Die Kali-Hersteller sind nur verhalten zuversichtlich

INTERNATIONAL Der Kalimarkt profitiert wie der Düngemittelmarkt insgesamt von anhaltendem Wachstum aus Megatrends – Machtkampf zwischen dem Kali-Oligopol und neuen Herausforderern erschwert Preis- und Angebotsprognosen

DIETEGEN MÜLLER, Philippsthal

Krachend schliesst sich das Gittertor, dann fährt der Förderkorb rumpelnd mit 40 Kilometern pro Stunde ins Dunkel nach unten los. Ein kräftiger Luftstrom zieht vorbei – der Schacht der Kaligrube Hera ist nicht nur das Nadelöhr in den Untergrund, sondern er versorgt die Stollen auch mit frischer Luft. Eineinhalb Minuten später erreicht der Förderlift den Kaliflöz, eine drei Meter dicke Schicht aus Hartsalz, das vor rund 250 Mio. Jahren im Binnenmeer ausgefällt wurde.

Gut 700 Meter unter Tag baut hier der Dax-Konzern K+S am Standort Hattorf-Wintershall bis zu 65 000 Tonnen Rohsalz pro Tag ab. Kilometerlang ziehen sich die Strassen in dichtem Netzwerk durch das Hartsalz. Mit den Bestandteilen Kieserit, Natriumchlorid und Kaliumchlorid ist Roh- oder Hartsalz Ausgangsstoff auch für Kalidünger.

Vergangenes Kali-Fieber

Seit über hundert Jahren wird hier Kali abgebaut – in den Zeiten, als Deutschland noch das Monopol auf dem Weltkalimarkt hatte. Die Grube zählt zum grössten Kalirevier Deutschlands, das sich zwischen Fulda und dem Fluss Werra über gut 1000 Quadratkilometer erstreckt. Die Vorräte reichen für weitere 44 Jahre, sagt Grubenbetriebsassistent Stefan Weber. Doch vom Kalifieber, das früher grassierte, ist heute nicht mehr viel spürbar – wegen salzhaltiger Abwässer steht K+S in der Region seit längerem in der Kritik (vgl. Interview).

Die frühere Tochter des Chemieriesen BASF baut das Hartsalz im Werratal im aufwendigen Room-and-Pillar-Verfahren ab: An bestimmten Stellen wird Salz weggesprengt, dazwischen bleiben tragende Pfeiler stehen. Mit teils elektrisch betriebenen Ladefahrzeugen wird das Salz auf Förderbändern an die Oberfläche transportiert, wo es weiterverarbeitet wird.

Eine Förderung lohnt sich hier nur bei angemessenen Kalipreisen. Nach verlustreichen Jahren hat sich der Kaliabbau dank gestiegener Weltmarktpreise seit einigen Jahren wieder richtig auszuzahlen begonnen. Vorteilhaft ist für K+S, dass das Salz mit Anteilen an Magnesium und Sulfat abgebaut wird, was höherwertige Produkte und bessere Preise ermöglicht.

Der Kalimarkt ist – anders als der fragmentierte Stickstoffdüngermarkt – oligopolistisch organisiert und weist regionale Besonderheiten auf. So sind in Europa die kanadischen Anbieter bisher nicht präsent, auf dem wichtigen brasilianischen Markt aber alle bedeutenden Player vertreten.

Weltkalimarkt im Umbruch

Marktführer ist nach Produktionsmenge Uralkali (Russland) vor Potash Corp of Saskatchewan (Kanada). Uralkali und die staatliche weissrussische Gesellschaft Belaruskali bilden die Verkaufsgesellschaft BPC, die fast ein Drittel des Weltmarktes abdeckt. Das Kartell Canpotex erreicht fast ebenso viel Marktanteil. Ihm gehören Potash sowie die US-Hersteller Mosaic und Agrium an. K+S ist kartellunabhängig und kann so auf die Preisgestaltung kaum Einfluss nehmen. Mit knapp 10% Marktanteil liegt der Dax-Konzern vor Israel Chemicals (ICL). Aktiv im Markt sind auch einige Staatsbetriebe und Minengesellschaften.

