

“The stock market is designed to transfer money from the active to the patient.”

Warren Buffett

Prezado sócio,

Chegamos ao final de 2019 com o fundo entregando um resultado líquido de -10,59% no ano.

O último trimestre de 2019 foi marcado pela expectativa em torno do relatório do Grupo de Trabalho (Nuclear Fuel Working Group) e da subsequente decisão do presidente Trump.

No dia 5 de dezembro, tivemos uma pequena amostra do que pode vir a acontecer, quando especulações sobre uma recomendação do Grupo de Trabalho com relação à compra de urânio pelo governo americano fez com que as ações de algumas mineradoras de urânio disparassem até 25% com a notícia.

Recapitulando, no começo de 2018, duas mineradoras americanas, a Energy Fuels e Ur-Energy, protocolaram uma solicitação ao Departamento de Comércio americano para que esse investigasse a importação desleal de urânio nos EUA. Resumindo, elas pediram ao governo americano que obrigasse as utilities americanas a comprar pelo menos 25% da própria demanda de urânio de minas americanas.

Como os EUA são o maior consumidor de urânio do mundo, o pedido causou uma incerteza muito grande no setor e as utilities, que até então estavam dispostas a começar negociações para mais um ciclo de contratações, resolveram esperar uma decisão final do governo americano.

Para surpresa geral das utilities, o Departamento de Comércio acabou acatando o pedido de investigação e entregou um relatório com uma recomendação ao presidente Trump em abril desse ano, que a partir de então teve mais 3 meses para tomar uma decisão. Ele decidiu, em julho, não obrigar as utilities a comprar urânio de minas americanas, contudo, Trump, que é um entusiasta da energia nuclear, resolveu criar um Grupo de Trabalho para estudar o setor e propor recomendações a serem tomadas a fim de prover incentivos para reavivar o tão importante setor nuclear americano, responsável pela geração de cerca de 20% da energia elétrica do país.

A esse Grupo de Trabalho foi dado um prazo de 3 meses (estendido por mais 1) para produzir um relatório, que foi entregue em dezembro ao mandatário norte-americano. Trump ainda não se posicionou. Especula-se que, dentre as recomendações que beneficiariam as mineradoras diretamente, estaria a compra de urânio americano por parte do governo e até mesmo incentivos fiscais para as utilities que comprarem urânio de mineradoras americanas.

Na nossa opinião, não há uma recomendação ruim, todas são boas ou, na pior das hipóteses, neutra. Isso, porque com o fim dessa novela, que já dura 2 anos, as incertezas serão removidas e as utilities poderão sentar à mesa com as mineradoras e discutir novos contratos. E elas realmente precisam disso. Vale a pena lembrar que o urânio demora cerca de 18 a 24 meses para sair de uma mina e entrar em um reator nuclear. Assim, as utilities que precisam do urânio em 2021, já estão bem atrasadas para comprar agora. Como a maior parte dos contratos de longo-prazo vencem em 2022, as utilities terão que negociar novos termos já a partir do ano que vem.

Os contratos tipicamente levam entre 3 e 9 meses para serem firmados. É um processo demorado, que envolve negociações, discussões, aprovações, advogados e due diligence. Na nossa visão, os trâmites terão início em breve e veremos os resultados ainda em 2020, especialmente no segundo semestre. É de se esperar que as primeiras utilities a contratar tenham uma boa vantagem, já que enquanto houver disponibilidade no mercado, o preço não subirá muito. À medida que os contratos forem assinados e a disponibilidade reduzir, veremos um aumento nos preços. Esse aumento deve ser mais ainda significativo quando toda a capacidade atual for tomada e aumentos nas produções tiverem que ocorrer para suprir os contratos (nossa visão para 2021, com efeitos a partir de 2023). O preço terá que alcançar níveis não vistos há alguns anos para atrair a atenção de financiadores que possam viabilizar o desenvolvimento de novas minas e o início da produção (nossa visão de longo-prazo e onde se situa nossa tese bullish para o metal).

O Mercado

O mercado de urânio continua se movimentando favoravelmente à nossa tese.

Os líderes da União Europeia (UE) incluíram a energia nuclear na lista de fontes limpas e como parte importante no processo de transformação do velho continente em neutro em carbono até 2050. A França, cuja matriz energética é altamente nuclear (quase 80%), teve uma participação importante nisso. Macron insistiu que o uso desse tipo de energia é essencial para se assegurar que os membros UE não sejam dependentes da importação de gás, um leve toque nos países que sofrem influência russa. A energia atômica é responsável por cerca de 30% de toda a energia produzida na comunidade europeia.

Na Austrália, a House of Representatives, equivalente à Câmara dos Deputados no Brasil, recomendou, por meio de um comitê, que o governo remova o banimento ao uso de energia nuclear. O relatório, intitulado "Not without your approval: a way forward for nuclear technology in Australia", recomendou também a avaliação do uso dos reatores de terceira geração e quarta geração. Entendemos que esse seja apenas um primeiro passo, mas notamos uma crescente mudança de opinião com relação à energia atômica no país.

Acreditamos que somente quando todos os itens da geração de energia forem contabilizados, como custo, eficiência, confiabilidade, segurança e impacto ambiental, torna-se possível uma tomada acertada de decisão. A energia nuclear é uma energia limpa, segura (vide quadro abaixo) e confiável, ou seja, ela não precisa de vento, sol ou qualquer fator exógeno para funcionar. Além do mais, o rendimento de uma usina é várias vezes o rendimento de qualquer outra fonte de energia limpa conhecida.

