

4 2024 KOMENTARZ RYNKOWY

## ESALIENS GOLD



### 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

- Pomimo odpływu środków z funduszy ETF zabezpieczonych złotem, ceny spot złota wzrosły o 9,1% w marcu 2024 r. i o 8,1% w pierwszym kwartale (do rekordowego poziomu 2230 dolarów za uncję trojańską), przy czym marzec był największym miesięcznym wzrostem od lipca 2020 r., napędzanym oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych w USA oraz atrakcyjnością tego metalu jako aktywa „bezpiecznej przystani” w czasach niestabilności gospodarczej i ryzyka geopolitycznego. Warto zauważyć, że złoto było jedynym głównym towarem, który w tym kwartale osiągnął najwyższe poziomy w historii. Banki centralne spoza Stanów Zjednoczonych są aktywnymi nabywcami, a Chiny, Indie, Turcja

i Polska stanowią silne ośrodki popytu rządowego na złoto na początku 2024 r. Cena złota wzrosła w obliczu niekorzystnych warunków związanych z wyższymi stopami procentowymi, zwłaszcza w ujęciu realnym (skorygowanym o inflację), oraz mocnym dolarem amerykańskim, który umocnił się o 3,1% w stosunku do innych głównych walut i spowodował, że złoto stało się droższe dla kupujących w innych walutach niż dolar. Drugi duży rozdźwięk występuje pomiędzy rekordową ceną kruszców a cenami akcji spółek wydobywających złoto: w ciągu ostatnich dwóch lat indeks S&P 500 wzrósł o prawie 20%, podczas gdy indeks FTSE Gold Mines Index, który obrazuje największych na świecie producentów złota, spadł o 18% mimo solidnego wzrostu w marcu. Wszystkie pozostałe metale szlachetne radziły sobie w tym kwartale gorzej niż złoto. Srebro podskoczyło w miesiącu o 10,1%, odrabiając wcześniejsze straty, zwiększając kwartalną stopę zwrotu do 4,9% (w cenie do 24,96 USD za uncję). Platyna i pallad w marcu wzrosły odpowiednio o 3,5% i 7,4%, ale w całym kwartale nadal spadały o 8,1% i 7,6%. Dla światowych metali przemysłowych handel nadal był niestabilny. Ceny metali nieszlachetnych ogólnie spadły w pierwszej połowie okresu, po czym odrobiły większość strat w marcu, co doprowadziło do wzrostu o 1,3% indeksu London Metal Exchange (LME), który śledzi kontrakty terminowe na miedź, aluminium, cynk, nikiel, cynę i ołów. Wśród nich

wzrosły miedź, cyna i nikiel. Ogólne zakupy były ograniczane przez powolny (ale poprawiający się) wzrost produkcji w największych gospodarkach, obawy dotyczące popytu ze strony największych konsumentów metali w Chinach oraz silniejszy dolar amerykański.

- W ciągu kwartału ceny tytułów uczestnictwa funduszu A (acc) USD przyniosły wynik 1,76%, a jego benchmark, indeks FTSE Gold Mines Index, -1,40%.

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

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

• Silna selekcja akcji w głównej alokacji funduszu - branży złota (średnio nieco ponad 84% portfela) przełożyła się na dodatnie stopy zwrotu, podczas gdy te śledzone za pomocą referencyjnego indeksu FTSE Gold Mines Index straciły na wartości. Udziały poza indeksem i przeważone odegrały w tym kluczową rolę, ponieważ kluczowe spółki kontrybuujące do wyniku funduszu, G Mining Ventures, Ascot Resources, Red 5, Artemis Gold, Perseus Mining i wiele innych, odnotowały solidne, dwucyfrowe zyski. Wydawało się, że inwestorzy docenili ewoluującą strategię tworzenia wartości i wzrostu spółki G Mining, która w dalszym ciągu czyniła postępy w rozbudowie odkrywkowej kopalni złota Tocantinzinho w stanie Para w Brazylii, stając się kolejnym producentem złota średniej klasy. Projekt jest nadal dobrze finansowany, budowa infrastruktury operacyjnej jest ukończona w 76%, a pozostałe prace przebiegają zgodnie z terminem i budżetem. Oczekuje się, że po jego zakończeniu Tocantinzinho - którego łączne rezerwy złota szacowane są na około dwa miliony uncji - będzie produkować średnio 175 000 uncji rocznie (w tym średnio 196 000 uncji rocznie przez pierwsze pięć lat) przy niskich całkowitych kosztach utrzymania na poziomie 681 USD za uncję (w pobliżu dolnej części krzywej kosztów branży). Rozpoczęcie rozruchu instalacji technologicznej planowane jest na drugi kwartał 2024 roku, a rozpoczęcie

