wyniki te sugerują znacznie większą i bogatszą strefę srebra niż wcześniej zakładano, co znacząco zwiększyło szacowaną wartość zasobów.

• Wśród naszych ekspozycji branżowych pozabenchmarkowych, zdywersyfikowane aktywa w sektorze metali i górnictwa przyniosły zwrot na poziomie około 29%, ponieważ Minera Alamos (+77%; zakup w tym okresie), Minerals 260 (+67%) i inne odnotowały wzrosty dzięki ograniczeniu światowych zapasów metali w obliczu rosnącego popytu. Mniejsza alokacja funduszu na kopalnie srebra wzrosła podobnie, głównie dzięki Discovery Silver, spółki, która zyskała prawie 64% i była kluczowym budulcem wyniku funduszu. Imperial Metals i wszystkie inne nasze ekspozycje na sektor miedzi odnotowały wzrost, co łącznie dało imponujący zysk w IV kw. 2025 r. w wysokości prawie 99%. Srebro, które wzrosło o 148% w skali roku, było gromadzone fizycznie i na papierze przez inwestorów, którzy chcieli przechowywać majątek i zabezpieczać się przed ryzykiem związanym z dolarem amerykańskim i innymi walutami, co prowadziło do deficytów na rynku fizycznym, ponieważ popyt przewyższa podaż ze strony górnictwa i recyklingu.

• Popyt na srebro ze strony jubilerów, producentów sprzętu medycznego, producentów pojazdów elektrycznych (EV), deweloperów sztucznej inteligencji (AI) i centrów danych oraz fabryk paneli słonecznych dodatkowo pogłębił ten problem. Według szacunków, przemysł fotowoltaiczny pochłania prawie 30% rocznej produkcji srebra pochodzącej z wydobycia i recyklingu, mimo że w Stanach Zjednoczonych obserwuje się odchodzenie od energii słonecznej, podczas gdy w krajach Europy i Azji, w tym w Chinach, wciąż powstają nowe instalacje fotowoltaiczne. Na ceny miedzi wpłynęły z kolei zakłócenia w dostawach z głównych kopalni w Chile, Afryce i Indonezji, a groźba amerykańskich ceł na miedź spowodowała wzrost zapasów w Stanach Zjednoczonych.

• Kwartalne wyniki funduszu zostały jednak osłabione przez zysk wynoszący nieco ponad 12% z jego pozareferencyjnych aktywów w branży metali szlachetnych i minerałów, gdzie TDG Gold i Platinum Group Holdings poniosły dwucyfrowe straty. Chociaż spółka górnicza TDG, działająca na etapie eksploracji, ma w nazwie „złoto", jej działalność w Kolumbii Brytyjskiej (BC) w Kanadzie obejmuje również inne metale, takie jak miedź i srebro. Jej główne aktywa znajdują się w północno-środkowej Kolumbii Brytyjskiej, gdzie kontroluje rozległe koncesje mineralne, w tym historycznie eksploatowane kopalnie sąsiadujące z obszarem eksplorowanym przez Freeport-McMoRan (niebędące w portfelu funduszu), który uzyskał 70% udziałów w sąsiedniej nieruchomości, co stworzyło podwyższone oczekiwania wobec TDG. TDG opublikował wyniki wierceń w IV kwartale 2025 r., które potwierdziły przekonanie o rosnącym złożu, ale wyraźnie nie spełniły wysokich oczekiwań niektórych

inwestorów. Najnowsze odwierty potwierdziły mineralizację, która rozciąga się na teren TDG, ale wydaje się, że spada głębiej w miarę oddalania się od obszaru wierceń prowadzonych przez Freeport, chociaż, zgodnie z naszą analizą, TDG nadal ma kilka innych perspektywicznych obszarów do przetestowania. Pozostałe spółki, które osłabiły wynik funduszu, wywierały presję na nasze solidne wyniki w branży złota. Niektóre przeważone lub pozaindeksowe aktywa złota po prostu zyskały na wartości mniej niż indeks FTSE Gold Mines, w tym Artemis Gold. Inne duże spółki produkujące złoto były niedoważone w portfelu, ale osiągnęły lepsze wyniki niż benchmark, jak Barrick Mining, AngloGold Ashanti i Newmont. Były to główne pozycje funduszu i dostarczyły nam odpowiednio drugi, czwarty i piąty co do wielkości pozytywny wkład do wyniku w wartościach bezwzględnych. Trzecia kategoria negatywnych spółek to akcje, które poniosły straty w ciągu kwartału, takie jak Pantoro Gold, Catalyst Metals, Black Cat Syndicate, Asante Gold i Saturn Metals, wszystkie od dłuższego czasu obecne w portfelu funduszu.

