

“What the wise man does in the beginning, the fool does in the end”

Howard Marks, Oaktree Capital

Prezado sócio,

Chegamos ao fim do terceiro trimestre de 2019 com várias ações no setor atingindo mínimas históricas.

Estamos tranquilos com esse resultado, que representa apenas uma movimentação de curto prazo, que não guarda relação com os fundamentos dos ativos que compõem o portfólio do Fundo ou qualquer conexão com o mercado físico da commodity. Variações de curto prazo são comuns e afetadas por fatores diversos, frequentemente exógenos, e representam, na nossa opinião, capitulation de investidores e falta de conhecimento do ciclo nuclear.

As economias e mercados estão sujeitos a ciclos. No caso das commodities, fatores como o longo tempo e elevado volume de capital envolvidos levam a um descasamento temporal de oferta e demanda e, conseqüentemente, a ciclos extremos. Vemos justamente nisso uma grande oportunidade.

Obviamente, os ciclos variam em intensidade e em duração, mas para um investidor atento, eles tendem a ser extremamente lucrativos. O descasamento mencionado faz com que os preços da commodity subam várias vezes de preço e, no último bull market de urânio, por exemplo, observou-se uma alta de mais de 10 vezes.

As empresas que produzem a commodity, por sua vez, contam com alavancagem financeira e operacional. A participação de capital de terceiros no patrimônio e os elevados custos fixos fazem como que variações no preço da commodity sejam amplificadas no lucro líquido da companhia. A partir do break-even point, ou ponto de equilíbrio, ceteris paribus, praticamente toda alteração no preço de venda flui diretamente para a última linha do DRE.

Os preços das ações da empresa no longo prazo, por seu turno, supondo que os investidores estejam dispostos a pagar o mesmo múltiplo de preço/lucro de até então, sobem para se adequar a lucros futuros maiores. Se os investidores se tornarem mais confiantes quanto ao desempenho do setor, pode haver um re-rating e a aceitação de um múltiplo maior, exacerbando ainda mais a alta nos preços das empresas.

No último bull market no setor de urânio, vimos ações subirem 10.000, 30.000 e 90.000% - como era de se esperar, esse movimento não aconteceu em linha reta nem foi livre de volatilidade, muito pelo contrário. As ações da Paladin, detentoras da maior valorização, tiveram uma queda no início de 90%, pelo menos duas quedas de 60%, várias quedas de 40% ou mais e inúmeras quedas menores, de 20% ou 30% entre a mínima e a máxima registradas.



L2 INTERNATIONAL OPPORTUNITIES FUND

Setembro 2019

Assim, tentamos nos focar na tese de investimento e não em variações de curto prazo, que não significam nada no contexto global.

Não há bola de cristal, mas acreditamos que já passamos das mínimas nesse ciclo (desde que não haja um cataclismo na situação mundial) e estamos vendo o urânio subir mais de 40% desde então. Cientes da impossibilidade de se precisar o ponto de mínimo, estamos confortáveis em investir no atual momento devido aos ingredientes, catalisadores e inflexões que identificamos.

Realmente houve um excesso de produção de urânio na época do último bull market. Vale a pena lembrar que a situação na época era muito melhor em termos de oferta do que é atualmente, ou seja, não havia déficit – assim mesmo, preço do urânio disparou, devido, em grande parte, ao medo que as utilities tiveram de ficar sem o material essencial para a produção de energia. Afinal, de que vale um reator nuclear que custou bilhões para ser construído, sem o insumo que o fará produzir energia?

A tese de investimento pode ser resumida de forma bem simples no final das contas. Como já falamos diversas vezes, é uma commodity cuja demanda vem crescendo, a produção vem caindo, os compradores finais são praticamente indiferentes ao preço e o custo de produção está bem acima do preço de venda. Soma-se a isso o fato de ela não ter substituto e estar num mercado de nicho. Tudo indica, para nós, que o preço vai ter que subir.

O TRIMESTRE

Esse trimestre foi bastante movimentado, com a decisão final do presidente Trump a respeito da Section 232 em meados de julho e o Simpósio da WNA (World Nuclear Association) no começo de setembro.

O próximo grande evento será o resultado do Grupo de Trabalho criado por Trump para dar apoio ao setor nuclear americano. Saberemos das medidas a serem tomadas (se alguma) em outubro e fizemos um podcast há algumas semanas mencionando os possíveis resultados.

