

04 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 wydobywaniem, 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

- Metale szlachetne odnotowały w pierwszym kwartale 2026 roku (1Q26) zmienne i nierównomierne zachowanie cen. Złoto spot (+8,1%, do poziomu 4 668 USD za uncję trojańską) oraz srebro (+4,9%, do 75,17 USD) wyraźnie rozeszły się w wynikach z platyną (-5,2%, do 1 954 USD za uncję) oraz palladem (-8,6%, do 1 480 USD). Po osiągnięciu czteroletniego minimum w styczniu, ważony handlem kurs dolara amerykańskiego zaczął działać jako czynnik negatywny dla cen metali szlachetnych. Odnowione napięcia geopolityczne przywróciły bowiem dolarowi status bezpiecznej przystani, co przełożyło się

na jego wzrost o 1,7% w 1Q26, czyniąc metale oraz inne surowce droższymi dla nabywców operujących w innych walutach. Silne wzrosty cen wszystkich czterech głównych metali szlachetnych w styczniu i lutym zostały zniwelowane przez dwucyfrowe spadki w marcu. Złoto straciło w tym miesiącu 11,6%, m.in. w wyniku spadku ruchu lotniczego na Bliskim Wschodzie, który zakłócił przepływ ponad 20% światowej produkcji wydobywczego złota, zazwyczaj oczyszczanego w Dubaju. Choć złoto historycznie wykazuje tendencję do przewyższania innych aktywów w okresach niepewności, w warunkach ostrego kryzysu często podlega presji sprzedażowej podobnie jak inne klasy aktywów. Pomimo tego złoto nadal przyciągało zainteresowanie inwestorów koncentrujących się na podwyższonym ryzyku geopolitycznym, rosnących oczekiwaniach inflacyjnych oraz pogarszającej się sytuacji fiskalnej. Znacząca aktywność spekulacyjna pod koniec 2025 roku i na początku 2026 roku wyniosła cenę złota do rekordowego poziomu 5 311 USD w dniu 2 marca, po czym rynek napotkał silną presję podażową oraz proces redukcji pozycji lewarowanych, wspierany umocnieniem dolara oraz odpływami kapitału z funduszy ETF opartych na złocie i sprzedażą wynikającą z potrzeb płynnościowych. Ten epizod realizacji zysków i delewarowania obejmował jedno z największych tygodniowych

spadków od lat 80. XX wieku. W jego następstwie bank centralny Turcji podjął zdecydowane działania w celu wsparcia swojej waluty, sprzedając w ciągu zaledwie dwóch tygodni marca około 58 ton złota o wartości przekraczającej 8 miliardów dolarów.

- Rządy innych państw również mogły sprzedawać lub być zmuszone do sprzedaży części swoich rezerw złota w celu sfinansowania wyższych kosztów ropy naftowej i innych surowców lub wsparcia gospodarstw domowych poprzez subsydia. Do czasu wykrystalizowania się bardziej jednoznacznego kierunku geopolitycznego, ceny złota denominowanego w dolarze amerykańskim prawdopodobnie pozostaną pod silnym wpływem zmienności napędzanej nowymi informacjami, gdzie nawet pojedyncze komunikaty dyplomatyczne mogą wywoływać gwałtowne zwroty rynkowe. Srebro podążało za złotem w pierwszym kwartale 2026 roku, jednak charakteryzowało się wyższą zmiennością. Pomimo wsparcia ze strony popytu przemysłowego, w tym trendów związanych z transformacją energetyczną, nierównomierne przepływy kapitału inwestorskiego ograniczały jego potencjał wzrostowy. Platyna i pallad pozostawały w tyle, przy czym pallad dodatkowo znajdował się pod presją strukturalnych zmian w popycie ze strony sektora motoryzacyjnego.

- W obliczu podwyższonej niepewności wielu inwestorów giełdowych kierowało kapitał w stronę spółek powiązanych z metalami szlachetnymi i bazowymi, traktując je jako formę zabezpieczenia portfela. Jednocześnie następowało odejście od sektora oprogramowania oraz innych branż postrzeganych jako bardziej podatne na potencjalne zakłócenia wynikające z rozwoju

sztucznej inteligencji (AI). Choć pięć z jedenastu sektorów rynku akcji odnotowało spadki w 1Q26 (według indeksu MSCI All Country World Index w ujęciu dolarowym), sektor surowcowy wykazał się relatywną odpornością, rosnąc o 6,7% globalnie oraz o 9,7% w Stanach Zjednoczonych (zgodnie z indeksem S&P 500). Wyniki te mogłyby być jeszcze lepsze, gdyby nie marcowe korekta, w trakcie której sektor surowcowy odnotował spadki na poziomie 11,6% globalnie oraz 6,9% w USA, co przesunęło go do dolnej połowy zestawienia sektorów. Szczególnie dotknięta została branża metali i górnictwa, która straciła około 16%, oddając większość wcześniejszych zysków wypracowanych w 1Q26. Spółki skoncentrowane na złocie doświadczyły zmiennego, lecz generalnie konstruktywnego kwartału, korzystając z wysokich cen kruszcu oraz wcześniejszego impetu wzrostowego, choć ich wyniki pozostawały poniżej zarówno fizycznego złota, jak i poniżej szerokiego rynku surowców. Wiele z tych podmiotów odnotowało wyraźne korekty względem lutowych maksimów, na co wpływ miała realizacja zysków, umocnienie dolara oraz obawy dotyczące poziomu stóp procentowych. W niektórych przypadkach spadki sięgały wartości dwucyfrowych w marcu. Pomimo tej korekty, pod koniec okresu widoczne były oznaki stabilizacji w sektorze złota, wspierane przez solidne marże oraz poprawiające się fundamenty, związane z utrzymującymi się relatywnie wysokimi cenami kruszcu.