• Funduszowi brakowało również ekspozycji na Lundin Gold, IAMGOLD i kilka innych spółek wchodzących w skład indeksu, których zyski w IV kw. 2025 r. przekroczyły średnią benchmarku. Wśród aktywów funduszu, których wartość spadła, znalazła się firma Black Cat, tracąca na wartości po silnym wzroście w okresie letnim. We wrześniu spółka została dodana do indeksu S&P/ASX Small Ordinaries i innych indeksów S&P, co zwiększyło jej widoczność na rynku. Co ważniejsze, spółka opublikowała również istotne informacje dotyczące eksploracji i produkcji, w tym podwyższenia rezerw. Chociaż nie było jednego czynnika powodującego wyprzedaż w IV kw. 2025 r., w dużej mierze to jedynie odwrócenie wrześniowych wzrostów akcji i naszym zdaniem rynek prawdopodobnie odzwierciedlał obawy dotyczące zbliżającego się zwiększenia produkcji i ścieżki finansowania spółki. Chociaż Black Cat nadal przynosi straty, rozszerzając swoją działalność na multi-assetowego producenta złota w Australii Zachodniej, jego przychody ostatnio wzrosły, co odzwierciedla zwiększenie skali operacyjnej.

• Wahania cen złota mogą mieć znaczący wpływ na Black Cat, ponieważ spółka wciąż przechodzi z fazy rozwoju do fazy produkcji i generowania przepływów pieniężnych w kluczowych operacjach (Paulsens, Kal East), co nadal wiąże się z ryzykiem realizacji (tj. terminami, przekroczeniem kosztów, problemami z rozruchem). Wśród niedoważonych aktywów funduszu, Barrick pozostaje ważną długoterminową inwestycją, którą zwiększyliśmy w tym kwartale. Biorąc pod uwagę skalę silnej produkcji i rentowności Barrick w 2025 roku, spółka zwiększała dywidendę i autoryzowała skup akcji własnych. Nadal uważamy wycenę Barrick za rozsądną, pomimo naszego zysku w wysokości około 185% na akcjach Barrick w 2025 roku i jesteśmy zadowoleni z rozszerzenia programu skupu akcji własnych, biorąc pod uwagę jego rekordowe wolne przepływy pieniężne i bilans gotówkowy netto. W nadchodzących miesiącach, w związku z poszukiwaniami nowego, stałego dyrektora generalnego, Barrick może spodziewać się dodatkowych katalizatorów wzrostu. Z kolei, zgodnie z naszą analizą, oczekiwana aktualizacja wstępnej oceny ekonomicznej (PEA) dla złoża Fourmile, należącego do firmy od pokoleń, może wykazać znaczną wartość zasobów. Fourmile to złoże o wysokiej zawartości złota w amerykańskim stanie Nevada; wstępne analizy wskazują na potencjalną roczną produkcję na poziomie około 600 000 do 750 000 uncji złota przy bardzo niskich kosztach.

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

	Akcje	Sektory
+	G Mining Ventures (poza benchmarkiem)	Złoto (selekcja akcji)
	Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie)	Zróżnicowane metale i kopalnie (poza benchmarkiem)
	Greatland Resources (Off-Benchmark Exposure)	Metale szlachetne i minerały (poza benchmarkiem)
-	Newmont (znaczące niedoważenie)	-
	Orla Mining (ekspozycja poza benchmarkiem)	-
	Pantoro Gold (ekspozycja poza benchmarkiem)	-

