

Wir wünschen allen unseren Lesern und Investoren ein frohes, erfolgreiches und vor allem gesundes neues Jahr!

Rückblick auf das Jahr 2024

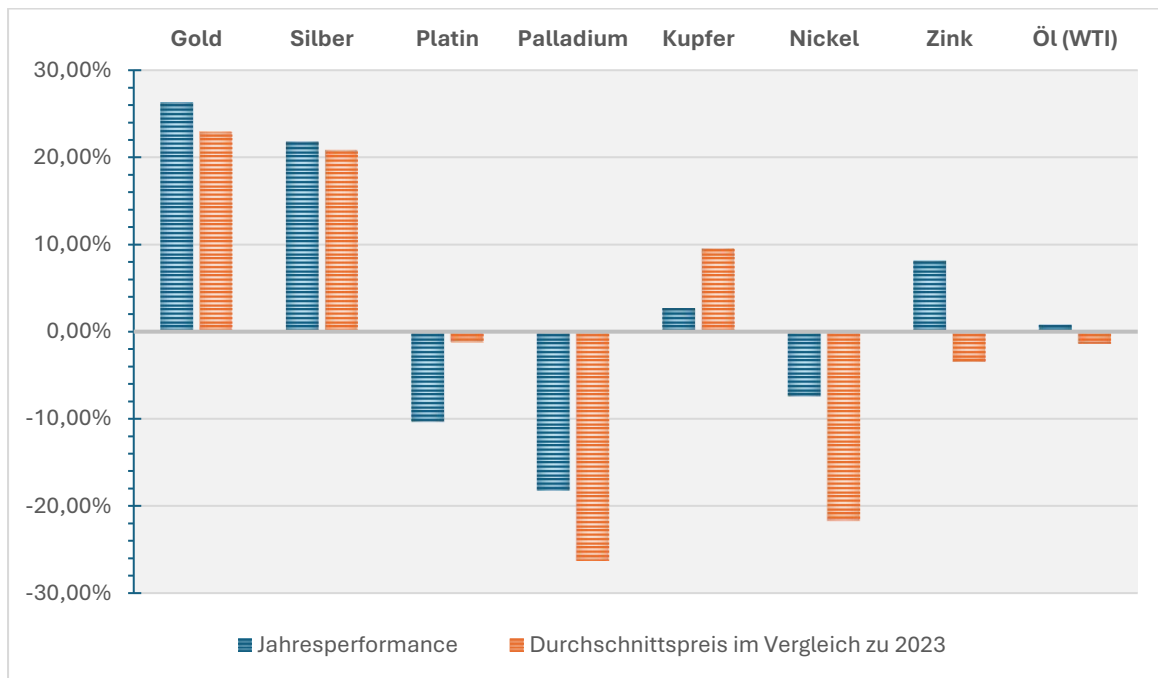
Der Rückblick auf 2024 zeigt für den *Earth Exploration Fund UI* ein erfolgreiches Jahr, sowohl in relativer als auch in absoluter Performance. Der Fonds (Anteilklasse EUR I) erzielte eine Performance von 17,42 % und zählt damit zu den Top Performern in seiner Vergleichsgruppe. Während die Performance der unterliegenden Rohstoffpreise gemischt war (Abbildung 1), mit den erwähnenswerten Outperformances von Gold und Silber, konnte ein aktives Portfoliomanagement zur soliden Performance beitragen. Erwähnt sei der zeitige Switch von Öllaktien in Uranaktien, den wir in der ersten Jahreshälfte vollzogen haben, nachdem sich kommende Engpässe im Uransektor andeuteten. Auch unser starker Fokus auf Kupferaktien, die von einem steigenden Kupferpreis Nutzen zogen (trotz Wirtschaftsflaute in China), bei gleichzeitiger Vermeidung in Lithiumaktien zu investieren, sowie die erhöhte Gewichtung von Silberaktien im Edelmetallsektor unterstützten allesamt die Performance.

