

“Know what you own, and know why you own it.”

Peter Lynch

Prezado Sócio,

Chegamos ao final do segundo trimestre de 2020 com o Fundo entregando um resultado líquido de +53,2%.

Enquanto o trimestre anterior foi marcado pelo *crash* mais rápido da história, esse mostrou exatamente o contrário: a mais rápida recuperação da história. Apesar disso, a maior parte dos índices acionários mundiais ainda está em território negativo no ano, com exceção do Nasdaq, que é composto por ações de tecnologia.

Com o urânio se passou um fato curioso: enquanto as ações das mineradoras despencavam para níveis bem além do ridículo, o preço do metal disparava. Esse trimestre o preço do urânio cotado pela Numerco atingiu o maior valor nos últimos 4 anos, com uma alta de cerca de 40% até o fim de junho.

Independente do preço no mercado spot do urânio, que corresponde a apenas uma fração do volume total negociado, nossa tese de investimento segue inabalável e estamos mais confiantes do que nunca.

Como mencionamos na nossa carta do último trimestre, o preço do urânio começou a subir após o anúncio da Cameco de suspender a produção da maior mina do mundo até então em atividade, a de Cigar Lake, no Canadá. Pouco tempo depois, a Namíbia, responsável por cerca de 10% do fornecimento mundial, também anunciou um lockdown, que afetou as minas de Rössing e Husab.

Explicitamos na última carta que acreditávamos que o Cazaquistão, maior produtor mundial com uma fatia de 40% desse mercado, deveria também suspender a sua produção. Poucos dias depois, veio o anúncio de que a Kazatomprom, gigante do setor, suspenderia a sua produção por 3 meses, por causa do Covid-19. Essa suspensão deveria se manter até o final de julho, mas, no último dia do mês de junho, o presidente do país anunciou um adiamento da reabertura para o final de agosto, ou seja, 40% da produção mundial de urânio ficará mais um mês fora do mercado. E, claro, a reabertura pode ser adiada novamente – estamos monitorando bem de perto a situação.

Vale a pena mencionar que os depósitos do Cazaquistão são minerados usando ISR (*in situ recovery*), um método de mineração relativamente novo, que agride menos o meio-ambiente e reduz drasticamente os custos, mas que tem suas particularidades. Por isso, é importante entender como ele funciona, para podermos precisar o que deve acontecer.

Sem querer entrar nos detalhes, a técnica de mineração ISR consiste em injetar ácido (no caso do Cazaquistão) no solo. Esse ácido combina com o urânio e é “sugado” novamente para a superfície, onde o urânio é então separado. Como não há necessidade de abrir uma mina ou cavar enormes valas, essa técnica é mais rápida e menos agressiva, desde que o solo seja tratado ao final da mineração.

O princípio de funcionamento desse método é relativamente simples. Perfurações são realizadas no solo (no caso do Cazaquistão, em linha reta), o que demora cerca de 60 dias, depois o ácido é injetado, deixado ali por cerca de 90 dias e, só então, sugado de volta para a superfície. Essa técnica se assemelha à exploração de gás de xisto nos EUA por *fracking*, no sentido de que se produz muito no início, mas a taxa de produção cai bastante e bem rapidamente. Assim, é necessário continuar perfurando buracos e injetando ácido para que a produção não despenque.

E por que resolvemos falar sobre isso agora? Como a Kazatomprom resolveu suspender sua operação no segundo trimestre, não vamos sentir diferença alguma agora. As libras de urânio que deveriam ser produzidas no segundo trimestre foram produzidas, com pequena redução - se alguma. As perfurações que foram preparados no primeiro trimestre entregaram o resultado no segundo. O impacto deverá mesmo ser sentido no terceiro trimestre e, como está havendo um adiamento de mais 30 dias para a reabertura do país, também no quarto e, possivelmente, no início do próximo ano. Isso sem contar que podem haver danos irreversíveis aos poços que foram furados, injetados, mas não “tratados”.

A própria empresa anunciou que espera uma queda na produção esse ano de 4 mil toneladas, ou cerca de 9 milhões de libras de urânio, mas acreditamos que esse número possa aumentar. Além do mais, com a técnica de mineração ISR, não se deve acelerar a produção, já que isso traria outros tipos de riscos. Conversamos com a empresa assiduamente e ela nos garantiu que não deve alterar o ritmo de produção desse ano nem do próximo.