• Wzrosty funduszu utrzymywały się przez cały grudzień, wspierane przez korzystny dobór akcji i alokację aktywów. Niektóre z naszych spółek o najlepszych wynikach w branży złota w tym kwartale, w tym G Mining, Greatland i Hycroft, również były w czołówce względnych najlepszych wyników w grudniu. Dołączyły do nich spółki spoza indeksu Southern Cross Gold i ATEX Resources, każda z wynikiem ponad 40%, oraz Bellevue Gold ze wzrostem o około 27%. Southern Cross to australijska spółka poszukiwawcza, koncentrująca się na odkryciach wysokiej jakości złota i antymonu w stanie Wiktoria, ze swoim flagowym projektem w Sunday Creek. ATEX to kanadyjska spółka poszukiwawcza, która rozwija na dużą skalę projekt porfirowy miedzi i złota Valeriano w Chile. Co istotne, wszystkie te spółki osiągnęły w grudniu historyczne lub niemal historyczne maksima giełdowe. Southern Cross niedawno opublikował pozytywne wyniki wierceń i przedstawił optymistyczne informacje podczas dorocznego spotkania akcjonariuszy w listopadzie. Wzrost akcji ATEX był częściowo napędzany dobrymi wynikami wierceń i rozwijającą się historią eksploracji w projekcie wydobycia miedzi i złota Valeriano w Chile. Sukcesy wierceń często skłaniają spekulantów i inwestorów do ponownej oceny akcji spółek wydobywczych niższego szczebla, ponieważ lepsze warunki geologiczne zwiększają szanse na większe zasoby, a ostatecznie na wzrost wyceny projektu.

• Poza branżą złota, wszystkie cztery główne alokacje funduszu spoza indeksu - zdywersyfikowane metale i górnictwo, metale szlachetne i minerały, srebro oraz miedź (łącznie 18,3% całkowitych aktywów netto) – odnotowały dwucyfrowe wzrosty i w różnym stopniu prześcignęły indeks. Producent metali z grupy platynowców (PGM), Impala Platinum Holdings, z wynikiem prawie 25% w grudniu, był najlepszym z siedmiu dodatnich kontrybutorów do wyniku funduszu, a także naszą największą pojedynczą pozycją w branży metali szlachetnych i górnictwa. Platyna i pallad zyskały na wartości głównie dlatego, że inwestorzy traktowali je jak zdyskontowane metale szlachetne (historycznie tanie w porównaniu z rekordowym maksimum złota) w oczekiwaniu na obniżki stóp procentowych, ryzyko geopolityczne i szeroki popyt na bezpieczne aktywa, napędzając silne przepływy aktywów do tych rzadszych metali. Ich stosunkowo słabe rynki i ograniczone zapasy spotęgowały wahania cen w stosunku do złota i srebra. Dodatkowo zmiany w polityce, takie jak wycofanie przez Unię Europejską zakazu stosowania silników spalinowych obowiązującego od 2035 r., zwiększyły popyt przemysłowy na metale z grupy platynowców w katalizatorach samochodowych, a platformy obrotu kontraktami terminowymi w Chinach spotęgowały zainteresowanie spekulacyjne.

• Przeciwnie, nasze grudniowe niedoważenie akcji Newmont, Eldorado Gold i Gold Fields stanowiło względny czynnik ujemny, ponieważ wszystkie te spółki zyskały na wartości ponad indeks FTSE Gold Mines, podczas gdy przeważone pozycje w Equinox Gold, Perseus Mining, Torex Gold Resources itp. wzrosły mniej niż indeks. Także względne i bezwzględne stopy zwrotu zostały obniżone przez straty z inwestycji poza benchmarkiem w Orla Mining, Pantoro Gold, Asante Gold i Heliostar Metals, przy czym największe spadki odnotowały

Pantoro (-8,6%) i Asante (-20,2%). Pantoro napotkało trudności, ponieważ Tulla Resources (niebędąca w posiadaniu funduszu) sprzedała 1 grudnia 25,8 mln akcji (6,5% spółki) o wartości 129 mln dolarów australijskich.

• Produkcja złota Pantoro w pierwszym kwartale roku obrotowego 2026 (zakończonym we wrześniu) spadła o ponad 8%, a koszty wzrosły o ponad 30% w porównaniu z rokiem poprzednim z powodu nieprzewidzianych wyzwań operacyjnych w kopalniach OK Underground i Scotia Underground. Odwiedziliśmy ich kopalnie w listopadzie, gdzie zdawali się wprowadzać usprawnienia w zakresie usuwania wąskich gardeł, jednocześnie rozwijając prace eksploracyjne, które naszym zdaniem powinny wspierać nowy obszar wydobywczy. Główną stratę przyniosła spółka Asante, która zarządza kopalniami złota Bibian i Chirano w Ghanie (Afryka), jednocześnie kontynuując ekspansję i eksplorację dodatkowych zasobów złota w regionie. Firma dąży do tego, by stać się producentem złota średniej wielkości z wieloletnim planem wzrostu zakładającym znacznie wyższą produkcję i przepływy pieniężne do 2028 roku. Cena akcji spadła w grudniu, ponieważ rozczarowujące wyniki operacyjne, niższa produkcja i rosnące straty zmusiły firmę do pozyskania dodatkowego kapitału, co wpłynęło na nastroje.