Fonte	Mortes / Trilhão Kwh	% eletricidade
Carvão (mundo)	100000	41%
Carvão (China)	170000	75%
Petróleo	36000	8%
Gás Natural	4000	22%
Hidrelétricas (mundo)	1400	16%
Solar	440	←1%
Eólica	150	2%
Nuclear (incluindo Chernobyl e Fukushima)	90	11%

Fonte: US Energy Information Administration

Esses foram os principais destaques do trimestre no lado da (possível) demanda. Os dois blocos (UE e Austrália) têm uma visão negativa sobre energia nuclear, mas saber que a UE não está desencorajando o seu uso e que a Austrália está considerando construir reatores é algo que não poderia ser imaginado há poucos anos. Esse é um importante sinal de inflexão do sentimento.

Além desses destaques, temos também a assinatura de contratos entre a Índia e Rússia para a construção de 6 novos reatores nucleares, a extensão em 20 anos da licença de um reator nuclear na África do Sul, a extensão por mais 20 anos de 2 reatores na Flórida, a construção de 6 novas plantas na França (contrariando especialistas que afirmavam que o país reduziria a produção de energia nuclear), o pedido pela Duke de extensão de mais 20 anos para todos os seus reatores (são 11 ao total) e o governo brasileiro, que vai retomar as obras de Angra III ano que vem e está estudando a construção de mais 6 usinas nucleares.

Isso sem contar com a China, que continua a investir pesado na construção e desenvolvimento de novos reatores nucleares, conforme já havíamos mencionado no último relatório.

Em termos de investimento, o orçamento de 2020 dos Estados Unidos prevê um aumento de US\$400 milhões em recursos destinados à pesquisa envolvendo energia nuclear. Com isso, será investido quase US\$1,8 bilhão no setor no próximo ano. O lobby de Bill Gates está funcionando, como esperávamos.

Além disso, o Secretário de Comércio Wilbur Ross disse há alguns dias que a energia nuclear é e deve permanecer uma parte essencial da matriz de geração de energia dos EUA por muitos anos ainda. Ele fez um pronunciamento dizendo que se os EUA não liderarem o renascimento da energia nuclear no mundo, outros (leia-se China e Rússia) o farão. Por fim, a presidenciável democrata Elizabeth Warren disse que manteria as usinas nucleares já existentes ligadas, para combater o aquecimento global.

Todas essas notícias foram muito positivas para o setor, mas uma merece uma menção especial. O porta-voz do partido de Angela Merkel disse que a Alemanha agiu erradamente ao abandonar a energia nuclear. Também o chairman do Conselho da Volkswagen disse claramente que se alguém está levando a sério o clima, as usinas nucleares deveriam funcionar por mais tempo. Será que veremos uma “meia-volta” alemã? Improvável, mas se realmente acontecer, pode marcar o início de mais uma “era nuclear”.

Do lado da oferta, tivemos o anúncio de mais duas minas que serão fechadas em breve. Ranger, na Austrália, encerrará suas atividades no próximo ano e Cominak, na África, também em março de 2021.

O Investimento

Acreditamos que a relação risco x retorno do investimento em urânio seja muito superior à de qualquer outro que já tenhamos analisado e, por isso mesmo, temos nos concentrado muito nessa tese.

Participamos ativamente do setor de urânio de diferentes maneiras: entrevistas na televisão em canais especializados (última entrevista pode ser vista aqui), artigos em jornais e blogs, podcasts, etc. Além disso, nosso gestor participou da maior conferência de urânio do mundo como palestrante (vídeo disponível aqui), na Austrália, e também da WNA (World Nuclear Association), em Londres.

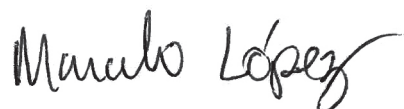
Conversamos com vários players do setor em todo o mundo, incluindo compradores, mineradoras, traders, geólogos, engenheiros e executivos, e nossa visão se fortaleceu ainda mais. Realmente, ninguém está prestando atenção e, exatamente por isso, enxergamos um excelente potencial de ganho para investidores com paciência e diligência.

Não descreveremos novamente os pormenores da tese, dado que já o fizemos algumas vezes ao longo do ano que se passou, mas vale a pena recapitular a ideia geral. O investimento em urânio é um investimento em uma commodity utilizada na produção de energia limpa, barata, segura e confiável; não tem um substituto, está muito perto das mínimas históricas e o custo de produção é quase duas vezes o seu preço de venda atual – quando isso ocorre, existem somente duas saídas: ou o preço sobe ou acaba a produção da commodity. Acreditamos piamente que o preço deva subir (e muito).

Além disso, os compradores finais, as utilities que operam os reatores nucleares, são praticamente indiferentes ao preço que pagam pelo combustível; a demanda está aumentando a olhos vistos e a oferta está sendo reduzida a taxas alarmantes. Para se ter uma ideia, em 2018 foram produzidos cerca de 140 milhões de libras de urânio e consumidos cerca de 190 milhões. Já há um enorme déficit entre produção e consumo, que deve ser ainda maior em 2019, e acreditamos que um ajuste deva ocorrer para reconduzir o setor ao equilíbrio.

Queríamos agradecer mais uma vez a todos e desejar-lhes um feliz 2020, repleto de alegrias, saúde, paz, sucesso e prosperidade.

Cordialmente,



L2 Capital Partners