Maßgeblich für die Performance war aber die erfolgreiche Stock Picking-Strategie, d.h. der Fokus auf unterbewertete Aktien mit frühzeitig erkannten Explorations- und Wachstumspotenzial sowie Firmen mit solidem Management und nachgewiesenem Track Record. Auf der geologischen/technischen Seite blieb der Fokus auf höhergradige Erzkörper in geopolitisch stabilen Regionen („*Grade is King*“) ein wichtiger Performancetreiber. Die hohen Gewichtungen in Firmen wie *Skeena Resources*, *Kinross* und *Lundin Gold* seien hier stellvertretend genannt. Unser technisch orientierter Bottom-up-Ansatz wurde ebenfalls durch die Wirtschaftlichkeitsstudie von *Dundee Precious Metals* „Coka Rakita“-Projekt in Serbien bestätigt. Mit einem NPV ¹ von C\$ 588m lagen wir in unserem frühen Einstieg in die Aktie richtig. Der Markt hatte dieses Projekt bisher noch nicht diskontiert; die Aktie gewann über das Jahr 55 %.

Zum Jahresende wurden wenige Änderungen im Portfolio vorgenommen. Die Bargeldquote wurde im Dezember leicht erhöht, um die Volatilität in einem Umfeld mit nur geringem Handelsvolumen in der Vorweihnachtszeit zu reduzieren. Nach vorne blickend soll das aktive Portfolio Management beibehalten werden, wobei der Fokus weiterhin auf den drei Rohstoffsektoren Energie (Öl, Uran), Industriemetalle (v.a. Kupferaktien, auch angesichts der zunehmenden Nachfrage aus den IT- und AI-Sektoren) und den Edelmetallen (Gold und Silber) liegen soll (Abbildung 2). Vor allem für Silber sehen wir sehr attraktive Aussichten aufgrund steigender technischer Anwendungen. Angesichts unseres sehr positiven Ausblicks für den Rohstoffsektor soll die Bargeldquote zum Jahresbeginn wieder auf ein Minimum reduziert werden.

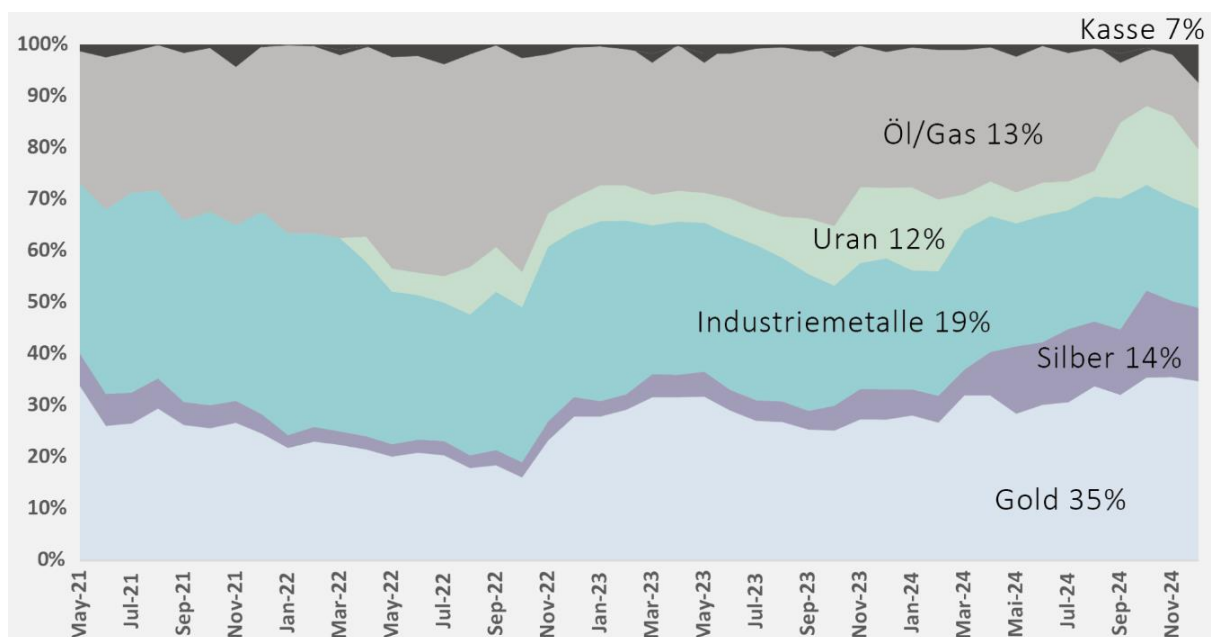
¹ NPV: net present value (NPW)