produkcji komercyjnej w drugiej połowie roku. Artemis Gold ogłosiła wyniki drugiego etapu rozbudowy swojej kopalni Blackwater w środkowej Kolumbii Brytyjskiej w Kanadzie (gdzie obecnie trwa budowa pierwszego etapu projektu). Kopalnia Blackwater to światowej klasy zaawansowany projekt rozwojowy na dużą skalę, realizowany w jurysdykcji górniczej pierwszego poziomu. Pozytywne wyniki tego badania mogły zwiększyć zaufanie inwestorów. Co więcej, trwająca budowa pierwszego etapu przez firmę Blackwater pozostaje w pełni finansowana w ramach wytycznych dotyczących początkowych wydatków kapitałowych i przebiegła zgodnie z harmonogramem dla pierwszego wylania złota pod koniec drugiego kwartału.

Oprócz producentów skupiających się na złocie, nasza ekspozycja poza indeksem na zdywersyfikowane metale i spółki wydobywcze (średnio nieco poniżej 7% portfela) przyniosła większy łączny zysk niż nasze spółki z branży złota, ponieważ znaczne wzrosty w kopalniach Ivanhoe i kilku innych przewyższyły wiele konkurencyjnych firm z branży, które doświadczyły gwałtownych spadków.

- Względne zyski funduszu w porównaniu do indeksu dodatkowo były wyższe dzięki znacznemu niedoważeniu wybranych spółek o dużej kapitalizacji, które poniosły kwartalne straty, w tym Newmont i Barrick Gold.

I odwrotnie, niedoważenie spowodowało względne straty w stopie zwrotu w przypadku spółek o dużej kapitalizacji, takich jak Agnico Eagle Mines, Gold Fields, AngloGold Ashanti i Northern Star Resources, z których wszystkie ponadprzeciętnie rosły. Z naszej analizy wynika, że wyceny akcji większych producentów złota oscylowały w pobliżu najniższych poziomów w historii przed marcowym wzrostem i pomimo dobrych wyników w marcu, ich przyszłe wyceny mogą jeszcze bardziej się kurczyć, biorąc pod uwagę pozytywny wpływ podwyższonych cen złota na zyski i przepływ środków pieniężnych.

- Fundusz radziłby sobie lepiej, gdyby nie gwałtowny spadek wartości SSR Mining, która była głównym czynnikiem negatywnie wpływającym na wynik funduszu. Akcje straciły ponad połowę swojej wartości, zanim wyeliminowaliśmy je z portfela, po tym, jak spółka SSR została zmuszona do zawieszenia działalności w swojej kopalni złota Copley

we wschodniej Turcji z powodu dużego osunięcia się pola ługowania hałdy (obszar, na którym składowana jest ruda), co spowodowało osunięcie się ziemi. Incydent spowodował zaginięcie dziewięciu górników i spadek akcji SSR o ponad 50%. Copley wydobyl 56 768 uncji złota w trzecim kwartale 2023 r. i był drugą co do wielkości kopalnią złota SSR w swoim regionie o najwyższym wzroście. Po tym incydencie spółka zawiesiła także dywidendę i wytyczne finansowe. Kilka innych spółek zajmujących się złotem spoza benchmarku również poniosło znaczne straty, w tym Lion One Metals i Endeavour Mining. Poza branżą złota, alokacje pozabenchmarkowych metali szlachetnych i minerałów; i srebra straciły na wartości w większym stopniu niż indeks FTSE Gold Mines Index, przy czym Impala Platinum Holdings i inni producenci platyny/palladu odnotowali jedno z największych spadków od trzech miesięcy.