- W ujęciu kwartalnym tytuły uczestnictwa klasy A (acc) USD funduszu osiągnęły stopę zwrotu na poziomie 5,71%, wobec 5,41% dla benchmarku, jakim jest indeks FTSE Gold Mines Index.

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

| | Akcje | Sektory |
|---|---|--|
| + | Northern Star Resources (znaczące niedoważenie) | Złoto (selekcja akcji) |
| | Barrick Mining (znaczące niedoważenie) | Miedź (poza benchmarkiem) |
| | G Mining Ventures (poza benchmarkiem) | - |
| - | Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie) | Srebro (poza benchmarkiem) |
| | Vizsla Silver (poza benchmarkiem) | Zdywersyfikowane metale i kopalnie (poza benchmarkiem) |
| | Newmont (znaczące niedoważenie) | - |

- Fundusz Franklin Gold and Precious Metals Fund (klasa A, po opłatach, w USD) odnotował szerokie wzrosty w pierwszym kwartale 2026 roku (1Q26) i przewyższył wyniki benchmarku, jakim jest indeks FTSE Gold Mines Index, dzięki trafnej selekcji spółek oraz efektywnym decyzjom alokacyjnym na poziomie branżowym. Podstawowe inwestycje funduszu w sektorze złota stanowiły średnio nieco ponad 78% aktywów netto i były wspierane przez solidne przepływy pieniężne oraz poprawiającą się ekonomikę projektów, w warunkach rosnącej średniej ceny złota w ciągu kwartału. Z perspektywy alokacji aktywów korzystne okazało się utrzymywanie wyraźnie niższego niż w indeksie zaangażowania w niektórych największych globalnych producentów złota. Kluczowe pozycje niedoważone względem benchmarku, takie jak Northern Star Resources, Barrick Mining oraz inne spółki, albo traciły na wartości, albo rosły wolniej niż średnia indeksu. Northern Star oraz Barrick stanowiły około 16% kapitalizacji indeksu ważonego kapitalizacją rynkową, podczas gdy ich łączny udział w portfelu funduszu wynosił mniej niż 6%. W efekcie pozytywny wpływ na relatywną stopę zwrotu był istotny, podobnie jak brak ekspozycji na słabo zachowujące się spółki indeksowe, takie jak Harmony Gold Mining. Northern Star obniżył prognozy rocznej produkcji z uwagi na prace konserwacyjne i problemy operacyjne, jednocześnie sygnalizując, że trudne może okazać się nawet osiągnięcie dolnego poziomu zrewidowanego celu (1,6 mln uncji). Po negatywnej stronie relatywnych wyników znalazło się natomiast niższe niż w indeksie zaangażowanie w kilku dużych spółkach górniczych, które przewyższyły benchmark. Kluczowymi czynnikami obciążającymi wyniki były w tym kontekście Agnico Eagle Mines, Newmont oraz AngloGold Ashanti.

- Pozostałe istotne pozytywne kontrybucje w sektorze złota pochodziły z pozycji przeważonych względem indeksu lub spoza benchmarku, które osiągnęły wyniki lepsze niż

rynek. Należeli do nich producenci złota, tacy jak G Mining Ventures, Alamos Gold oraz Orla Mining, a także spółki na wcześniejszych etapach rozwoju - obejmujące projekty eksploracyjne i deweloperskie przed rozpoczęciem produkcji - takie jak Cambria Gold Mines (wcześniej działająca pod nazwą Ascot Resources), Montage Gold, Hycroft Mining, Gold X2 Mining, Skeena Resources oraz Liberty Gold. Wśród producentów dominującymi motywami były wzrost produkcji w ujęciu kwartalnym oraz silna dynamika przychodów, podczas gdy poprawa dostępu do kapitału oraz postęp w realizacji projektów stanowiły kluczowe czynniki wspierające spółki na wcześniejszych etapach rozwoju. W segmencie producentów spółka G Mining odnotowała bardzo dobre wyniki w pierwszym pełnym roku komercyjnej produkcji w kopalni Tocantinzinho (Brazylia), jednocześnie kontynuując zaawansowane prace budowlane przy projekcie Oko West (Gujana). Opublikowane wyniki za czwarty kwartał 2025 roku (4Q25) oraz cały rok 2025 wskazują, że Tocantinzinho wyprodukowało 171 871 uncji złota, podczas gdy zasoby złota wzrosły aż o 221% rok do roku w 4Q25, osiągając poziom 6,5 mln uncji. Spółki o mniejszej kapitalizacji, znajdujące się na etapie przedprodukcyjnym (tzw. „juniorzy”), takie jak Cambria, Montage czy Liberty, często notują dynamiczne wzrosty w okresach rosnących cen złota, ponieważ ich wyceny są szczególnie wrażliwe na zmiany ekonomiki projektów. Wyższa cena złota może istotnie zwiększyć szacowaną wartość zasobów oraz opłacalność ich aktywów. W przypadku naszej inwestycji w Cambria - spółkę skoncentrowaną na rozwoju oraz ponownym uruchamianiu aktywów złota, głównie w Kolumbii Brytyjskiej (Kanada) - odnotowaliśmy wzrost przekraczający 200%. Był on efektem szybkiej rewaluacji spółki po udanym dokapitalizowaniu i restrukturyzacji, które ustabilizowały bilans oraz odbudowały zaufanie inwestorów. Dodatkowym wsparciem były bardzo dobre wyniki odwiertów o wysokiej zawartości złota, jasno zarysowana ścieżka