Abbildung 1: Performance ausgewählter Rohstoffpreise in 2024 (blau: Jahresperformance; rot: Durchschnittspreis im Vergleich zum Vorjahr)



Quelle: CapIQ, ERI

Abbildung 2: Das Portfolio konzentriert sich auf die drei Sektoren Energie, Industriemetalle und Edelmetalle. Die Bargeldquote wurde zum Jahresende leicht erhöht



Quelle: ERI

Der Energie- und Rohstoffsektor bleibt fundamental attraktiv bewertet

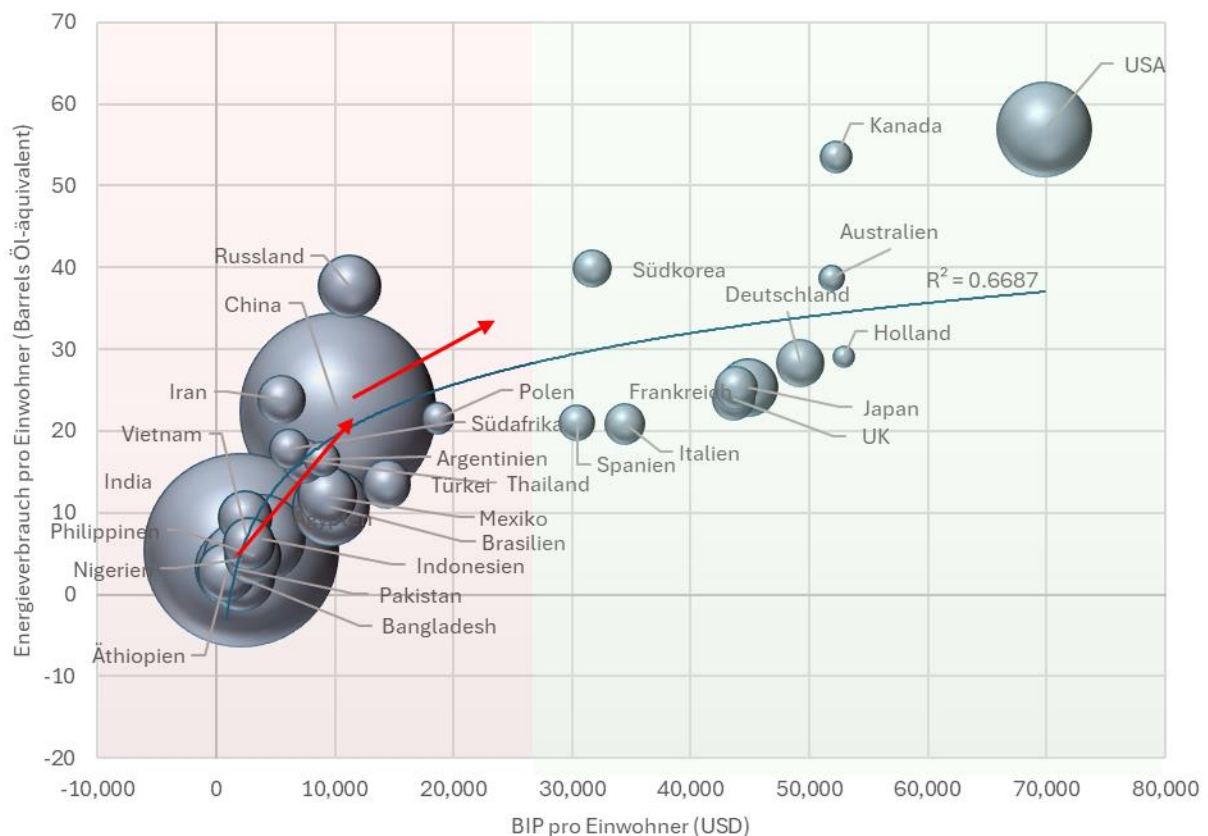
Angesichts des volatilen geopolitischen Umfelds ist die Zurückhaltung der Anleger vor Investitionen in den komplexen Rohstoffsektor verständlich. Allerdings bleiben für den weitsichtigen und längerfristig orientierten Anleger die Fundamentaldaten attraktiv und trotz der geopolitischen Hürden und der soliden Performance des Fonds sehen wir zum Jahresbeginn weiterhin attraktive Einstiegsmöglichkeiten, vor allem im Mid- und Small-Cap-Sektor (für eine nähere Diskussion des Industriemetallmarktes siehe auch unsere Diskussion im Q4-Bericht zum *Earth Sustainable Resources Fund*; für die Diskussion des Edelmetallsektors siehe unsere Diskussion im Q4-Bericht zum *Earth Gold Fund UI*).