Der Weltkalimarkt ist derzeit im Umbruch. Vereinfacht gesagt wollen westliche Anbieter den Markt konsolidieren, allen voran Potash, die sich für 13,5 Mrd.$ ICL ganz einverleiben will. Ob der Deal klappt, ist offen – Israel hält eine goldene Aktie und will von Potash noch mehr Informationen. Mit ICL würde Potash Einfluss in Europa erlangen. Auch K+S gilt als potenzielles Ziel. Das weniger renditeträchtige Salzgeschäft und die vergleichsweise geringen Produktionskapazitäten dürften aber eher eine Hürde sein. Nicht alle Übernahmen waren aber bisher erfolgreich: BHP Billiton wollte 2011 Potash für 39 Mrd.$ kaufen, scheiterte aber an politischen Einwänden.

Der Konsolidierung entgegen stehen asiatische und afrikanische Gesellschaften, die mit neuen Abbauprojekten die Macht des Kali-Oligopols brechen wollen. Einige Branchenbeobachter befürchten daraus eine undisziplinierte Ausweitung der Produktion, einen Angebotsüberschuss und Preisdruck – was sich bisher so aber noch nicht bestätigt hat. Nicht alle Projekte werden umgesetzt: Der brasilianische Bergbaugigant Vale hat im August ein 3-Mrd.-$-Projekt in Saskatchewan gestoppt, das bis zu 2,9 Mio. Tonnen hätte fördern sollen. Unsicher ist auch, ob BHP das 12-Mrd.-$-Projekt Jansen (Saskatchewan) wie geplant umsetzt.

Der Projektierer Elemental Minerals – kotiert in Australien und Kanada – aber hat bekräftigt, im Kongo ab 2015 jährlich 2 Mio. Tonnen zu 99 $ je Tonne Produktionskosten fördern zu wollen. Zum Vergleich: Der Kalipreis beträgt derzeit rund 440 $ je Tonne, und K+S weist in Deutschland Kosten von rund 350$ je Tonne aus. Erst ab 2015, wenn das Legacy-Projekt in Kanada startet, kann K+S mit deutlich niedrigeren Produktionskosten aufwarten.

Einen Einfluss auf die Kalipreisentwicklung haben auch Subventionen. Indien hat im März aus Gründen der Haushaltskonsolidierung die Subventionen für Stickstoff, Phosphor und Kali für die Saison 2012/13 gekürzt. Damit verringerte sich die Nachfrage nach höherwertigen komplexen Düngern und nach teureren Kali, und der Preisdruck auf die Lieferanten steigt. Potash hat nach dürftigen Quartalszahlen nun aber mit Aussagen Zuversicht geweckt, wonach der Kaliabsatz 2013 auf 57 bis 58 Mrd. Tonnen – von rund 50 bis 52 Mrd. Tonnen 2012 – steigen soll.

Uralkali und K+S favorisiert

Die Hoffnungen ruhen auf Grossabnehmern wie Indien und China. Potash erwartet, dass China bald einen neuen Liefervertrag mit dem Canpotex-Kartell abschliesst. Doch China versucht auch, sich durch eine Beteiligung an Uralkali mehr Einfluss auf die Preise zu sichern.

Als Fazit sind für die Kalipreisentwicklung und die Margen der Kalihersteller nur verhalten optimistische Prognosen angezeigt. Wegen der besseren Balance von Angebot und Nachfrage bevorzugt die Grossbank CS aber auf lange Sicht den Kali- gegenüber dem Stickstoffmarkt (vgl. Artikel rechts). Zu unseren Favoriten zählen Uralkali wegen ihrer niedrigen Kostenbasis und der guten Positionierung in Wachstumsregionen. Reizvoll sind dank der günstigen Bewertung (vgl. Tabelle) auch K+S. Weil die Kosten aus Umweltschutzauflagen in Deutschland nicht abschätzbar sind, ist aber Geduld gefragt.