Perspektywy i strategia

• **Złoto ustanowiło nowy rekord zamknięcia 26 grudnia, po czym spadło do końca roku, ale nadal osiągnęło drugi najlepszy roczny zwrot w historii (+64,6%), ustępując jedynie wzrostowi z 1979 roku (kiedy złoto wzrosło o 125,6%).** Zasoby funduszy ETF opartych na fizycznym złocie wzrosły o 1,45 miliona uncji w grudniu i o 1,97 miliona uncji w IV kw. 2025 roku, kończąc rok na poziomie 98,95 miliona uncji. Pomimo imponującego wzrostu cen złota, globalne zasoby złotych funduszy ETF pozostały w pobliżu środka między szczytowymi poziomami z 2020 roku (111 milionów uncji) a niedawnym minimum z maja 2024 roku (80,5 miliona uncji).

• **Znacznie wyższe ceny złota zapewniają znaczący wzrost marży zysku w ujęciu kwartalnym (k/k) i rok do roku (r/r) w firmach wydobywających złoto, ponieważ III kw. 2025 r. podniósł zyski wielu producentów do rekordowych poziomów.** Ceny złota nadal wykazują pozytywny impet, a średnia cena złota w IV kw. 2025 r. wyniosła 4152 USD za uncję, o prawie 700 USD więcej niż średnia z III kw. 2025 r. (3458 USD) i o prawie 1500 USD więcej niż średnia z IV kw. 2024 r. (2661 USD). Zakładając stagnację produkcji złota, przychody wzrosłyby o około 20% w IV kw. 2025 r. i o ponad 55% w całym roku, podczas gdy koszty operacyjne prawdopodobnie wzrosłyby o mniej niż 10% w skali roku (częściowo dzięki spadającym cenom ropy naftowej), co, według naszej analizy, pozwoliłoby na wzrost przepływów pieniężnych i zysków netto nawet bardziej niż przychodów.

• **Uważamy, że większość spółek wydobywczych skoncentrowanych na złocie prawdopodobnie odnotuje rekordowe zyski i wzrost wolnych przepływów pieniężnych wraz z nadchodzącymi wynikami finansowymi za IV kw. 2025 r., a wyceny ich akcji pozostaną atrakcyjne w 2026 r.** Pomimo rajdu w 2025 r. i stałej poprawy fundamentalnej w ciągu ostatnich kilku lat, wskaźniki wyceny wielu spółek wydobywczych złota uległy obniżeniu, co odzwierciedla pogląd, że ceny złota prawdopodobnie spadną lub że koszty operacyjne wzrosną. Chociaż trudno nie zachować ostrożności po tak dużym ruchu wzrostowym, nadal uważamy, że istnieje równie wiele, jeśli nie więcej, potencjalnych czynników napędzających wzrost cen fizycznego złota. W tym otoczeniu podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji spółek wydobywczych złota. Nawet jeśli ceny złota osiągną poziom stabilny w 2026 r., uważamy, że nadal będzie to wystarczające, aby podnieść ceny akcji spółek wydobywczych złota, biorąc pod uwagę,

że wyceny w całej branży na koniec 2025 r. były naszym zdaniem mało wymagające.