Die Haupttreiber für die Unterstützung von Energie- und Industriemetallpreisen bleiben:

1. Das **steigende Pro-Kopf-BIP**, vor allem bei den bevölkerungsstarken asiatischen Ländern wie China, Indien und Indonesien (Abbildung 3). Ein steigendes BIP pro Kopf der Bevölkerung lässt sich nur durch einen vermehrten Energieverbrauch erreichen. Nach vorne blickend benötigt dies eine Kombination von fossilen Energieträgern (Öl, Gas, Uran, Kohle) und erneuerbaren Energien.
2. **Ein steigender Energieverbrauch durch Daten- und KI-Zentren** wird den Energie- und Rohstoffverbrauch signifikant beschleunigen. Insbesondere Kupfer wird aufgrund seiner Leitfähigkeit eine Schlüsselrolle in der Einführung neuer Technologien zukommen. *BHP* schätzt z.B., dass die globale Kupfernachfrage bis 2050 um 70 % steigen wird. Diese zusätzliche Menge an rotem Metall muss hauptsächlich aus neuen, zum großen Teil noch nicht entwickelten Minen gefördert werden.
3. **Elektrofahrzeuge (EVs), autonome Systeme und erneuerbare Energien** sind große Verbraucher von Kupfer, da sie erhebliche Mengen an Verkabelung für Batterien, Motoren und Sensoren benötigen. Zusätzlich verbraucht der Ausbau von Ladestationen für Elektrofahrzeuge eine erhebliche Menge an Kupfer für die Verkabelung und elektrische Komponenten. Erneuerbare Energiesysteme wie Windturbinen und Solarzellen benötigen eine umfangreiche Kupferinfrastruktur. *Trafigura* und *BHP* prognostizieren, dass der Ausbau von Informationstechnologie und Künstlicher Intelligenz (KI) die weltweite jährliche Kupfernachfrage bis 2030 um bis zu 1 Million Tonnen erhöhen könnte. Bis 2050 könnten allein Rechenzentren 6-7 % der weltweiten Kupfernachfrage ausmachen, gegenüber heute weniger als 1 %. Es wird erwartet, dass dieser Anstieg bis Mitte des Jahrhunderts zu zusätzlichen 3,4 Millionen Tonnen pro Jahr beitragen wird. Diese Prognosen unterstreichen die erheblichen Auswirkungen,

die die Fortschritte in den IT- und KI-Technologien voraussichtlich auf den weltweiten Kupferverbrauch haben werden.

Abbildung 3: Die Energie- und Rohstoffnachfrage wird längerfristig von steigenden BIP in den bevölkerungsstarken Schwellenländern nach oben getrieben



Quelle: GDP per capita: World Bank (2022); Energy use per capita: International Energy Agency (2020); Population: United Nations (2022); ERI