ponownego uruchomienia zakładu Premier (zasilanego przez kilka złóż) oraz dobrze zdefiniowany program wierzeń i wykonalności. Po okresie bardzo niskiej wyceny rynkowej, powyższe czynniki pozwoliły na zmianę postrzegania spółki z podmiotu w trudnej sytuacji na wiarygodną historię odbudowy wartości. Montage odnotowała wzrost o około 58%, wspierany postępem prac budowlanych przy projekcie Koné na Wybrzeżu Kości Słoniowej (Afryka Zachodnia). Pierwsze wylanie złota w obiegu tlenkowym planowane jest na koniec 2026 roku, przy czym projekt pozostaje w założonym budżecie i wyprzedza harmonogram, co przełożyło się na liczne podwyższenia rekomendacji analityków branżowych w trakcie analizowanego okresu. Z kolei Liberty Gold, amerykańska spółka eksploracyjna i deweloperska, znana przede wszystkim z projektu Black Pine (złoża tlenkowego złota w stanie Idaho), odnotowała wzrost na poziomie około 42%. Oprócz sprzyjającego otoczenia cenowego złota, wyniki te były wspierane przez ograniczanie ryzyk projektowych oraz postępy w rozwoju aktywów, w tym aktualizację szacunków zasobów mineralnych dla projektu Black Pine. W marcu spółka Liberty uzyskała status FAST-41 i została objęta federalnym, skoordynowanym programem przyspieszonego procesu uzyskiwania pozwoleń. W połączeniu z dynamicznym postępem w procedurach administracyjnych, przy ograniczeniu barier biurokratycznych, spółka oczekuje publikacji pełnego studium wykonalności w drugiej połowie roku, które szczegółowo przedstawi ekonomikę projektu. W celu uproszczenia struktury aktywów oraz uwolnienia dodatkowej wartości, Liberty ogłosiła sprzedaż projektu Goldstrike w południowym Utah na rzecz Heliostar Metals (również znajdującej się w portfelu funduszu) w transakcji obejmującej gotówkę i akcje, uzupełnione o płatności warunkowe. Dodatkowo spółka zbyła projekt Gage na rzecz Blue Moon Metals (także spółki obecnej w portfelu funduszu) w zamian za akcje oraz 2% tantiemy od przychodów ze sprzedaży (*net smelter royalty*).

- Po stronie negatywnej, kilka inwestycji przeważonych lub spoza benchmarku w sektorze złota odnotowało spadki w 1Q26, w tym kluczowe pozycje negatywne dla wyników funduszu, takie jak Integra Resources, Pantoro Gold, Southern Cross Gold, Ora Banda Mining, Meeka Metals oraz Genesis Minerals. Szczególnie spółka Ora Banda, działająca w Australii Zachodniej, straciła około 17% swojej wartości rynkowej. Spadek ten wynikał głównie z czynników specyficznych dla spółki, w tym obaw operacyjnych oraz presji kosztowej w krótkim terminie, pomimo rekordowego poziomu produkcji oraz rosnącej pozycji gotówkowej. Ora Banda zobowiązała się do przeznaczenia 63 mln AUD środków własnych na realizację kluczowych inicjatyw rozwojowych. Obejmują one m.in. 10 mln AUD na opracowanie modernizacji zakładu przerobczego oraz 30 mln AUD na rozwój wydobycia odkrywkowego i podziemnego w obrębie złoża Waihi, zlokalizowanego w szerszym okręgu złotonosnym Davyhurst. Rozszerzenie znanych struktur mineralizacji w rejonie Waihi, w tym nowe żyły oraz przedłużenia w głąb złoża, stwarza potencjał istotnego zwiększenia bazy zasobowej. W związku z tym spółka planuje aktualizację zasobów w kwartale kończącym się w czerwcu 2026 roku, która uwzględni najnowsze wyniki i może znacząco zmienić skalę projektu. Spółka raportowała rekordową produkcję w 4Q25, wyższą o około 39% rok do roku, jednak całkowite koszty utrzymania produkcji (AISC) wzrosły do poziomu 3 505 AUD za uncję, co oznacza wzrost o 22% względem poprzedniego kwartału. Było to w dużej mierze efektem przetwarzania większego wolumenu rudy w zakładach zewnętrznych. Zarząd podniósł prognozę kosztową na rok fiskalny 2026 do przedziału 3 250-3 350 AUD za uncję (z wcześniejszych 2 800-2 900 AUD), co częściowo odzwierciedla trwające zwiększanie skali wydobycia podziemnego, w tym w projektach Riverina oraz nowszym Sand King. Poza sektorem złota, niewielka alokacja poza benchmarkiem w spółki skoncentrowane na wydobyciu srebra