• **Szerokie cła i zmiany w polityce prezydenta USA Donalda Trumpa nadal wywołują znaczący globalny niepokój i niepewność**. Choć obawy te nieco osłabły w październiku i listopadzie wraz z deeskalacją wojny handlowej z Chinami, to zdawały się ponownie wzrosnąć w grudniu i na początku stycznia wraz z nasileniem działań militarnych w Wenezueli. Uważamy, że cła będą miały ograniczony bezpośredni wpływ na większość firm wydobywczych złota, ponieważ kruszec został z nich wyłączony, jednak zmienność po licznych ogłoszeniach administracji Trumpa w ostatnich miesiącach wpłynęła na globalne perspektywy gospodarcze. Tego rodzaju zmienność prawdopodobnie pozostanie kluczowym czynnikiem w dającej się przewidzieć przyszłości, biorąc pod uwagę lawinę nowych ogłoszeń i zmian w polityce na początku 2026 roku. Złoto często dobrze radzi sobie w okresach niepewności, ale jeśli rynki finansowe wejdą w fazę kryzysu, cena złota (i akcji spółek wydobywczych złota) często spada wraz z ceną innych aktywów. Gdy obawy tego typu zanikają, inwestorzy często przenoszą swoją uwagę na segmenty bardziej wzrostowe, a złoto często wypada gorzej niż inne, bardziej cykliczne obszary rynku, dopóki nie pojawią się nowe obszary budzące obawy inwestorów.

• **Złoto i akcje spółek powiązanych ze złotem mogą odgrywać istotną rolę w zdywersyfikowanym portfelu,** biorąc pod uwagę ich niską korelację z szerszym rynkiem akcji, co zazwyczaj napędza zróżnicowane wyniki, szczególnie w czasach zwiększonej niepewności. Obawy gospodarcze prawdopodobnie wpłyną na zakupy biżuterii, które zazwyczaj stanowią ponad 50% rocznego popytu na złoto, ale zwiększone wykorzystanie złota jako waluty alternatywnej dla dolara amerykańskiego (lub jako finansowego środka przechowywania wartości) może spowodować rekompensujący wzrost popytu. Zainteresowanie złotem jako aktywem niezwiązanym z żadnym rządem ani systemem finansowym wydaje się zyskiwać na znaczeniu na całym świecie i uważamy, że nadal ma potencjał do dalszego wzrostu. Na przykład, złoto stanowi około 78% rezerw walutowych USA, w porównaniu z około 7% rezerw chińskich, pomimo wzmożonej aktywności zakupowej Ludowego Banku Chin w ciągu ostatnich kilku lat.

• **Najnowszy raport Światowej Rady Złota (WGC) dotyczący trendów popytu,** opublikowany 31 października i obejmujący III kw. 2025 r., wykazał wzrost całkowitego popytu na złoto o 3% r/r (zgodnie z 3% wzrostem rok do roku w II kw. 2025 r.). Banki centralne zgromadziły 220 mln ton rezerw złota w III kw. 2025 r., co stanowi wzrost o 28% w porównaniu ze 172 mln ton pozyskanymi w II kw. 2025 r. (wartość ta została skorygowana w górę po publikacji raportu za II kw. 2025 r.) i mieści się w typowym zakresie dla ostatnich kilku lat. Podobnie jak w II kw. 2025 r., wzrost zasobów funduszy ETF (Exchange Traded Fund) oraz sztabek złota były głównymi czynnikami napędzającymi popyt w ujęciu r/r w III kw. 2025 r. Utrzymujący się silny popyt na sztabki złota był imponujący, biorąc pod uwagę skalę rajdu cen złota w ciągu ostatniego roku. Popyt na biżuterię odbił się k/k, przed październikowym sezonem darowizn z okazji Diwali w Indiach. Popyt na biżuterię w III kw. 2025 r. odwrócił kwartalne spadki z pierwszej połowy tego roku, ale nadal utrzymuje się na poziomie 23% r/r i stanowi szósty z rzędu kwartał spadków r/r, ponieważ rekordowe ceny złota wpłynęły na popyt. Ograniczenie zakupów biżuterii w tym roku było głównie spowodowane ceną, ponieważ całkowite wydatki na złotą biżuterię (w dolarach amerykańskich) faktycznie wzrosły. Tymczasem światowa podaż złota w III kw. 2025 r. wzrosła o 7%, co wynika z 10% wzrostu podaży w kopalniach i nieznacznie niższych całkowitych ilości złota pochodzącego z recyklingu od drugiego kwartału.