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

	Akcje	Sektory
+	Newmont (znaczące niedoważenie)	Złoto (selekcja akcji)
	Barrick Gold (znaczące niedoważenie)	-
	Pantoro (poza benchmarkiem)	-
-	G Mining Ventures (ekspozycja poza benchmarkiem)	Zdywersyfikowane metale i kopalnie (poza benchmarkiem)
	Agnico Eagle Mines (znaczące niedoważenie)	Zdywersyfikowane usługi (ekspozycja poza benchmarkiem)
	Emerald Resources (poza benchmarkiem)	-

- Pomimo lepszych wyników niż benchmark branży złota, znaczne zyski funduszu w marcu były nieznacznie poniżej indeksu FTSE Gold Mines, w związku ze stosunkowo mniejszymi wzrostami w branżach pozabenchmarkowych, takich jak zdywersyfikowane metale i górnictwo, srebro oraz metale szlachetne i minerały; łącznie udziały te obejmowały prawie 13% portfela. Rozpoczęliśmy także miesiąc z pozycją gotówkową, która stanowiła blisko 4% wszystkich aktywów netto; chociaż większość tej kwoty została przesunięta na aktywne pozycje w akcjach do końca miesiąca, nadal osłabiało to wyniki funduszu, biorąc pod uwagę siłę i zasięg wzrostów na akcjach spółek wydobywczych, a także miało większy negatywny wpływ na stopy zwrotu z indeksu niż którakolwiek z pozostałych

alokacji poza złotem, o których mowa powyżej. Większość spośród spółek, które były kluczowymi pozytywnymi i negatywnymi czynnikami dla wyniku funduszu, działa w branży złota. Z drugiej strony, kilka spółek spoza indeksu lub przeważonych odnotowało znacznie mniejsze od średniej zyski (G Mining Ventures, Emerald Resources, Red 5, Osisko Mining itp.). Troilus Gold (spoza indeksu) przełamał trend wzrostowy i był wyprzedawany, byliśmy także niedoważeni w przypadku niektórych spółek o dużej kapitalizacji, które znajdowały się na szczycie wyników (w szczególności Agnico Eagle Mines i Gold Fields). Pozytywną stroną jest to, że zaobserwowaliśmy lewarowaną reakcję na wzrost cen złota w kilku mniejszych spółkach dysponujących jednym aktywem lub w spółkach

wzrostowych, w tym w kluczowych pozytywnych dla wyniku funduszu Pantoro, Ascot Resources, Torex Gold Resources, Galiano Gold i innych. Dodatkowe względne zyski osiągnięto poprzez drastyczne niedoważenie spółek o dużej kapitalizacji, takich jak Newmont, Barrick Gold i Northern Star Resources; choć pozostawały w tyle za indeksem, były to nadal znaczące inwestycje (obejmujące ponad 11% aktywów netto ogółem), które w wartościach bezwzględnych należały do naszych największych dodatnich pozycji. W szczególności spółki Barrick i Newmont odrobiły część strat z początku 2024 r., ale od początku roku ich wartość nadal była ujemna.

- Na początku pierwszego kwartału wyniki operacyjne spółki Barrick za czwarty kwartał 2023 r. ujawniły wyższe niż oczekiwano koszty i niższą niż oczekiwano produkcję złota, co spowodowało wyprzedaż, która odbiła się szerokim echem w całej branży złotniczej. Barrick prowadzi jedne z największych kopalni złota na świecie w takich miejscach jak Nevada (USA) i Dominikana i jest największym producentem złota w Afryce. Barrick zamierza zwiększyć wydobycie – zarówno złota, jak i miedzi – o 30% do końca dekady. Ma silnego lidera w postaci dyrektora generalnego Marka Bristowa, zaangażowanego menedżera, który odwiedza każdą z głównych kopalni firmy co najmniej trzy razy w roku. Ma także talent do radzenia sobie z delikatnymi stosunkami w krajach na rozwijających się rynkach. Z naszej analizy wynika, że Barrick również utrzymuje doskonały bilans, praktycznie nie posiada zadłużenia netto i oferuje dobrze zabezpieczoną stopę dywidendy.