odnotowała spadki w 1Q26. Jednocześnie inwestycje w zdywersyfikowane spółki z sektora metali i górnictwa (stanowiące około 9% portfela) wprawdzie zyskały na wartości, jednak ich wyniki pozostawały poniżej benchmarku, m.in. za sprawą spadków kursów Vizsla Silver oraz ponad tuzina innych spółek portfelowych. Ceny srebra spadły o blisko 20% w marcu i pozostawały w tyle za wzrostami złota w całym 1Q26. Metale przemysłowe wykazywały mieszane tendencje, przy czym kluczowym czynnikiem ograniczającym ich wyniki były spadki cen miedzi. Wynikały one z niejednoznacznych sygnałów popytowych, rosnących poziomów zapasów oraz niepewności makroekonomicznej, napędzanej w dużej mierze konsekwencjami konfliktu w Iranie. Jednym z głównych czynników negatywnie wpływających na wyniki była spółka Vizsla Silver - kanadyjski podmiot eksploracyjno-deweloperski, skoncentrowany na rozwoju flagowego projektu srebra i złota Panuco w stanie Sinaloa w Meksyku, z planowanym rozpoczęciem komercyjnej produkcji w drugiej połowie 2027 roku lub na początku 2028 roku. Pod koniec 2025 roku spółka ukończyła solidne analizy, wskazujące na atrakcyjną ekonomikę projektu Panuco, w tym wysoką zawartość metalu w rudzie, satysfakcjonujące stopy zwrotu oraz znaczącą wartość bieżącą netto (NPV). Pomimo tych pozytywnych fundamentów, około 40% spadek kursu akcji Vizsla był wynikiem materializacji

ryzyka operacyjnego. Dziesięć osób zostało uprowadzonych z wynajmowanego przez spółkę kompleksu mieszkalnego w miejscowości Concordia (około 25 km od kopalni), położonej w regionie dotkniętym przemocą związaną z działalnością karteli. Obecnie potwierdzono śmierć dziewięciu z nich, a jedna osoba nadal pozostaje zaginiona. Wydarzenia te wywołały istotną presję na notowania spółki, gdyż inwestorzy zaczęli uwzględniać podwyższone ryzyko bezpieczeństwa w regionie. Pomimo rewaluacji ryzyka utrzymujemy inwestycję w Vizsla z długoterminowej perspektywy, uznając, że fundamenty spółki pozostają solidne, a projekt charakteryzuje się wysoką jakością jako podziemna kopalnia zlokalizowana w regionie Meksyku sprzyjającym działalności górniczej. Uważamy, że projekt Panuco ma potencjał do generowania znaczących miejsc pracy oraz wpływów podatkowych, co może sprzyjać zwiększeniu obecności federalnych sił bezpieczeństwa w regionie, który tracił możliwości rozwoju w wyniku utrzymującej się przemocy. Spółka koncentruje się obecnie na bezpiecznym wznowieniu działalności operacyjnej przy wsparciu rządu Meksyku, choć należy brać pod uwagę, że pierwotne harmonogramy mogą ulec wydłużeniu ze względu na konieczność wdrożenia dodatkowych środków bezpieczeństwa i procedur operacyjnych.

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

| | Akcje | Sektory |
|---|---|--|
| + | Northern Star Resources (znaczące niedoważenie) | Zróżnicowane metale i kopalnie (poza benchmarkiem) |
| | G Mining Ventures (poza benchmarkiem) | Miedź (poza benchmarkiem) |
| | Coeur Mining (znaczące przeważenie, pozycja dodana w mies.) | - |
| - | Newmont (znaczące niedoważenie) | Złoto (selekcja akcji) |
| | Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie) | Srebro (poza benchmarkiem) |
| | Pantoro Gold (ekspozycja poza benchmarkiem) | Metale szlachetne i minerały (poza benchmarkiem) |

- Tytuły uczestnictwa klasy A funduszu w marcu wypadły nieznacznie lepiej niż indeks FTSE Gold Mines Index, jednak portfel odnotował szerokie spadki w poszczególnych segmentach. Obejmowały one m.in. spadek o około 22% w sektorze złota, 27% w srebrze,

24% w segmencie metali szlachetnych i minerałów, 18% w zdywersyfikowanym sektorze metali i górnictwa oraz 14% w segmencie miedzi. Sektor zdywersyfikowanych metali i górnictwa miał umiarkowany pozytywny wkład do wyniku