M&A - aktualna sytuacja

Chociaż w 2024 r. zaobserwowaliśmy dość stabilne tempo fuzji i przejęć, a następnie ich wzrost w 2025 r., szybko rosnące przepływy

pieniężne producentów złota, w połączeniu z tym, co uważamy za stosunkowo atrakcyjne wyceny dla spółek wydobywczych na etapie rozwoju, pozwalają nam z optymizmem patrzeć na dalszą konsolidację branży w 2026 r. Uważamy, że wahadło wychyliło się zbyt daleko od czasów lekkomyślnych wydatków z 2010 r. w stronę obecnego scenariusza, charakteryzującego się konserwatyzmem fiskalnym kosztem długoterminowej kondycji przedsiębiorstw, i mamy nadzieję, że uda się powrócić do bardziej zrównoważonego podejścia. Uważamy również, że fuzje i przejęcia byłyby efektywnym i opłacalnym sposobem na zastąpienie wyczerpujących się rezerw przez producentów, biorąc pod uwagę obecne warunki rynkowe. Naszym zdaniem, ogólna aktywność w zakresie fuzji i przejęć wspiera wyceny akcji spółek na wcześniejszym etapie rozwoju z wysokiej jakości aktywami wydobywczymi - spółek, w których nasz portfel jest obecnie przeważony w stosunku do indeksu FTSE Gold Mines i wielu porównywalnych funduszy inwestycyjnych.

M&A - szczegóły

Equinox Gold (obecny w portfelu funduszu) ogłosił w grudniu plany sprzedaży swoich brazylijskich operacji, obejmujących cztery kopalnie zasilające trzy zakłady przetwórcze, chińskiej spółce górniczej CMOC za łączną kwotę nieco ponad 1 miliarda dolarów. Robex Resources, również obecny w portfelu, zgodził się na zmienione warunki fuzji, które zarząd Predictive Mining (również spółka z portfela funduszu) uznał za lepszą drogę rozwoju firmy, w porównaniu z ofertą zakupu akcji o wyższej wartości, złożoną przez Perseus Mining (obecny w portfelu) w listopadzie, mającą na celu zakłócenie pierwotnej umowy. Połączenie Robex i Predictive stworzy w Gwinei główny ośrodek wydobycia złota w Afryce Zachodniej. Hochschild Mining (spółka z portfela funduszu) sfinalizował sprzedaż swojego projektu Volcan Gold w Chile nowo utworzonej spółce o nazwie Tiernan Gold (dodanej do portfela funduszu w listopadzie 2025 r.). W listopadzie Coeur Mining (niebędący w posiadaniu funduszu) ogłosił plany przejęcia New Gold (spółki obecnej w portfelu funduszu), co jeszcze bardziej zdywersyfikuje zasięg geograficzny Coeur, a jednocześnie pozwoli na zdobycie nowej wiedzy w zakresie górnictwa. Barrick sfinalizował sprzedaż kopalni Hemlo w Ontario w Kanadzie na rzecz Carcetti Capital (fundusz posiada tę spółkę w portfelu), Carcetti zostało następnie przemianowane na Hemlo Mining. W październiku Minera Alamos sfinalizowała umowę zakupu aktywów Equinox Gold w Nevadzie (USA) (obie spółki są w posiadaniu funduszu). Torex Gold sfinalizował przejęcie Prime Mining (obie spółki były inwestycjami funduszu przed przejęciem), łącząc nowo oddaną do użytku kopalnię Media Luna Mine (Guerrero, Meksyk) należącą do Torex z projektem eksploracyjno-rozwojowym Los Reyes w Sinaloa w Meksyku należącym do Prime Mining. Gold Fields (posiadany przez fundusz) sfinalizował również przejęcie australijskiej spółki Gold Road Resources (niebędącej w portfelu funduszu), której głównym aktywem jest spółka joint venture 50/50 z Gold Fields w kopalni Gruyere w Australii Zachodniej. Meksykański producent metali szlachetnych Fresnillo (niebędący w portfelu funduszu) ogłosił plany wejścia na rynek kanadyjski poprzez proponowane przejęcie Probe Gold (inwestycja funduszu). Wreszcie, gigant branży wydobywczej złota, Newmont, sfinalizował sprzedaż swojego projektu Coffee Gold w kanadyjskim terytorium Jukonu spółce Fuerte Metals (obecnej w portfelu funduszu). Była to kolejna transakcja gotówkowo-akcyjna, zamykająca listę aktywów górniczych, które Newmont planował sprzedać od początku 2024 roku.

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.