Der Energiesektor: Öl und Uran bleiben interessant

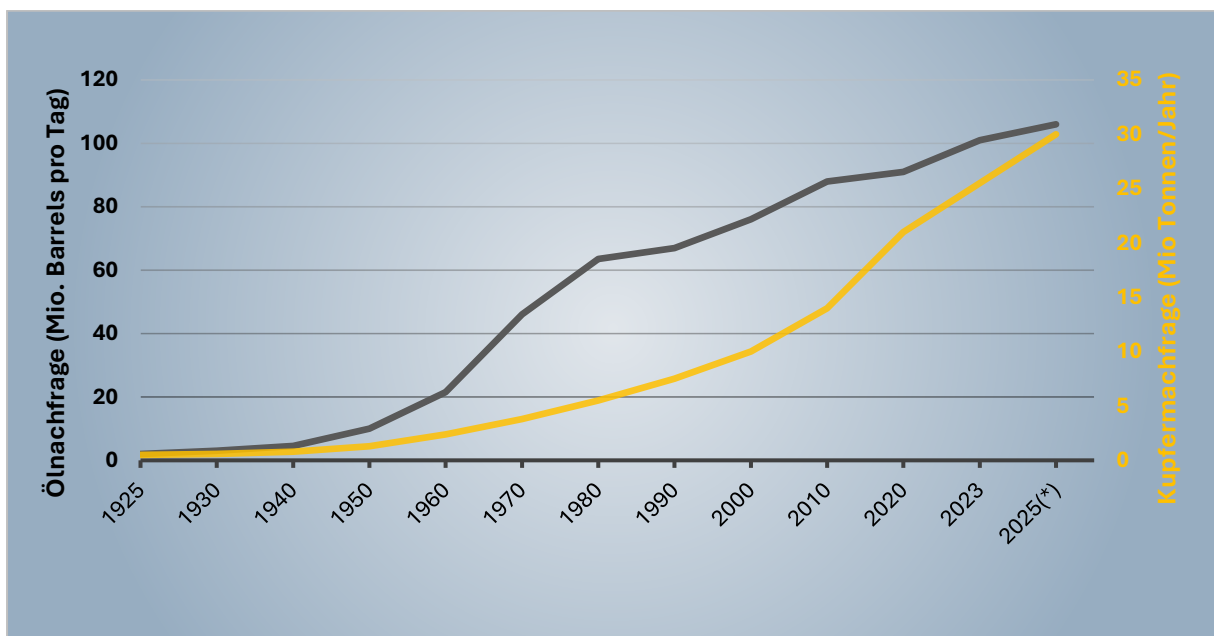
Ende 2024 betrug die weltweite Ölnachfrage rund 103 Millionen Barrel pro Tag (mb/d; Abbildung 4), was einem Anstieg von etwa 920.000 Barrel pro Tag im Vergleich zu 2023 entspricht. Dieses Wachstum war deutlich langsamer als der im Jahr 2023 beobachtete Anstieg von fast 2 mb/d, wobei die Konjunkturabschwächung in China ein wesentlicher Faktor war.

Im Laufe des Jahres 2024 hatte der Öl- und Gassektor mit erheblichen Preisschwankungen, geopolitischen Verwerfungen und einer sich ändernden

Wirtschaftspolitik zu kämpfen. Die Entwicklung des Ölpreises stagnierte über das Jahr hinweg (Abbildung 1). Eine weltweite Nachfrageverlangsamung, insbesondere aus China (Abbildung 5), und schwankende Produktionsprognosen der OPEC+ setzten die Ölpreise im zweiten Quartal 2024 zunächst unter Druck. Letztendlich verabschiedete OPEC+ ihre Produktionsstrategie als Reaktion auf die anhaltend schwache Nachfrage und das temporäre Überangebot auf dem Markt und entschied sich dafür, die Produktionskürzungen bis zum Jahresende beizubehalten, um die Preise zu stabilisieren. Was die Finanzsituation der Firmen anging, blieben die Öl- und Gasunternehmen finanziell gesund und behielten ihre robusten Bilanzen bei, unterstützt von niedrigen Nettoverschuldungen, einer strikten Kapitaldisziplin und kontinuierlichen Aktionärsrenditen durch Dividenden und Aktienrückkäufe. Dies stärkte das Vertrauen der Anleger und zum Jahresende stand der Sektor daher trotz stagnierenden Ölpreises vor einem positiveren Ausblick.