Pouco antes do anúncio oficial do presidente Trump a respeito da Section 232, as ações de várias empresas americanas sofreram quedas pronunciadas. Como alguns participantes do mercado esperavam algum benefício e medidas protecionistas para as empresas americanas e esse benefício não foi transparecido na resolução da S232, não faltaram vendedores. Ex-post ficou claro haver forte posicionamento especulativo na direção da decisão, como se tratasse de um evento binário, o que, como falamos diversas vezes, não era.

Essa venda indiscriminada afetou várias empresas. Algumas delas, empresas sólidas que até pouco tempo produziam o metal, chegaram a cair 40% na véspera e nos dias que se seguiram à resolução. Enxergamos o movimento como um exagero e aproveitamos as barganhas para aumentar (ou iniciar) nossa posição em alguns desses nomes.



L2 INTERNATIONAL OPPORTUNITIES FUND

Setembro 2019

O MERCADO

Vimos esse trimestre várias notícias positivas com relação ao setor. Começando pelo Brasil, que anunciou a construção de mais 6 reatores nucleares até 2050, além de Angra 3, a um custo muito inferior ao dos reatores construídos nos EUA recentemente.

A Eslovênia anunciou que seu reator, que era para ser desativado em 2023, recebeu uma extensão de mais 20 anos. Além disso, o primeiro-ministro está engajado no projeto de construção de um segundo reator no país.

A França vai construir mais dois reatores em substituição a reatores mais antigos e, nos EUA, a Duke Energy, uma das maiores utilities do mundo, está solicitando a renovação de mais 11 licenças por mais 20 anos. A Duke sozinha consome anualmente cerca de 5 milhões de libras de urânio e se imaginarmos 5m por mais 20 anos, teremos 100m de libras de consumo ao total.

Por falar em EUA, o senado está discutindo um projeto de lei para aumentar a vida útil de outros reatores nucleares no país.

Além desses, a Índia e a Rússia assinaram um acordo para a construção de 6 novos reatores naquele país e os chineses anunciaram também o início da construção de 3 novos reatores e a aprovação de mais 6.

Raramente passa-se uma semana sem um anúncio de mais demanda chegando ao setor, seja por meio de mais extensões de operação sendo autorizadas ou de novos reatores sendo construídos e/ou aprovados. É uma indústria em crescimento e ninguém está prestando atenção. E agora não é somente a L2 Capital e outros investidores do setor falando isso. Pela primeira vez desde o incidente de Fukushima, o relatório produzido pela WNA aponta para crescimento da demanda por urânio em todos os cenários projetados.

A China anunciou a intenção de comprar ainda mais urânio do Cazaquistão. Já sabemos da influência russa no país, então o "urânio barato" está ficando nas mãos dos russos e dos chineses, enquanto o mundo ocidental ainda está apenas observando os acontecimentos.

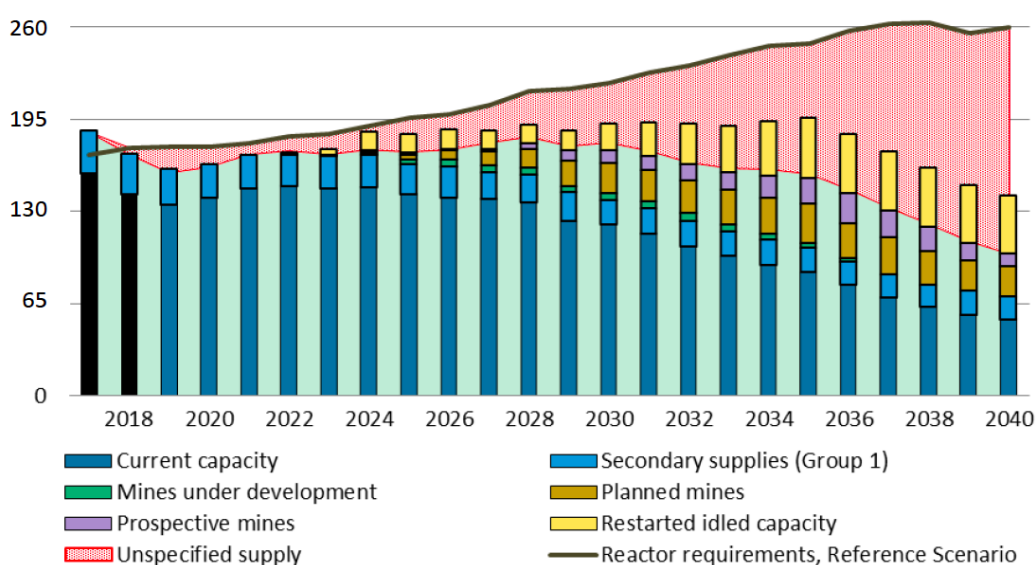
Vale também a pena lembrar que a maior parte das utilities têm como praxe diversificar as fontes de obtenção de urânio e algumas delas estão chegando bem perto dos limites permitidos para contratação de material de um determinado país.