A Cameco aproveitou e anunciou que a decisão de suspender a operação em Cigar Lake foi 100% motivada pela intenção de garantir a segurança e saúde de seus empregados e das populações indígenas que vivem perto da mina, mas que a decisão de voltar a produzir será comercial, ou seja, eles só retomarão as atividades quando for financeiramente atrativo para a empresa.

A parte interessante que aconteceu esse trimestre foi a divulgação pela Casa Branca do relatório final sobre o *Nuclear Fuel Working Group* (NFWG). Vamos discutir os principais pontos abaixo em mais detalhe, assim como propostas do Departamento de Energia americano.

Conversamos com várias *utilities* durante esse período e notamos que eles se assustaram com a alta no preço do urânio. Apesar disso, ainda não estão comprando em quantidade, já que existe mais um empecilho para o setor: o RSA, ou *Russian Suspension Agreement*, sobre o qual discutimos mais abaixo.

Como diz o ditado, “*when it rains, it pours*”, a situação não está muito boa para os compradores e os riscos abundam. Além do RSA, houve outro acontecimento interessante no trimestre, a não-renovação de 3 dos waivers para empresas que fazem negócio com o Irã, sobre o qual falamos mais abaixo.

Novos Acontecimentos

Esse foi um trimestre bem movimentado no setor, com a resolução da tão esperada *Section 232/NFWG* e da aparição de mais um fantasma para as *utilities*, de que já falávamos há cerca de um ano, mas no qual poucos resolveram prestar atenção: o RSA, ou *Russian Suspension Agreement*. Para apimentar ainda mais a situação, os *waivers* para empresas que fazem negócios com o Irã não foram renovados – e esse era outro risco que foi perigosamente negligenciado pelas *utilities*. Por fim, o Departamento de Energia decidiu entrar no mercado de compra de urânio físico e montar uma reserva estratégica para os EUA.

Começando pelo *Nuclear Fuel Working Group*, um grupo de trabalho que reuniu dignitários como o Secretário da Casa Civil, Secretário da Defesa, Secretário de Energia, dentre outros, que foi criado pelo presidente Trump há quase um ano para fazer recomendações para que os EUA possam reavivar o setor nuclear no país.

O relatório produzido pelo grupo foi finalmente divulgado ao público no final de abril, e continha boas surpresas. O nome do relatório, "*Restoring America's Competitive Nuclear Energy Advantage: a Strategy to assure US National Security*", já nos diz muito, pois ele faz clara referência à intenção de expandir a geração de energia nuclear e proteger o país contra entidades estrangeiras governamentais (i.e., Rússia e China), além de tomar medidas imediatas e contundentes para fortalecer a mineração de urânio em solo americano.

Dentre as recomendações, que foram várias, as mais interessantes para nós foram o apoio ao Departamento de Comércio para estender o RSA, concessão de poder de negar a entrada de material russo e chinês nos EUA, aceleração na obtenção de licenças para minas de urânio e o aumento do estoque estratégico de urânio no país. O relatório apoia a proposta de orçamento do governo americano que mencionamos na nossa última carta, em que ele se dispõe a comprar US\$150 milhões de urânio por ano, pelos próximos 10 anos, ou seja, US\$1,5 bilhão ao todo.

Outro fato importantíssimo ocorrido esse trimestre foi a não-renovação de 3 dos *waivers* para empresas russas, chinesas e europeias poderem trabalhar com o programa nuclear iraniano. Mencionamos esse fato bem superficialmente na última carta, já que acreditávamos que os *waivers* seriam prorrogados – e não foram. Tentando simplificar uma longa história, em 2015, o presidente Obama assinou um acordo nuclear com o Irã, segundo o qual o país persa se obrigava a cortar em quase 100% os estoques de urânio, reduzir o número de centrífugas e enriquecer o urânio somente até 3,67% (para fabricar uma bomba nuclear, o urânio deve ser enriquecido acima de 90%), dentre outras coisas. Em retorno, o Irã receberia um alívio nas sanções.