funduszu w ujęciu relatywnym, ponieważ pozycje spoza benchmarku, takie jak Minerals 260, NorthIsle Copper & Gold oraz kilka innych spółek, traciły na wartości w znacznie mniejszym stopniu niż indeks, podczas gdy Blue Moon Metals oraz dwie inne spółki wyróżniły się pozytywnie, osiągając wyniki powyżej rynku. Minerals 260 to australijski deweloper i spółka eksploracyjna, skoncentrowana na rozwoju flagowego projektu złota Bullabulling w Australii Zachodniej oraz na poszukiwaniach na przyległych koncesjach. Spółka niedawno zawarła strategiczną umowę finansowania budowy kopalni Bullabulling o wartości 220 mln AUD z Franco-Nevada (spółką nieobecną w portfelu funduszu), globalnym liderem w segmencie złota i rojalty. Transakcja ta przyczyniła się do zwiększenia zainteresowania zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i detalicznych, ponieważ projekt został w dużej mierze zabezpieczony finansowo na etapie budowy. Przed ogłoszeniem współpracy z Franco-Nevada, spółka raportowała również solidne wyniki wierceń oraz podwyższenia zasobów, w związku z ponownym rozpoczęciem programu eksploracyjnego na złożu Bullabulling. Blue Moon Metals to spółka na etapie rozwoju, skoncentrowana na realizacji projektów miedzi, cynku oraz innych kluczowych surowców strategicznych w Stanach Zjednoczonych i Norwegii. Około 28% wzrost kursu akcji w marcu był wynikiem czynników specyficznych dla spółki, w szczególności przejęcia aktywów germanu i galu od Teck (spółki nieobecnej w portfelu) oraz od Liberty Gold (spółki znajdującej się w portfelu funduszu). Transakcja ta przekształciła Blue Moon w potencjalnego strategicznego dostawcę rzadkich, wysokowartościowych metali technologicznych, a dodatkowe finansowanie znacząco ograniczyło ryzyko po stronie kapitałowej. Te wydarzenia przyciągnęły uwagę inwestorów skoncentrowanych na łańcuchach dostaw surowców krytycznych, umożliwiając dynamiczny wzrost kursu pomimo ogólnej słabości wśród tradycyjnych spółek zdywersyfikowanego górnictwa.

• W ujęciu ogólnym wyniki sektora złota w marcu zostały wsparte przez niedoważenie pozycji w Northern Star oraz Coeur Mining, wzrosty spółek takich jak Cambria Gold Mines oraz kilku innych pozycji przeważonych lub spoza benchmarku, a także przez mniejsze niż w indeksie spadki w przypadku G Mining Ventures, Montage Gold, Perseus Mining oraz szeregu innych spółek. Dodatkowe korzyści w zakresie relatywnej stopy zwrotu wynikały również z braku ekspozycji na spółki indeksowe, które w marcu odnotowały spadki przekraczające wynik benchmarku, w tym przypadku kluczowymi „pozytywnymi kontrybucjami przez brak ekspozycji” były Harmony Gold Mining oraz Evolution Mining. Istotnym źródłem wartości relatywnej było znaczące niedoważenie w Northern Star, której kurs akcji spadł o ponad 30% po drugiej korekcie w dół prognoz na rok fiskalny 2026, wynikającej z utrzymujących się problemów operacyjnych w przetwórnicy przy flagowej kopalni KCGM w Kalgoorlie (Australia). Northern Star realizuje obecnie budowę nowego zakładu przerobczego, który ma zastąpić istniejącą infrastrukturę KCGM. Obiekt ten wizytowaliśmy w 2025 roku. Nowa instalacja, choć imponująca technologicznie, ma zostać oddana do użytku dopiero w połowie 2027 roku, co stawia spółkę w trudnej sytuacji operacyjnej, wymagającej decyzji dotyczących dalszych nakładów na utrzymanie obecnego zakładu. Choć nowy zakład stanowi istotne usprawnienie infrastrukturalne, spodziewamy się, że spółka stoi przed wymagającym okresem kolejnych około 18 miesięcy, w którym będzie zmuszona zarządzać ograniczeniami wynikającymi z funkcjonowania dotychczasowych aktywów.

• Sektor złota był jednak w ujęciu miesięcznym czynnikiem negatywnie wpływającym na wyniki funduszu, ponieważ selekcja spółek działała na niekorzyść jego stopy zwrotu. Oprócz braku ekspozycji na spółki indeksowe, które odnotowały relatywnie silne wyniki, takie jak Kinross Gold, Zhaojin Mining Industry oraz SSR Mining, istotnym obciążeniem było też znaczne niedoważenie w innych dużych spółkach, które

spadły mniej niż średnia benchmarku, w tym Newmont, Agnico Eagle Mines oraz Barrick Mining. Łącznie te trzy spółki nadal stanowiły istotny udział w portfelu funduszu, odpowiadając za blisko 13% jego struktury. Agnico Eagle zaprezentował bardzo solidne wyniki operacyjne, jednocześnie wyprzedzając Barrick i stając się drugim największym producentem złota na świecie, z produkcją na poziomie 3,45 mln uncji w 2025 roku (w porównaniu do 3,26 mln uncji przypadających na Barrick). Spółka odnotowała rekordowe przepływy wolnych środków pieniężnych zarówno w ujęciu kwartalnym (4Q25), jak i rocznym (2025), a także podniosła dywidendę o 12,5%. Barrick natomiast mierzył się z szeregiem wyzwań operacyjnych i strategicznych, jednocześnie ogłaszając plany wydzielenia swoich aktywów złota w Ameryce Północnej poprzez IPO (pierwszą ofertę publiczną) planowaną na koniec 2026 roku. Dodatkowo Newmont skierował wobec Barricka formalne zawiadomienie o niewywiązaniu się z obowiązków, zarzucając niewłaściwe zarządzanie wspólnym