Nach vorne blickend könnten sich Ölpreise u.E. positiv entwickeln, wenn sich die weltwirtschaftlichen Bedingungen verbessern. Die Entscheidungen der OPEC+ im Jahr 2025 und die globalen wirtschaftlichen Trends werden für die Entwicklung des Ölsektors mitentscheidend bleiben, aber die niedrigen Lagerbestände (Abbildung 6) und eine global weiter steigende Ölnachfrage deuten darauf hin, dass sich der Ölsektor schnell wieder in einen Aufwärtstrend drehen könnte.

Abbildung 4: Die Ölnachfrage hat 2024 ein neues Allzeithoch von 103 Millionen Barrel pro Tag erreicht; auch die Kupfernachfrage zieht weiter an

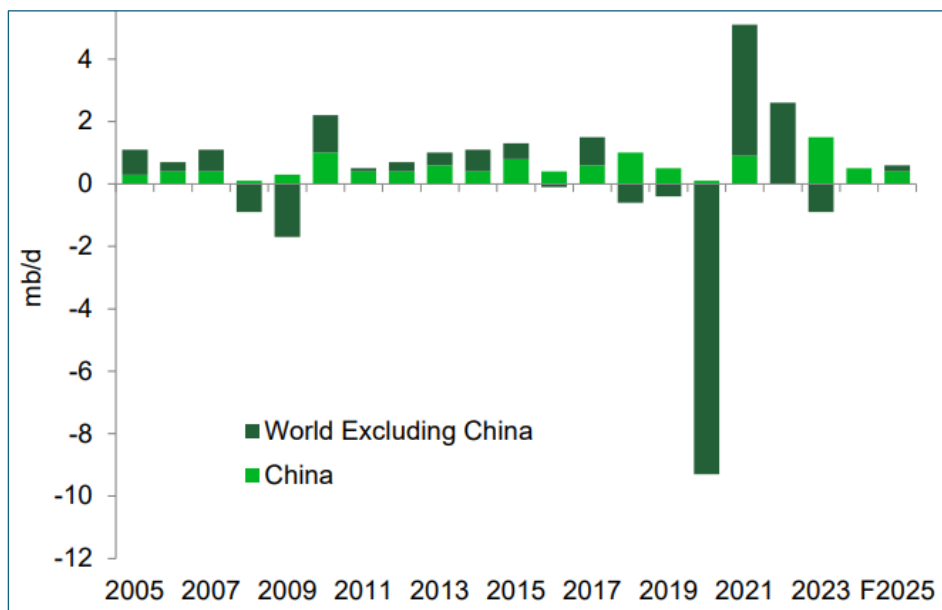


Quellen: Quelle: BP Statistical Review, OPEC, EIA, Global Copper Study Group (GCSG), ERI. (* = geschätzt)

Outperformance der Öllaktien im Portfolio

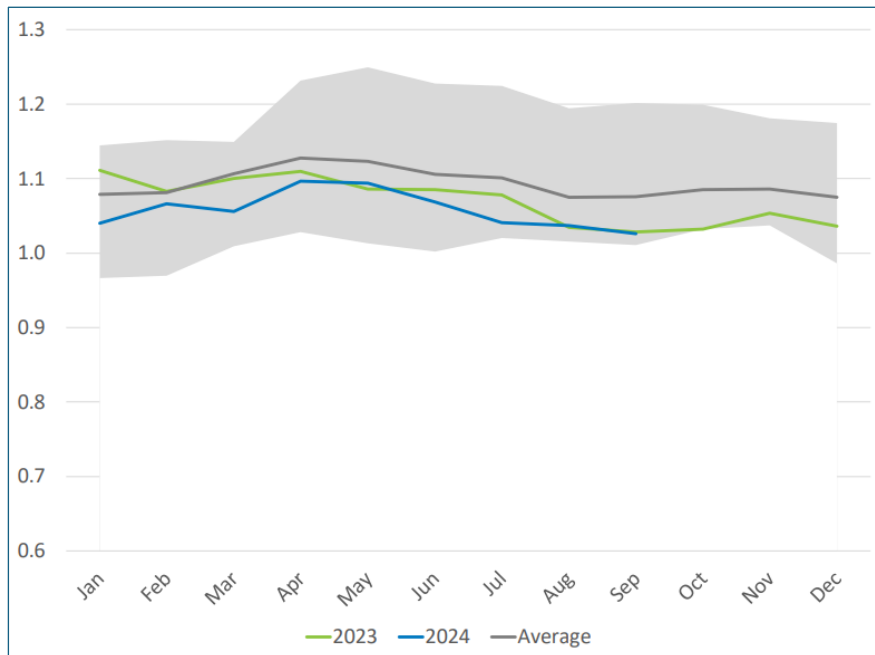
Im vierten Quartal 2024 performten unsere Positionen deutlich besser (durchschnittlich +8,4 %) als der breitere Sektor (der *Energy Select Sector SPDR ETF Fund (XLE)* und der *MSCI Global Energy Index* verloren im Quartal 2,4 % bzw. 4,7 %). Vor allem *Gulf Keystone* (+26,6 %), *Gran Tierra* (+15,3 %) und *Athabasca Oil* (+11,0 %) verzeichneten deutliche Zuwächse. Nachdem in den ersten Quartalen 2024 der Fokus auf Uran verlagert wurde, wurden die Öl- und Gaspositionen von zwölf auf sechs Positionen reduziert. Zum Ende des Jahres lag die Gewichtung des Ölsektors im Fonds bei 12,9 %.