## Perspektywy i strategia

- Ceny złota odnotowały w marcu imponujący wzrost, stanowczo przekraczając poprzednie nominalne maksima. Marcowy wzrost wydawał się wystarczający, aby przełamać apatię inwestorów wobec kopalni złota, ale mimo 8% wzrostu ceny złota, wielu producentów złota w pierwszym kwartale przyniosło ujemne

- Spółki miedziowe spoza indeksu, łącznie osiągnęły w tym miesiącu lepsze wyniki niż indeks, gdy inwestorzy zaczęli dostrzegać grożące niedobory tego metalu. Perspektywy dla rynku miedzi zmieniają się, ponieważ inwestorzy rozważają potencjał niedoborów dostaw po zamknięciu kluczowej kopalni w Panamie (oraz zakłócenia w kopalniach w innych częściach świata), a także oznaki rosnących inwestycji w projekty związane z zieloną energią intensywnie wykorzystujące miedź. Ponadto nowe źródła popytu związane z budową centrów danych sztucznej inteligencji i rozwijającym się sektorem energii odnawialnej w Chinach mogą przewyższyć wzrost podaży, co może prowadzić do większej zmienności cen miedzi w ciągu najbliższych kilku lat. Dodatkowo wszystkie osiem naszych pozabenchmarkowych pozycji w branży metali szlachetnych i górnictwa łącznie zyskało na wartości do poziomu stanowiącego jedynie ułamek punktu procentowego poniżej stopy zwrotu z benchmarku, podczas gdy trzy spółki go przekroczyły. Grupa ta obejmowała kilka długoterminowych pozycji wśród odradzających się producentów platyny i palladu w Republice Południowej Afryki, którzy w zeszłym roku ponieśli znaczne straty w związku ze słabymi cenami. Najbardziej aktywny kontrakt terminowy na platynę notowany był w lutym po raz pierwszy od prawie sześciu lat powyżej palladu, przy oczekiwaniach corocznego deficytu podaży i rosnącego popytu na platynę, co zwiększyło perspektywy wyższych cen, ale pallad odzyskał przewagę cenową w marcu w obliczu problemów z podażą, ponieważ wielu górników traci pieniądze w gotówce, a oba metale są poniżej 1000 dolarów za uncję.

stopy zwrotu z akcji. Co ciekawe, marcowy wzrost nie był cechą fizycznych przepływów funduszy ETF na złoto, przy ciągłym odpływie aktywów z funduszy ETF na złoto do końca marca – mimo że ceny złota odzwierciedlały silny popyt fizyczny, wspierany przez niepewne perspektywy gospodarcze; dalsze kupowanie

odsetek od banków centralnych; oraz trwające konflikty na Ukrainie, w Strefie Gazy i wzdłuż Morza Czerwonego.

- Zmniejszone zainteresowanie funduszami ETF opartymi na złocie doprowadziło w pierwszym kwartale łącznie do likwidacji 3,41 mln uncji, zwiększając łączne zasoby oparte na funduszach ETF do 82,17 mln uncji, czyli o 28,8 mln poniżej najwyższego poziomu w 2020 r. wynoszącego 111 mln uncji. Przez pierwsze dwa dni kwietnia cena złota nadal rosła, co dodatkowo poprawiło nastroje na akcjach powiązanych ze złotem, jednak notowania akcji w dalszym ciągu utrzymywały się, naszym zdaniem, ze znacznymi dyskontami w stosunku do wycen historycznych. Choć jesteśmy zaskoczeni tempem wzrostu ceny złota w ciągu ostatnich dwóch miesięcy, widzimy oznaki wskazujące, że złoto może zyskiwać na popularności jako aktywo finansowe.