Perspektywy i strategia

- **Ceny złota odbiły się po wyprzedaży z końca stycznia i kontynuowały wzrosty do końca lutego, po czym osłabiły się w marcu w związku z utrzymującymi się bombardowaniami w Iranie.** Pomimo podwyższonej zmienności oraz presji wynikającej z umocnienia dolara amerykańskiego, zainteresowanie inwestorów złotem pozostaje wysokie. Jednocześnie aktywa w fizycznym złocie utrzymywane w funduszach ETF (śledzonych przez Bloomberg) spadły w marcu, w pełni niwelując wzrosty ze stycznia, co przełożyło się na spadek o 1,06 mln uncji w ujęciu kwartalnym (do poziomu 97,89 mln uncji). Pomimo imponującej hossy złota na początku roku, globalne zasoby ETF pozostają wyraźnie poniżej szczytów z 2020 roku wynoszących 111 mln uncji. Warto jednak podkreślić, że wycena tych aktywów w dolarze amerykańskim osiągnęła historyczne maksima

przedsięwzięciem Nevada Gold Mines. Spółka znacząco spowolniła również prace nad projektem Reko Diq w Pakistanie w związku z narastającymi obawami dotyczącymi bezpieczeństwa w regionie. Pozostałe istotne czynniki negatywnie wpływające na wyniki sektora złota obejmowały pozycje spoza indeksu lub przeważone, które zachowywały się słabiej niż benchmark, w tym Pantoro Gold, Integra Resources, Troilus Mining, Black Cat Syndicate, Orla Mining oraz Asante Gold. Słabość dotknęła również spółki z segmentu srebra, gdzie niemal wszystkie pozycje odnotowały straty przewyższające średnią dla indeksu. Pomimo marcowej korekty cen srebra z rekordowych poziomów, metal ten nadal korzystał z konwergencji popytu typu safe haven, zastosowań przemysłowych oraz ograniczonej podaży. Wcześniej, przed marcem, srebro było również wykorzystywane przez inwestorów jako instrument zabezpieczający przed osłabieniem dolara amerykańskiego oraz rosnącą niepewnością geopolityczną.

w lutym, a ceny złota wzrosły od października 2020 roku o około 2,5-krotność.

- **Znacząco wyższe ceny złota zapewniają istotne wsparcie dla marż producentów, przekładając się na wyraźną poprawę wyników kwartalnych i rocznych w ujęciu rok do roku.** Wyniki za 4Q25 wyniosły wiele spółek wydobywczych na rekordowe poziomy zysków, a w naszej ocenie 1Q26 powinien okazać się jeszcze silniejszy. Złoto kontynuowało pozytywny trend, osiągając średnią cenę w 1Q26 na poziomie 4 873 USD za uncję, co oznacza wzrost o 720 USD względem średniej z 4Q25 (4 152 USD za uncję). Z kolei poziom cen w 4Q25 był o niemal 700 USD wyższy niż średnia z 3Q25 (3 458 USD), a średnia z 1Q26 przewyższała poziom z 1Q25 o ponad 2 000 USD (2 862 USD). Przy założeniu stabilnego poziomu produkcji złota w okresie styczeń-marzec, nasze szacunki wskazują, że przychody sektora w 1Q26 wzrosłyby

o około 17% względem 4Q25 oraz o ponad 70% w porównaniu z 1Q25. Jednocześnie szacujemy, że koszty operacyjne producentów złota wzrosły w tym okresie o mniej niż 10% w ujęciu rocznym, co oznacza, że przepływy pieniężne oraz zyski netto rosły jeszcze szybciej niż przychody.

- **Pod koniec lutego Stany Zjednoczone oraz Izrael przeprowadziły zmasowany atak powietrzny na Iran, w wyniku którego zginął Najwyższy Przywódca Ali Chamenei oraz liczni inni irańscy urzędnicy.** W odpowiedzi Iran przeprowadził ataki rakietowe i dronowe na cele w całym regionie Bliskiego Wschodu, co doprowadziło do faktycznego zablokowania na cały marzec Cieśniny Ormuz, która jest kluczowym regionalnym szlakiem handlowym. Działania te dodatkowo spotęgowały globalne napięcia geopolityczne, które już wcześniej były podwyższone w wyniku wprowadzania ceł i zmian w polityce handlowej, eskalacji wojny handlowej z Chinami, obalenia prezydenta Wenezueli przez administrację USA oraz rosnących napięć wokół Grenlandii. Uważamy, że tego rodzaju zmienność pozostanie istotnym czynnikiem rynkowym w przewidywalnej przyszłości, biorąc pod uwagę lawinę nowych komunikatów i zmian politycznych obserwowanych na początku 2026 roku. Złoto historycznie dobrze zachowuje się w okresach niepewności, jednak w fazach kryzysowych na rynkach finansowych jego cena – podobnie jak innych aktywów – może podlegać presji spadkowej. W miarę jednak stabilizacji sytuacji rynkowej, złoto oraz spółki złotowe często należą do pierwszych klas aktywów, które odzyskują siłę relatywną (co potwierdzają m.in. doświadczenia z globalnego kryzysu finansowego oraz pandemii). Ceny ropy naftowej silnie wzrosły w marcu i utrzymywały się na podwyższonych poziomach przez pierwszą połowę kwietnia, ponieważ transport ropy oraz innych produktów przez Cieśninę Ormuz pozostawał ograniczony. Sytuacja ta wywierała presję zarówno na rynki akcji, jak i na notowania spółek z sektora złota.