Abbildung 5: Die schwächelnde Entwicklung in China dämpfte den Anstieg der Ölnachfrage (linke Achse in Millionen Barrel pro Tag)



Quelle: IEA, TD Securities

Abbildung 6: Die Lagerbestände der OECD (in Mrd. Barrel) waren 2024 historisch niedrig. Die graue Fläche zeigt den 5-Jahres Spread an



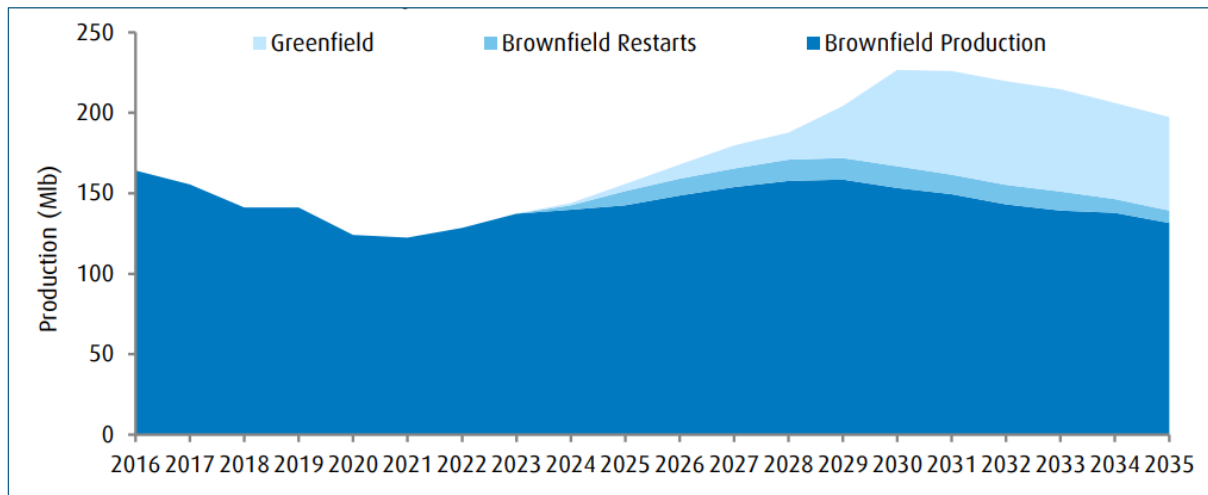
Quelle: IEA, BMO

Uranaktien unterstützten die Fonds-Performance

Das Jahr 2024 war für den Uransektor volatil, doch obwohl der Uranpreis um 21,5 % auf 71,80 US-Dollar pro Pfund fiel, konnten die im Portfolio investierten Uranaktien positiv zu der Performance beitragen. Zum Jahresende lag unser Engagement in diesem Sektor bei 11,2 %. *Cameco*, eine der vom Portfolio gehaltenen Uranpositionen, erreichte zum Beispiel am 5. Dezember ein Allzeithoch von US-Dollar 61,14. Der Aufwärtstrend bei den Aktien wurde durch das gestiegene Interesse an der Kernenergie beeinflusst, wobei große Technologieunternehmen wie *Amazon* und *Google* in kleine modulare Reaktoren investierten, um ihre Rechenzentren mit Strom zu versorgen.