Kaliproduzenten

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Stickstoffproduzenten

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Kennzahlen bedeutender kotierter Düngemittelhersteller

Name	Hauptprodukt	Währung	Kurs am 19.11.	Perf. seit 1.1.[1]	Marktkap. in Mrd.	Umsatz in Mrd. 2012[A]	Umsatz in Mrd. 2013[A]	Gewinn je Aktie 2012[A]	Gewinn je Aktie 2013[A]	KGV 2013[A]	Div.-Rend. 2012[A][1]
Mosaic	Allround	$	51.20	+1,5	21,8	10,5	11,1	4.53	5.03	10	2,0
Agrium	Allround	kan. $	101.01	+47,7	15,1	16,5	17,5	9.65	9.84	10	0,8
PhosAgro	Allround	Rubel	1308.20	+61,5	162,8	109,9	112,8	228.77	220.88	6	13,8
Sinofert	Allround	HK $	1.63	–25,2	11,4	50,6	53,5	0.15	0.17	10	1,5
CF Industries	Stickstoff	$	203.65	+40,5	12,8	6,2	6,0	27.57	26.32	8	0,8
CVR Partners	Stickstoff	$	25.19	+1,5	1,8	0,3	0,3	1.52	1.86	14	7,1
Yara	Stickstoff	nKr.	270.20	+12,6	77,7	84,3	83,6	36.86	33.78	8	3,0
Acron	Stickstoff	Rubel	1221.10	–7,8	49,5	69,7	72,3	315.49	261.93	5	7,1
MBAC Fertilizer	Phosphor	kan. $	3.30	+17,0	0,4	0	0,1	–0.17	0.15	22	0
Potash Corp	Kalium	kan. $	37.88	–10,1	32,6	7,8	8,7	2.82	3.38	11	1,6
K+S	Kalium	€	33.41	–4,3	6,4	4,0	4,2	3.06	3.25	10	4,1
Uralkali	Kalium	Rubel	227.32	–2,7	667,4	133,0	156,1	16.99	19.59	12	4,3
Israel Chemicals	Kalium	ILS	4621.00	+17,0	58,8	27,7	29,4	432.84	481.23	10	6,4

[A] Schätzung [1] in % 1 $=0.94 Fr. 1 kan. $=0.94 Fr. 1 €=1.20 Fr. 1 nKr.=0.66 Fr. 1 Rubel=0.03 Fr. 1 ILS=0.24 Fr. 1 HK $=0.12 Fr.

Quelle: Bloomberg

«Ein Übernahmeversuch ist nicht auszuschliessen»

NORBERT STEINER Der Chef des Salz- und Düngemittelherstellers K+S über die eigenen Perspektiven und die Trends auf dem Weltkalimarkt

Die Titel des weltweit fünftgrössten Kaliherstellers K+S haben seit der Vorlage enttäuschender Quartalszahlen Mitte November fast 7% korrigiert. Vorstandschef Norbert Steiner hält dennoch eine höhere Dividende für möglich.

Welche Gewinn- und Umsatzentwicklung erwartet K+S langfristig?
Im Jahr 2013 dürfte sich der Gruppenumsatz gegenüber 2012 leicht erhöhen. Beim operativen Ergebnis, Ebit I, bestehen für 2013 Chancen für eine leichte Steigerung. Der Bereich Salz sollte einen spürbar höheren Umsatz und ein stark

Beim operativen Ergebnis bestehen 2013 Chancen auf eine leichte Steigerung.

steigendes Ergebnis erzielen. Im Bereich Kali- und Magnesiumprodukte dürften Umsatz und Ergebnis leicht sinken. Strukturell ist der Bereich Kali- und Magnesiumprodukte aber umsatz- und ergebnisstärker als der Bereich Salz.

Welche Erwartungen hegt K+S für die Kalidüngernachfrage?
Wir erwarten global langfristige Wachstumsraten von 3 bis 5% im Jahr. Unser Düngemittelgeschäft sollte davon profitieren, dass die Agrarproduktion in den nächsten Jahrzehnten deutlich gesteigert werden muss, um die wachsende Weltbevölkerung ernähren zu können. Hinzu kommen veränderte Ernährungsgewohnheiten und die steigende Bedeutung nachwachsender Rohstoffe zur Erzeugung von Bioenergie.