A produção anual de urânio está bem abaixo da demanda e essa discrepância não pode seguir adiante por muito mais tempo, com os estoques diminuindo a taxas alarmantes. Há apenas alguns dias, a própria Kazatomprom mencionou isso. Ano passado tivemos o primeiro déficit significativo entre produção e consumo, o que deve persistir, pelo menos, até que haja um incentivo para os mineradores voltarem a produzir.



Para se ter uma ideia, usando os números do cenário mais provável da WNA para 2030, serão consumidos nesse ano 85.000tU, enquanto a produção anual ano passado foi de apenas 53.500tU (e diminuindo). Ou seja, terão que ser descobertas, desenvolvidas e postas em produção quase 4 minas iguais a de McArthur River, a maior mina do mundo, para suprir a demanda por urânio. E é bom já começar, porque a de McArthur River levou 11 anos entre a sua descoberta e o início da produção.

2018-2040 Uranium Supply & Demand (WNA Reference Scenario, mln lbs. U₃O₈)



Source: WNA.

E os números da WNA também não estão sozinhos. Nos 85 cenários projetados pelo IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change), a geração de energia nuclear aumenta, em média, 2,5 vezes até 2050. Nos cenários mais positivos, essa geração aumenta 5 vezes.

E há precedente recente na história. Já estamos vendo hoje os efeitos da relação entre oferta e demanda no mercado de conversão de U₃O₈ em UF₆, que já subiu 400% desde o final de 2017, quando a ConverDyn decidiu suspender suas atividades e atuar para comprar mais conversão. Na época, podíamos ver o que aconteceria com os preços de forma bem clara. Parte da oferta saiu e passou a compor parte da demanda – era óbvio que os preços subiriam. A ConverDyn era responsável por cerca de 12% do mercado de conversão – a mina de McArthur River é responsável por 13% da produção. As similaridades são incríveis.



L2 INTERNATIONAL OPPORTUNITIES FUND

Setembro 2019

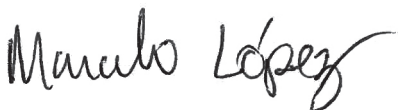
Como todos sabemos, a maior mina do mundo, McArthur River (18M lbs por ano), operada pela Cameco, está com a produção suspensa por tempo indeterminado. A Kazatomprom, maior produtora mundial, reduziu sua produção projetada em 20% desde 2018 até 2021 (inclusive). Vários outros projetos ou minas foram abandonados ou suspensos. Além disso, a Cameco diminuiu sua produção e vai comprar pelo menos 10 milhões de libras de urânio (ou, 7% de toda a produção mundial) entre agora e o final de 2019 para honrar os contratos que tem. Isso em um mercado bastante ilíquido.

O mercado de enriquecimento (SWU) está subindo e o mercado de conversão está subindo... Agora é só esperar o novo ciclo de contratações começar para vermos também os preços do urânio subir e, com ele, os valores das mineradoras.

Gostaríamos de encerrar essa missiva com a mesma frase com que começamos a última **“the big money is not in the buying and selling ... but in the waiting”**, que em tradução livre significa que “o dinheiro de verdade não se ganha comprando e vendendo, mas sim esperando”. Continuamos acreditando que essa é a melhor oportunidade de investimento que já vimos e gostaríamos de agradecer-lo mais uma vez pela confiança e prestígio. O caso do urânio está cada vez mais claro e a relação risco x retorno está ainda mais convidativa.

Como sempre, estamos investindo ao lado de você, sócio-investidor, nas mesmas condições. No último trimestre, investimos mais do que os 50% anunciados e vamos aumentar esse volume ainda mais nesse trimestre.

Cordialmente,



L2 Capital Partners