Pouco tempo após tomar posse, presidente Trump anunciou que estava retirando os EUA desse acordo nuclear, mas deu 4 *waivers* para que empresas chinesas, europeias e russas pudessem continuar fazendo negócios com o Irã. No final do ano passado, o presidente Trump não renovou um dos *waivers* e, no final de maio desse ano, não renovou outros três, ou seja, em 60 dias a partir do final de maio, as empresas que fazem negócios com o Irã no campo nuclear, não poderão mais fazê-lo, sob pena de sofrer sanções americanas.

Os europeus já reclamaram da decisão, os chineses ainda não se pronunciaram, mas fontes na Rússia, ainda não confirmadas pelo governo de Moscou, disseram que irão continuar fazendo negócios com o país persa. Se isso realmente acontecer, as *utilities* americanas podem ter um grande problema, já que os russos sofreriam restrições no mercado americano e, potencialmente, mundial. Vale a pena lembrar que a Rússia controla cerca de 60% da produção de urânio, 20% do mercado de conversão e 43% do mercado de enriquecimento. Se a Rússia sofrer sanções, todos pagarão por isso, uma vez que o preço do material deve disparar, já que o maior fornecedor não estará disponível. Isso nos mostra a importância de algo que vínhamos falando há anos: a segurança no suprimento é primordial.

Não bastasse tudo isso, as *utilities* ainda têm que lidar com o RSA. Após o fim da União Soviética, a Rússia inundou o mercado americano com material barato, o que levou a um caso de investigação de anti-dumping. Em vez de seguir com o caso de dumping até o final e resolver isso de forma definitiva, decidiu-se na época por uma suspensão do caso (daí o nome *Russian Suspension Agreement*) e a implementação de uma cota para importação de material russo que equivale a 20% das necessidades das *utilities* americanas. Interessante notar que o caso de dumping foi por causa da venda de urânio, mas o RSA trata de urânio já enriquecido ou serviços de enriquecimento. Esse acordo bilateral entre os EUA e a Rússia termina no final desse ano, ou seja, em menos de 6 meses.

Até aí, sem comentários. Aproveitando o fato de que o RSA termina em dezembro desse ano, várias *utilities* americanas, com o intuito de aproveitar o material barato proveniente da Rússia, efetuaram várias compras de material acima do limite dos 20%. O problema é que o RSA deve ser prorrogado por pelo menos mais alguns anos, seguindo a recomendação do NFWG. A medida conta com o apoio de Democratas e Republicanos e deve passar pelo Congresso americano sem grandes esforços. E então vem a dúvida: como as *utilities* americanas que já compraram material russo para 2021 adiante lidarão com isso?

Existem duas possibilidades caso o RSA seja mesmo prorrogado: a primeira é que os congressistas americanos deem uma isenção aos contratos já assinados pelas *utilities* com os russos – essa seria a melhor hipótese. A pior seria a manutenção do limite de 20% para a importação de material russo, o que deixaria várias *utilities* americanas sem o urânio que elas pensavam ter, provocando assim, uma corrida de última hora ao metal e um consequente impacto no preço.

Esses itens foram discutidos em detalhe no último podcast que fizemos, no dia 10 de junho: ouça [aqui](#).

Não apostamos em nenhum dos cenários descritos acima e nossa tese de investimento não se baseia em nenhum deles, mas gostamos da assimetria que eles apresentam. Essa é a grande vantagem de se investir em uma tese robusta – os riscos, quando aparecem, são favoráveis.

Demanda Continua Aquecida

Como podemos ver, várias minas tiveram sua produção suspensa esse trimestre e no anterior, mas nenhum reator parou. Não se desliga um reator nuclear apenas pressionando um botão, trata-se de uma parada técnica importante, pré-agendada com meses e, em alguns casos, até anos de antecedência.