Aber einige Projektierer wollen neue Kalivorkommen erschliessen und zu deutlich günstigeren Konditionen produzieren.
Diese Junior Mining Companies werden ohne kapitalkräftigen und bergbauerfahrenen Partner kaum in der Lage sein, ihre Greenfield-Projekte tatsächlich umzusetzen. In Ländern mit instabilen Rahmenbedingungen wird dies noch viel schwieriger sein. Grosse Rohstoffkonzerne wie Vale haben kürzlich sogar Kali-Greenfield-Projekte auf Eis gelegt. Jedes Bergbauunternehmen wird bestrebt sein, dass sich seine oft milliardenschweren Investitionen rechnen. Aus unserer Sicht ist es eher unwahrscheinlich, dass in den nächsten Jahren sehr grosse Mengen Kaliprodukte aus Greenfield-Projekten an den Markt kommen. Wir sehen uns insofern mit unserem Legacy-Projekt in Kanada sehr gut positioniert, wo wir ab 2017 2 Mio. Tonnen Kaliumchlorid herstellen wollen. Sehr viel wahrscheinlicher ist ein höheres

BILD: ZVG

K+S-Chef Steiner **sieht neue Kali-Abbauprojekte von Wettbewerbern gelassen.**

Angebot aus der Erweiterung existierender Werke. Dabei ist häufig eine Diskrepanz zwischen Ankündigung und tatsächlicher Realisierung von Produktionsmengen beobachtbar. Wir sehen daher gelassen auf die Kapazitätsentwicklung.

Welche Rolle sieht K+S für sich in einer weiteren Branchenkonsolidierung?
Wir sehen uns in der Rolle des kleineren, dafür aber unabhängigen Anbieters und fühlen uns hierbei sehr wohl. Viele Kunden wollen sich nicht von einem einzigen Lieferanten abhängig machen und schätzen deshalb diese Alternative.

Welche Strategie verfolgt das Management, um unabhängig zu bleiben?
Ein Übernahmeversuch ist natürlich nicht auszuschliessen. Wenn es dazu kommen sollte, haben wir, rein rechtlich, kaum Möglichkeiten, etwas dagegen zu unternehmen. Wir konzentrieren uns daher darauf, unser Geschäft möglichst gut zu machen und den Wert des Unternehmens zu steigern.

Welche Kosten erwartet K+S noch aus dem ungelösten Konflikt um die Entsorgung salziger Abwässer in Deutschland?
Wir werden wie geplant unser Gewässerschutzmassnahmepaket im Verbundwerk Werra mit rund 360 Mio.€ Investitionen umsetzen. So erreichen wir bis 2015 eine weitere deutliche Reduzierung der Abwässer aus der Kaliproduktion. Danach werden wir sehen, wo wir stehen. Aus vorausschauender Sorgfalt arbeiten wir auch an Genehmigungsanträgen für zwei Fernleitungsvarianten für den Abwässerabtransport. Heute ist es nicht möglich, eine realistische Einschätzung zu geben, welche Entwicklung dieses Thema nehmen wird und welche Kosten dann anfallen könnten.

Für 2012 erwarten Analysten 1.40€ Dividende je Aktie – ist dies realistisch?
Wir verfolgen eine ertragsorientierte Dividendenpolitik. Mit dieser Massgabe bildet eine Ausschüttungsquote von 40 bis 50% des bereinigten Konzernergebnisses nach Steuern inklusive nicht fortgeführter Geschäfte die Grundlage für künftige Dividendenvorschläge. Für 2012 besteht nach wie vor die Chance auf eine höhere Dividende, da sich der Ertrag aus dem K+S-Nitrogen-Abgang sowie der Wegfall belastender Effekte aus dem Compo-Verkauf positiv auf das Konzernergebnis auswirken sollten.

INTERVIEW: DM, Frankfurt

Düngerhersteller profitieren vom Wachstum der Weltbevölkerung

INTERNATIONAL Mehr Menschen brauchen mehr Nahrung – Aktien von CF Industries attraktiv

MARTIN GOLLMER

Düngemittel sind eine langfristige Wachstumsgeschichte. Der Grund ist einfach: Immer mehr Menschen auf der Erde müssen ernährt werden; damit genügend Nahrungsmittel für sie produziert werden können, braucht es Dünger. Wichtigster Nährstoff für Böden ist Stickstoff mit einem Anteil von 60% an der Weltproduktion (vgl. Infografik). Am Megatrend Dünger interessierte Anleger sollten die Aktien des in Nordamerika führenden US-Stickstoffherstellers CF Industries im Auge behalten. Aufgrund der tiefen Gaspreise in den USA hat der Konzern einen Kostenvorteil gegenüber seinen überseeischen Konkurrenten.