Kernenergie wird auch zunehmend als entscheidender Bestandteil des Übergangs zu sauberer Energie angesehen. Dieses Interesse wurde durch die robuste Nachfrage nach Uran angetrieben (Abbildung 7), insbesondere aufgrund des umfangreichen Baus von Kernreaktoren in Asien, insbesondere in China und Indien, die ihre nuklearen Kapazitäten weiter aggressiv ausbauten.

Abbildung 7: Es wird erwartet, dass neue Reaktoren («Greenfields») im Laufe dieses Jahrzehnts für weiteres Wachstum im Kernkraftsektor sorgen werden und stillgelegte Reaktoren reaktiviert werden (sog. «Brownfield restarts»; aktive Reaktoren fallen unter «Brownfields Production»)



Quelle: BMO Capital Markets, Company Reports, WNA

Politische Entwicklungen haben den Sektor maßgeblich beeinflusst. In Europa haben Initiativen wie der *EU-Net-Zero Industry Act* den Markt für Kernenergie gestärkt. In den USA bedeutete die Entscheidung, das seit 2019 stillgelegte Kernkraftwerk *Three Mile Island*, das zuvor Schauplatz eines schweren Atomunfalls war, wieder in Betrieb zu nehmen, einen großen Wandel in der Wahrnehmung der Kernenergie. Die positive Einschätzung der Kernenergie wird auch durch den steigenden Strombedarf von KI-Rechenzentren vorangetrieben.

Die USA verhängten inmitten der geopolitischen Spannungen Verbote für niedrig angereichertes russisches Uran und verknappten damit das weltweite Angebot. Darüber hinaus reduzierte *Kazatomprom*, der weltweit größte Uranproduzent, seine Produktion im Jahr 2024 aufgrund eines Schwefelsäuremangels um 17 %, was das Angebot weiter verknappte und die Preise für langfristige Verträge in die Höhe trieb, wobei die neuen Langzeitverträge zwischen US-Dollar 75 und 135 pro Pfund lagen, d.h. deutlich über dem aktuellen Spotpreis von US-Dollar 73 pro Pfund. Auch das *World Nuclear Symposium* in London unterstrich die wachsende Bedeutung des Uransektors, angesichts großer Technologieunternehmen wie *Microsoft* und *Amazon*, die ihr Engagement in der Kernenergie verstärken.

Ausblick und Portfolio

Angesichts der politischen Unsicherheit im Vordergrund und der Scheu der Finanzmärkte vor aggressiven Positionierungen erwarten wir auch zu Beginn des neuen Jahres seitens der Anleger nur selektives Rohstoffengagement. Ausnahmen könnten die Edelmetalle bilden, die aufgrund chinesischer Käufe aber auch als Inflationsschutz zunehmend Attraktivität gewinnen. Die Bedeutung von Silber als wichtiges

Industriemetall für Photovoltaik ist ein zusätzlicher Katalysator. Eine Lockerung der Geldpolitik in China könnte während des chinesischen Neujahrsfestes ebenfalls eine (kurzfristige?) Rally in Basismetallen auslösen. Zunehmende Staatsdefizite und eine Verschärfung der USA-China-Handelsbeziehungen nach der Trump Inauguration könnten die Inflation nach oben treiben – Gold und Rohstoffe dienen hier generell als Inflationsschutz. Das Portfolio soll weiterhin in etwa gleichmäßig zwischen Energie- und Industrierohstoffen sowie den Edelmetallen aufgeteilt bleiben. Der Fokus bleibt dabei weiterhin auf Midcap-Produzenten gelegt. Die erhöhte Bargeldposition soll wieder reduziert werden und der Fonds voll investiert bleiben.