- Akcje złota wykazały w marcu wysoką wartość beta w stosunku do złota, przy wzroście o około 20% w porównaniu do około 10% wzrostu cen złota, jednak wiele akcji nadal notowanych jest po wyjątkowo niskich mnożnikach wyceny w porównaniu z poziomami historycznymi. Ogólnie rzecz biorąc, ostatnie cztery lata były najdłuższym i najbardziej utrzymującym się okresem dobrych zysków spółek złota, jednak rynek pozostaje sceptyczny co do ich stabilności, biorąc pod uwagę słabe wyniki akcji spółek w branży w ciągu ostatnich 15 lat i pozornie zapominając o pozytywnych okresach kiedy to w latach 2000–2010 była to jedna z branż osiągających najlepsze wyniki. Widzimy potencjalnie znaczący wzrost w przypadku akcji eksponowanych na złoto, jeśli w przyszłości inwestorzy zaczną ustalać ceny po stałych (nie wspominając o wyższych) cenach. Naszym podstawowym scenariuszem jest to, że koszty produkcji będą z czasem rosnąć, a ceny złota prawdopodobnie w odpowiedzi na to też wzrosną. Ogólnie rzecz biorąc, postrzegamy to jako szansę dla spółek wydobywczych na zarobienie większych pieniędzy nawet przy stałych marżach zysku, biorąc pod uwagę wysokie koszty stałe związane z zagospodarowaniem kopalń,

ale wierzymy, że jeszcze większy potencjał wzrostu mają spółki poszukiwawczo-wydobywcze na zaawansowanym etapie, biorąc pod uwagę, w naszej opinii, ich ogólnie niskie bieżące wyceny akcji, niedoinwestowanie branży w przyszły wzrost podaży oraz prawdopodobny wzrost kosztów poszukiwań i zagospodarowania złóż w czasie.

- Wyższe ceny na początek roku – w połączeniu z jeszcze wyższymi cenami na początku kwietnia – powinny zapewnić znaczący wzrost marży w zyskach spółek wydobywających złoto kwartalnie i rok do roku, pomimo pewnej eskalacji kosztów. Ceny złota w pierwszym kwartale 2024 r. wyniosły średnio 2072 USD za uncję, 95 USD powyżej średniej z 4. kwartału 2023 r. wynoszącej 1977 USD i 182 USD powyżej średniej 1890 USD w 1. kw. 2023 r. Chociaż uważamy, że obecna inflacja kosztów i niedobory wykwalifikowanej siły roboczej w szerzej rozumianym przemyśle wydobywczym będą nadal negatywnie wpływać na marże, presja kosztowa wydaje się słabnąć, a gwałtowny wzrost cen złota powinien pomóc rozwiązać niektóre obawy inwestorów, które utrzymują się od lata 2022 r., kiedy zaobserwowaliśmy bardziej szkodliwe połączenie gwałtownie rosnących kosztów i spadających cen złota.

- Wydaje się, że rola złota w handlu światowym rośnie, tworząc nową dynamikę popytu. Banki centralne powróciły do roli nabywców netto złota po kryzysie finansowym w 2008 r., gdy dostrzegły korzyści z posiadania aktywów o niskiej korelacji z rynkami akcji i obligacji. Historycznie ujemna korelacja złota z dolarem amerykańskim zwiększyła atrakcyjność złota dla banków centralnych, które zazwyczaj zajmowały długie pozycje w dolarach amerykańskich. Obecnie sankcje związane z wojną rosyjsko-ukraińską uwydatniły inne zagrożenia dla banków centralnych, takie jak zamrożenie rachunków, konfiskata aktywów i brak możliwości przeprowadzania przez Rosję transakcji w wielu systemach finansowych. W rezultacie nastąpił wzrost wymiany handlowej poza dolarem amerykańskim. Wielu partnerów handlowych nie chce brać na siebie



ryzyka walutowego innych krajów, dlatego złoto jest często wykorzystywane bezpośrednio (np. handel złotem za ropę naftową) lub bardziej jako punkt odniesienia, co zastępuje ryzyko waluty lokalnej ryzykiem cenowym złota. Scenariusz ten po raz kolejny zwiększył rolę złota jako instrumentu finansowego. Złoto stanowi 69,7% rezerw walutowych USA w porównaniu z zaledwie 4,3% rezerw chińskich, pomimo ciągłych zakupów złota przez chiński bank centralny w ciągu ostatnich kilku lat. Złoto oferuje duży, płynny rynek, który ma niezwykle długą historię jako twarde aktywo niepowiązane z żadnym krajem ani systemem finansowym, które wydaje się być coraz bardziej atrakcyjne ze względu na rosnące napięcia na świecie.