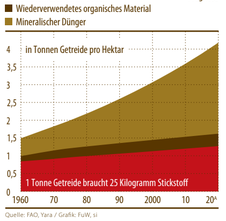
Weil mehr Menschen auf der Erde leben, braucht es mehr Nahrungsmittel. Die Produktion kann bei letztlich beschränkten Anbauflächen grundsätzlich auf zwei Arten gesteigert werden: mit ertragreicherem Saatgut und mit Dünger. Während die Nährstoffreserven im Boden nicht zunehmen und die Wiederverwendung von organischem Material als Dünger nicht ausreicht für zusätzliches Wachstum, hat die erhöhte Produktion von mineralischem Dünger wirklich Einfluss: Seit 1960 ist der Einsatz von mineralischem Dünger der Hauptgrund, dass global der Getreideertrag gestiegen ist (vgl. Grafik).

Dünger bringt Einkommen

Wirtschaftswachstum ist ein zweiter Grund, warum immer mehr Dünger gebraucht wird. Eine expandierende Volkswirtschaft führt dazu, dass Menschen aus der Unterschicht in die Mittelschicht aufsteigen können. Mit dem zusätzlichen Einkommen leisten sich diese Menschen andere Nahrungsmittel – darunter vor allem Fleisch. Zu dessen Produktion braucht es Futtergetreide. Dünger wiederum ist dabei notwendig, damit der Getreideertrag gesteigert werden kann und möglichst hoch ausfällt.

Der Einsatz von Dünger ist auch wichtig, damit die Bauern ihr Einkommen maximieren können, wie die folgende Modellrechnung des norwegischen Herstellers Yara vom Februar dieses Jahres zeigt: Der Input von 192 Kilogramm Stickstoff pro Hektar (für Winterweizen in Europa) ermöglicht einen

Beitrag Dünger am Getreideertrag



Quelle: FAO, Yara / Grafik: FuW, si

Output von 9,3 Tonnen Getreide pro Hektar. Dieses Getreide kann für einen Preis von 240 $ pro Tonne verkauft werden. Daraus ergibt sich ein Erlös von 2232 $ pro Hektar.

Das Kilogramm Stickstoff kostet 0.82 $. Daraus ergeben sich Düngerkosten von 157.44 $ pro Hektar. Der Reinertrag pro Hektar bei optimalem Stickstoffeinsatz beträgt also 2074.56 $. Würde der Bauer dagegen keinen Dünger einsetzen, könnte er nur 2,07 Tonnen Getreide ernten pro Hektar. Damit würde er netto 496.80 $ verdienen – 1577.76 $ pro Hektar weniger als sein Kollege, der Stickstoff verwendet.

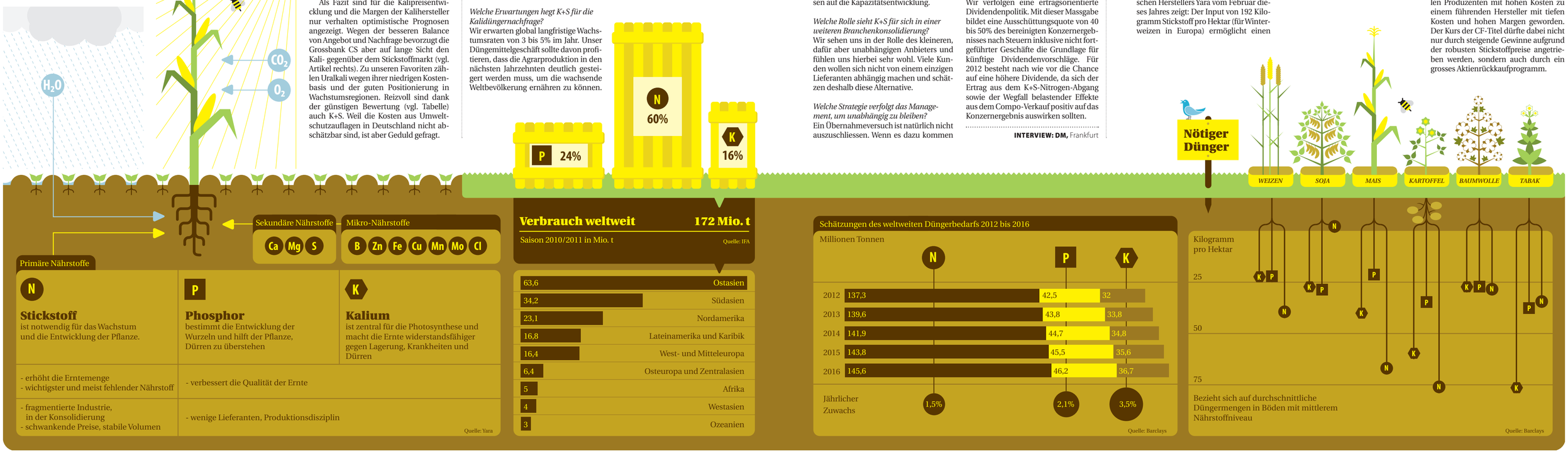
Die wichtigsten Nährstoffe für Böden sind Stickstoff, Phosphor und Kali. Sie werden als primäre Nährstoffe bezeichnet (vgl. Infografik). Auf ihrer Grundlage werden zahlreiche Düngersorten entwickelt. Die gemessen am Umsatz global führenden Düngerhersteller sind Yara (Norwegen), Agrium (Kanada), Mosaic (USA), Potash Corp of Saskatchewan (Kanada) und K+S (Deutschland; vgl. Tabelle links). Die Düngemittelindustrie ist immer noch geprägt von staatlichen Subventionen. Sie treiben Investitionen oft mehr unter dem Gesichtspunkt der Nahrungsmittelsicherheit an als aus geschäftlichen Überlegungen.