- **Wydobycie surowców wiąże się ze znacznym zużyciem paliw, a wyniki finansowe spółek**

górnictwych w przeszłości były silnie obciążane przez gwałtowne wzrosty cen ropy naftowej. Obecnie jednak wysoki poziom cen złota istotnie ogranicza wrażliwość branży na zmiany kosztów paliwowych. Marże są obecnie znacząco wyższe niż w poprzednich cyklach rynkowych, do tego stopnia, że nawet 50% wzrost kosztów energii prawdopodobnie przełożyłby się na mniej niż 10% spadek zysków spółek. Dla porównania, w poprzednich okresach przy niższych marżach analogiczny wzrost kosztów zwykle skutkował spadkiem rentowności przekraczającym 50% lub więcej, zgodnie z naszą analizą. Na koniec marca wyceny wielu spółek z sektora wydobywania złota nadal zdawały się odzwierciedlać scenariusz spadku cen złota lub założenie, że koszty operacyjne wzrosną w stopniu znacznie przewyższającym bieżącą zmienność na rynku energii. Nadal uważamy jednak, że istnieje wiele czynników mogących wspierać dalszy wzrost cen fizycznego złota w nadchodzących miesiącach. Pozostajemy pozytywnie nastawieni do spółek z sektora wydobywania złota, choć jednocześnie podkreślamy, że marzec pokazał, iż inwestorzy powinni być przygotowani na zwiększoną zmienność. Nawet w scenariuszu stabilizacji cen złota w 2026 roku uważamy, że byłoby to wystarczające do dalszych wzrostów notowań spółek złotowych, biorąc pod uwagę, w naszej ocenie, relatywnie niskie wymagania wycenowe na początku roku.

- **Złoto oraz spółki z sektora złota mogą, w naszej ocenie, odgrywać istotną rolę w zdywersyfikowanym portfelu inwestycyjnym, ze względu na ich niską korelację z szerokim rynkiem akcji, co sprzyja różnicowaniu wyników, szczególnie w okresach podwyższonej niepewności.** Obawy dotyczące koniunktury gospodarczej prawdopodobnie będą wywierały presję na popyt jubilerski, który zazwyczaj odpowiada za ponad 50% rocznego zapotrzebowania na złoto. Jednocześnie rosnące wykorzystanie złota jako alternatywy walutowej wobec dolara amerykańskiego, bądź jako finansowego magazynu wartości, może prowadzić

do kompensacyjnego wzrostu popytu, co obserwowaliśmy już w minionym roku. Zainteresowanie złotem jako aktywem niezwiązanym z żadnym pojedynczym rządem ani systemem finansowym rośnie globalnie i w naszej ocenie nadal posiada przestrzeń do dalszego umocnienia. Dla zobrazowania skali tego zjawiska: złoto stanowi około 78% rezerw walutowych USA, podczas gdy w przypadku Chin jest to mniej niż 10%, mimo zwiększonej aktywności zakupowej Ludowego Banku Chin w ostatnich latach.

• **Najnowszy raport World Gold Council (WGC) dotyczący trendów popytowych - opublikowany 29 stycznia i obejmujący 4Q25 oraz cały 2025 rok - wskazał, że całkowity popyt na złoto wzrósł w 2025 roku jedynie o 1% rok do roku.** Ograniczony wzrost podaży sprawił, że mechanizm równoważenia rynku w dużej mierze odbywał się poprzez ceny. Łączny popyt osiągnął poziom 5 002 ton, wspierany przez 84% wzrost inwestycji do rekordowych 2 175 ton. Fundusze ETF oparte na złocie dodały 801 ton (drugi najwyższy wynik w historii po 2020 roku), podczas gdy popyt na sztabki i monety wzrósł o 16%, osiągając najwyższy poziom od 12 lat. Popyt jubilerski spadł w 2025 roku o 18%, przy czym zakupy w Chinach obniżyły się o 24%, osiągając najniższy poziom od 2009 roku. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych odnotowano 19% wzrost wartości wydatków na złotą biżuterię w ujęciu dolarowym względem 2024 roku, co było efektem wyższych cen kruszcu. Banki centralne zgromadziły w 2025 roku 863 tony rezerw złota, co oznacza spadek o 21% r/r oraz wynik poniżej poziomów przekraczających 1 000 ton w poprzednich trzech latach. Jednocześnie aktywność zakupowa wzrosła w 4Q25 mimo wyższych cen, co postrzegamy jako pozytywny sygnał dalszego uczestnictwa sektora oficjalnego w rynku złota. Głównymi motorami wzrostu popytu były ETF-y złota oraz złote sztabki, co potwierdza kontynuację trendów wskazywanych w poprzednich raportach WGC w 2025 roku. Uważamy, że utrzymująca się siła popytu na sztabki złota jest szczególnie istotna,

biorąc pod uwagę skalę wcześniejszej hossy. Jednocześnie globalna podaż złota wzrosła w 2025 roku jedynie o 1%, co wynikało z szacowanego poniżej 1% wzrostu produkcji kopalnianej oraz zaledwie 3% wzrostu recyklingu złota, co należy uznać za stosunkowo ograniczoną reakcję podaży w obliczu znaczących zmian cen w ciągu roku.