- Perspektywy spadku stóp procentowych wspierają złoto jako aktywo bezodsetkowe, jednak uważamy, że niewłaściwa decyzja w zakresie polityki banku centralnego może mieć jeszcze większe konsekwencje. Obniżanie stóp w środowisku, w którym inflacja nie jest w pełni pod kontrolą, niesie ze sobą ryzyko, a złoto może dobrze sprawdzić się w okresach nieoczekiwanej inflacji. Produkcja nowego złota stanowi około 1,7% szacunkowej wielkości całego wydobytego złota, czyli znacznie poniżej wzrostu podaży pieniądza w większości głównych walut. Reagowanie na nowe kopalnie jest dość powolne, biorąc pod uwagę długi harmonogram (zazwyczaj dłuższy niż 10 lat) poszukiwań, powstania kopalni, wydawania pozwoleń i budowy. Ponieważ ilość złota naziemnego będzie prawdopodobnie rosła wolniej niż w przypadku większości walut na świecie, można spodziewać się wzrostu ceny złota w stosunku do walut papierowych. Obecne niskie wyceny akcji producentów złota nie stanowią zachęty do wzrostu podaży nowych kopalń, chociaż uważamy, że silne

## Aktualizacja M&A (fuzje i przejęcia)

- Rok 2023 wykazał znaczny wzrost aktywności w zakresie fuzji i przejęć (M&A), ale ogólne tempo było w dalszym ciągu poniżej naszych oczekiwań w zakresie konsolidacji

generowanie środków pieniężnych przy obecnych cenach złota powinno zapewnić wsparcie w tym zakresie.

- Najnowszy raport Światowej Rady Złota (WGC) o tendencjach popytowych – opublikowany 31 stycznia i obejmujący rok 2023 – wykazał rekordowy popyt, uwzględniając transakcje pozagiełdowe (bezpośrednie) i przepływy zapasów, wspierany przez solidne zakupy banku centralnego, zaledwie o 45 ton metrycznych (mt) mniejsze niż rekord z 2022 r. Zakupy netto przez bank centralny wyniosły 1037 mln ton w 2023 r., co stanowiło drugi najwyższy rok w danych historycznych WGC. Mówiąc dokładniej, sprzedaż biżuterii utrzymywała się na stałym poziomie pomimo średnich cen złota utrzymujących się o 8% powyżej poziomu z 2022 r. i była wspierana przez niezwykle silny popyt z Chin, gdzie konsumpcja w IV kw. 2023 r. wzrosła o 17% rok do roku (r/r), podnosząc zakupy w 2023 r. do +10% r/r. Pomimo niedawnego wzrostu popyt na biżuterię w Chinach pozostaje o 1% niższy od poziomu sprzed pandemii w 2019 r. Tymczasem inwestycje w sztabki złota i monety spadły o 3% w związku ze słabszym popytem ze strony Niemiec, ale rok 2023 był trzecim co do wielkości rokiem w historii amerykańskiego popytu na sztabki i monety, przy wzroście o 5% (do 113 ton). Zasoby funduszy ETF w złocie w dalszym ciągu spadały, o 7% r/r w 2023 r., ale biorąc pod uwagę aprecjację złota, łączne aktywa w złotych funduszach ETF w rzeczywistości wzrosły o 6%. Dostawy kopalń złota wzrosły o 1%, pozostając nieco poniżej rekordowego roku produkcyjnego w 2018 roku. Jednocześnie podaż złota pochodzącego z recyklingu wzrosła o 9% r/r w odpowiedzi na wyższe ceny złota, ale nadal była o 30% niższa od rekordu z 2009 roku.