Der Sektor ist zudem charakterisiert durch (finanziell) schwache Düngerhersteller, die oft als Teil von staatseigenen Unternehmen oder von Konglomeraten existieren. Inzwischen ist jedoch der Staatseinfluss am Schwinden, und die Konglomerate bereinigen ihr Portfolio. Daraus ergibt sich ein Trend zur Konsolidierung und zu mehr finanzieller Disziplin in der Branche.

Je nach Düngerart sind andere Hersteller führend. Die mit Abstand grössten Stickstoffproduzenten sind Yara und CF Industries. Beim Phosphor dominieren Mosaic und OCP (Office Chérifien des Phosphates, Marokko) die Weltrangliste klar. Potash Corp of Saskatchewan ist schliesslich der eindeutige Marktführer in der Kaliproduktion. K+S liegt hier an fünfter Stelle (vgl. Artikel und Interview links). Anleger, die das Thema Dünger spielen wollen, sollten auf nordamerikanische Stickstoffhersteller – allen voran CF Industries – setzen.

Getreide braucht, damit es wächst, sozusagen unaufhörlich Stickstoff. Mais, das global meistproduzierte Getreide, ist besonders angewiesen auf diesen Nährstoff. Anders als bei anderen Düngern muss Stickstoff in jeder Anbausaison ausgebracht werden. Die schlimmste Trockenperiode in 56 Jahren in den USA hat die dortigen sowie die globalen Getreidelager schwinden lassen und die Preise hochgetrieben. Das veranlasst die US-Bauern, mehr Land mit Getreide zu bepflanzen und aggressiv zu düngen.

Knappes Stickstoffangebot

Gleichzeitig wird der Ausbau des Stickstoffangebots behindert durch stockende Bewilligungsprozesse für neue Produktionsanlagen, Handelsbarrieren und Probleme mit der langfristigen Sicherung von Gaslieferungen. Gas macht beim Stickstoff bei den meisten Herstellern zwischen 70 und 90% der Produktionskosten aus.

CF Industries ist der grösste nordamerikanische Stickstoffhersteller. Der Konzern profitiert nicht nur von der hohen Nachfrage vor allem in den USA, sondern auch von den dortigen tiefen Gaspreisen, die eine Folge der Schiefergasschwemme in den Vereinigten Staaten sind. Innerhalb von nur fünf Jahren ist CF Industries so von einem marginalen Produzenten mit hohen Kosten zu einem führenden Hersteller mit tiefen Kosten und hohen Margen geworden. Der Kurs der CF-Titel dürfte dabei nicht nur durch steigende Gewinne aufgrund der robusten Stickstoffpreise angetrieben werden, sondern auch durch ein grosses Aktienrückkaufprogramm.