M&A - aktualności

Choć w 2024 roku obserwowaliśmy stosunkowo stabilne tempo aktywności M&A, a w 2025 roku nastąpiło jego przyspieszenie, dynamicznie rosnące przepływy pieniężne producentów złota w połączeniu z naszym zdaniem relatywnie atrakcyjnymi wycenami spółek na etapie rozwoju skłaniają nas do optymistycznego podejścia wobec dalszej konsolidacji sektora w 2026 roku. Uważamy, że wahadło rynkowe wychyliło się zbyt daleko - od okresu niekontrolowanych wydatków z lat 2010-2012 do obecnego środowiska charakteryzującego się nadmiernym konserwatyzmem finansowym, który odbywa się kosztem długoterminowej kondycji biznesowej spółek. Wierzymy, że w kolejnych latach możliwy jest powrót do bardziej zrównoważonego podejścia. Jednocześnie postrzegamy transakcje M&A jako efektywne i kosztowo atrakcyjny sposób odtwarzania kurczących się rezerw przez producentów złota, szczególnie w obecnych warunkach rynkowych. W naszej ocenie ogólna aktywność w obszarze fuzji i przejęć stanowi istotne wsparcie dla wycen spółek na wcześniejszych etapach rozwoju, posiadających wysokiej jakości aktywa górnicze. Jest to segment, w którym fundusz posiada obecnie przewagę względem indeksu FTSE Gold Mines oraz wielu funduszy porównawczych.

M&A - szczegóły

W marcu Coeur Mining (posiadany w portfelu funduszu na koniec miesiąca) sfinalizował przejęcie New Gold (również spółki z portfela), co dodatkowo dywersyfikuje ekspozycję geograficzną Coeur oraz wzmacnia jego kompetencje operacyjne w obszarze wydobywania. W ramach działań zmierzających

do uproszczenia struktury biznesowej oraz uwolnienia wartości, Liberty Gold ogłosił sprzedaż aktywów na rzecz Heliostar Metals oraz Blue Moon Metals (wszystkie trzy spółki znajdowały się w portfelu funduszu w 1Q26). Blue Moon jednocześnie sfinalizował przejęcie kopalni Apex (historycznie produkującej german, gal, miedź) od Teck Resources (spółki nieobecnej w portfelu) w transakcji w pełni akcyjnej, w wyniku której Teck stał się około 8% akcjonariuszem Blue Moon. Spółka Contango Silver & Gold (spółka w portfelu funduszu) zamknęła pod koniec marca przejęcie Dolly Varden Silver (spółki spoza portfela), znacząco rozszerzając swój zakres projektów eksploracyjnych. W lutym Westgold Resources sfinalizował sprzedaż projektu Mt. Henry Gold Project w Australii Zachodniej do Alicanto Minerals za 80 mln AUD w gotówce i akcjach, a także ogłosił sprzedaż udziału w złożu Pickle Crow w Kanadzie (Ontario) na rzecz Bellavista Resources w transakcji całkowicie akcyjnej (wszystkie trzy spółki były wówczas w portfelu funduszu). W styczniu Zijin Gold International (spółka spoza portfela) ogłosił zamiar przejęcia Allied Gold (spółki obecnej w portfelu na koniec lutego) w transakcji gotówkowej o wartości 5,5 mld CAD, która została w pełni poparta przez zarząd i kierownictwo Allied Gold. Z kolei meksykański producent metali szlachetnych Fresnillo (spoza portfela) sfinalizował pod koniec stycznia przejęcie Probe Gold, zapewniając sobie strategiczną pozycję w obszarze eksploracji i rozwoju w Kanadzie. Spółka Equinox Gold (obecna w portfelu funduszu) dokonała zbycia swoich aktywów w Brazylii, obejmujących cztery kopalnie

zasilające trzy zakłady przerobcze, na rzecz chińskiej spółki górniczej CMOC, za łączną kwotę przekraczającą 1 mld USD. Wcześniej, w grudniu 2025 roku, Sierra Madre Gold and Silver (spółka obecna w portfelu) ogłosiła plan przejęcia kopalni srebra Del Toro w Meksyku od First Majestic (spółki spoza portfela) za 60 mln USD, z uwzględnieniem płatności warunkowych i uzależnionych od realizacji kamieni milowych. Sierra Madre zakłada możliwość ponownego uruchomienia działalności kopalni oraz zakładu przerobczego do połowy 2027 roku, co pozwoliłoby jej na posiadanie drugiej jednostki operacyjnej w Meksyku. Spółka Robex Resources (obecna w portfelu) uzgodniła zmienione warunki fuzji, które zarząd Predictive Mining (również spółki z portfela) uznał za bardziej atrakcyjną ścieżkę rozwoju w porównaniu z wyższą ofertą akcyjną złożoną przez Perseus Mining (spółkę w portfelu) w listopadzie, mającą na celu przejęcie kontroli nad pierwotną transakcją. Połączenie Robex i Predictive ma zostać sfinalizowane w kwietniu i stworzy istotne centrum wydobycia złota w Afryce Zachodniej, w Gwinei. Niedługo po zakończeniu kwartału G Mining Ventures (spółka obecna w portfelu) ogłosił przyjazne przejęcie G2 Goldfields (spółki nieposiadanej w portfelu na koniec marca) w transakcji w pełni akcyjnej o wartości 2,5 mld CAD, oferując początkową premię na poziomie 78% względem wyceny G2. Połączenie tych podmiotów zapewnia znaczące synergie operacyjne, biorąc pod uwagę wysokiej jakości złoża G2 zlokalizowane w bezpośrednim sąsiedztwie projektu rozwojowego Oko West w Gujanie.

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.