**branży.** Wiele zespołów zarządzających straciło pracę z powodu nieostrożności fiskalnej, która osiągnęła swój szczyt w 2011 r., a zespoły, które je zastąpiły, wykazały się znacznie większą

dyscypliną i konserwatywnością fiskalną. Spowodowało to ogromny spadek kapitału dostępnego na projekty poszukiwawczo-rozwojowe na wcześniejszych etapach w tym cyklu, w porównaniu z poprzednimi cyklami. Wydaje się, że miliardy dolarów znajdujące się w bilansach producentów złota dają zespołom zarządzającym „dobry sen” w perspektywie krótkoterminowej. Jednak kopalnie budowane są wokół skończonych złóż rudy, które z czasem się wyczerpują, zatem jeśli producenci złota nie będą stale reinwestować, ich biznesy mogą obrócić się w nicość. Uważamy, że wahadło przechyliło się zbyt daleko od lekkomyślnych wydatków w kierunku konserwatyzmu fiskalnego, kosztem długoterminowej kondycji przedsiębiorstw, i mamy nadzieję, że w nadchodzących latach wahadło przesunie się w stronę bardziej zrównoważonego podejścia. Uważamy, że fuzje i przejęcia powinny być dla producentów skutecznym i opłacalnym sposobem na zastąpienie wyczerpujących się rezerw, biorąc pod uwagę obecne warunki rynkowe. Zaczęliśmy dostrzegać pewne obszary ku temu w 2023 r., ale spodziewamy się znacznie większej liczby fuzji i przejęć w 2024 r., co będzie potwierdzać wyceny akcji spółek na wcześniejszym etapie rozwoju, posiadających aktywa wysokiej jakości – spółek, których portfel jest obecnie przeważony w stosunku do indeksu FTSE Gold Mines Index i wielu innych funduszy inwestycyjnych.

## M&A - szczegóły

- **Caliber Mining (niebędący lokatą funduszu przed przejęciem) sfinalizował przejęcie Marathon Gold** (posiadanego wcześniej przez fundusz) w ramach transakcji obejmującej wszystkie akcje, łącząc aktywa Caliber Mining

w Nikaragui i Nevadzie (USA) z aktywami Marathon Gold, kanadyjskiego projektu zagospodarowania kopalni, który wymaga dodatkowego kapitału na dokończenie budowy. Moneta Gold i Nighthawk Gold (dwie spółki przedprodukcyjne należące wcześniej do funduszu) również sfinalizowały fuzję w lutym, tworząc należącą do funduszu STLLR Gold, dewelopera działającego w Kanadzie, dysponującego 7,8 mln uncji wskazanych i ponad 10 mln uncji wnioskowanych w zasobach złota w dwóch kanadyjskich kopalniach. Na początku lutego spółka Red 5 (jedna z pozycji w pierwszej dziesiątce w funduszu) ogłosiła plany połączenia z Silver Lake Resources (niebędącym lokatą funduszu), łącząc w ten sposób długoletnią działalność wydobywczą Red 5 na dużą skalę z dwiema australijskimi kopalniami Silver Lake, a także kanadyjski projekt rozwojowy i mocny bilans, tworząc w ten sposób nowego producenta średniej klasy w Australii. Newmont (znajdujący się również w pierwszej dziesiątce pozycji w funduszu) przedstawił szczegóły w swoim zaproszeniu do ogłoszenia wyników za czwarty kwartał 2023 r., w którym podkreślono plan zbycia w 2024 r. sześciu działających kopalń i dwóch projektów na etapie rozwoju, co może stworzyć szansę dla kilku producentów średniej wielkości. Na początku marca spółka Hochschild Mining zgodziła się na opcję zakupu projektu złota Monte do Carmo w Brazylii od Cerrado Gold (obie spółki znajdują się w portfelu funduszu). Hochschild Mining finalizuje budowę kopalni Mara Rosa w Brazylii, zrealizowawszy projekt na czas i zgodnie z budżetem, natomiast Cerrado ma trudności ze znalezieniem środków na projekt w obecnej sytuacji.

Kwiecień 2024

Partner strategiczny



ESALIENS

Stan na 31.03.2024 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 Gold („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](http://www.esaliens.pl), w poszczególnych punktach dystrybucji funduszu, jak również w formie pisemnej w siedzibie funduszu (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).