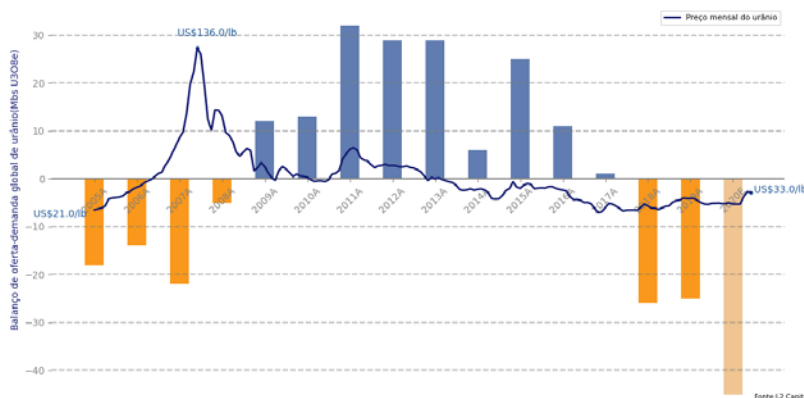
Assim, a demanda continua crescendo. Conversamos intensamente com os chineses nesse período e eles disseram que o próximo plano quinquenal, que será o 14º, continua prevendo a construção de 6 a 8 reatores nucleares por ano até 2030. A China tem hoje 14 reatores nucleares em construção e 6 deles devem entrar em operação ainda esse ano. Lembrando que a primeira carga de urânio é de 3 vezes o consumo anual de um reator já em operação, de maneira que a inauguração de novas plantas tem muito peso em termos de demanda.

A Tokai Nuclear Power Plant, importante produtora de eletricidade japonesa, entrou com pedido formal para inspeção da planta para religamento.

A África do Sul também está estudando a construção de novos reatores nucleares. O Reino Unido está em vias de conceder mais duas licenças para reatores nucleares na ilha, assim como a Hungria.

O mercado de energia atômica está em crescimento e pouca gente ainda está prestando atenção, por isso mesmo, vemos nele uma grande oportunidade. Riaz Rizvi, diretor comercial da Kazatomprom, afirmou recentemente que o mundo precisará de mais 2 ou 3 "Kazatomproms" até 2030 para suprir a demanda por urânio – e ele está certo. De acordo com cálculos da própria UxC, consultoria especializada, o déficit acumulado até 2035 será de 1,8 bilhão de libras de urânio, algo que só pode ser sanado com a capacidade produtiva de mais 2 ou 3 Kazatomproms.

Estamos no caminho para ter em 2020 o maior déficit anual entre produção primária e consumo de que se tem registro nesse mercado. Conforme gráfico abaixo, esse fator antecedeu o último e poderoso bull market da commodity. Isso, juntamente com os vários aspectos que destacamos ao longo dessa carta, nos leva a crer que o terreno está bem pavimentado para mais um sólido e pronunciado ciclo de alta.



Nosso gestor foi mais uma vez palestrante no maior evento de urânio do planeta e podemos enviar os slides da apresentação para quem quiser. Nela, abordamos vários dos temas mencionados nessa carta.

O Fundo

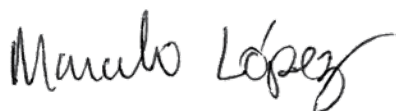
Estamos mais confiantes que nunca na nossa tese de investimento e acreditamos que vamos começar a ver os resultados em breve. A situação de oferta e demanda não faz sentido e a correção deve vir pelo preço – e acreditamos que há amplo espaço para o preço do urânio subir.

Com a alta no preço, várias das empresas que temos em nosso portfólio serão novamente incentivadas a produzir e isso trará mudanças significativas no *valuation* delas. Hoje estão sendo cotadas por menos do que o custo das terras, licenças, usinas, infraestrutura e *know-how* que detém. Uma vez de volta à produção e com lucro, serão avaliadas por um P/L (métrica conhecida no mercado financeiro como Preço/ Lucro), ou seja, com um potencial de valorização de várias vezes, na nossa opinião.

A cada dia que passa, nossa tese se fortalece, já que o déficit só aumenta. Continuamos achando que essa é a melhor relação risco x retorno que já vimos e, por isso mesmo, a concentração é forte – oportunidades assim não aparecem todos os dias e temos que aproveitá-las.

Sabemos que isso só é possível, porque temos a confiança de você, nosso sócio, nessa empreitada e gostaríamos de agradecê-lo mais uma vez por isso.

Cordialmente,



L2 Capital Partners