

The Mosaic Company, en la parte baja del ciclo

Creemos que la compañía está muy infravalorada

Mosaic capitaliza 10.840 millones de dólares (\$28,13 por acción). Cotiza a 1x valor en libros y con un descuento cercano al 80% sobre su valor de reposición. Creemos que la compañía puede valer un 95% más.

Podrían vender alguna división

Mosaic podría en un futuro poner a la venta alguna de sus divisiones. El CEO ha comentado la posibilidad de vender el negocio de potasa en caso de que hubiera alguna oferta. El precio que barajan para esta división es cercano a su valor de reposición (aproximadamente 20.000 millones de dólares).

Mosaic es el mayor productor de fertilizantes fosfatados

Con la compra de Vale Fertilizantes, Mosaic se afianza como el mayor productor de fertilizantes fosfatados del mundo y pasa a tener una excelente posición en Brasil, uno de los mayores mercados de fertilizantes con más crecimiento.

Su flujo de caja libre va a crecer significativamente

Con las adquisiciones realizadas la deuda ha aumentado, pero esperan estabilizarla para 2020 (en 2/2,5x deuda neta/Ebitda). Prevén un flujo de caja libre para 2018 de 930 a 1.330 millones gracias a las sinergias previstas en Mosaic Fertilizantes y a las menores inversiones en Esterhazy.

El sector tiene grandes barreras de entrada

El sector de fertilizantes es muy intensivo en capital. En potasa se necesita, para un millón de toneladas de capacidad, una inversión de unos 2.300 millones de dólares y un plazo mínimo de 7 años para su puesta en funcionamiento. En fosfatos la inversión equivalente es de unos 2.100 millones y el plazo es de aproximadamente 3/4 años.

Correlación histórica de fertilizantes y materias primas

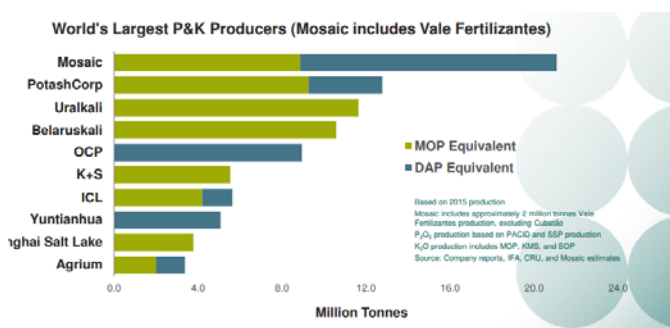
El precio de los fertilizantes históricamente tiene una correlación muy elevada (R^2 0,86 para fosfatos) con los precios de las materias primas agrícolas. Actualmente las materias primas agrícolas están extremadamente deprimidas en términos reales.

The Mosaic Company

Mosaic es el mayor productor de fertilizantes fosfatados

The Mosaic Company se formó en el año 2004 fruto de la fusión de IMC Global (compañía de fertilizantes fundada en 1909) y el negocio de fertilizantes de Cargill. La compañía ha crecido a través de adquisiciones: en 2013 compró el negocio de fosfatos de CF Industries en Florida, en 2014 el negocio de distribución de fertilizantes de Archer Daniels Midland en Brasil y Paraguay y en 2016 Vale Fertilizantes en Brasil. Actualmente es el mayor productor combinado de fosfatos y potasa del mundo. Vende en Brasil (36%), EEUU (33%), Canadá (7%), a través de Canpotex (6%), Australia (4%), China (3%) y México (3%). Tiene una capacidad de 16,8 millones de toneladas de fertilizantes fosfatados y de 10,4 millones de toneladas de potasa. Tiene más de 15.000 empleados y venden en más de 40 países.

Compañías productoras de fertilizantes fosfatados y potasa (mnts)

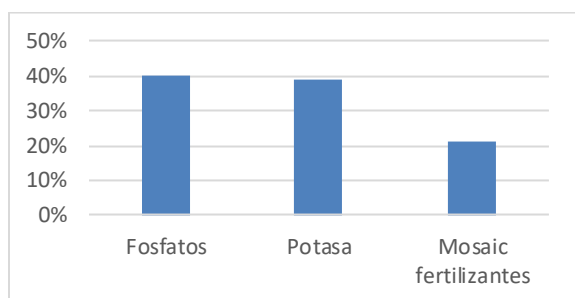


Fuente: Mosaic

Tiene tres divisiones

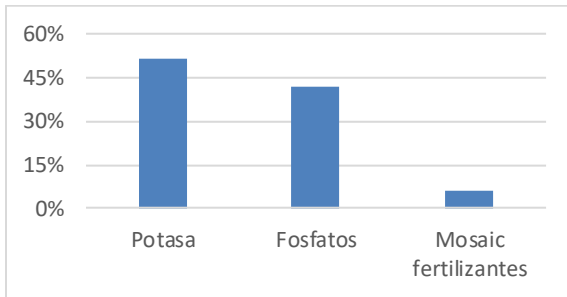
Mosaic tiene tres divisiones de negocio: fosfatos, potasa y Mosaic Fertilizantes. Fosfatos representa un 40% de los activos, potasa un 39% y Mosaic Fertilizantes un 21%. A nivel de beneficio operativo, sin embargo, la división de potasa supone un 52%, la de fosfatos un 42% y Mosaic Fertilizantes un 6%.

Activos por divisiones (1Q18)



Fuente: Mosaic

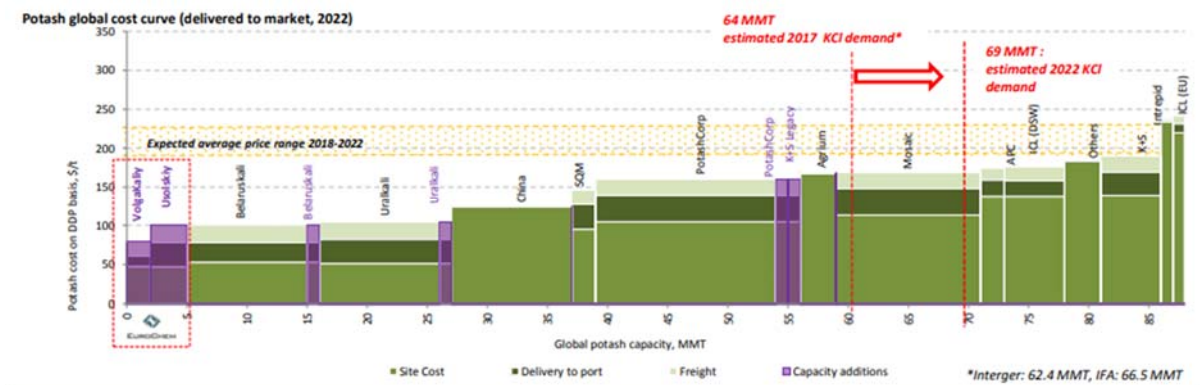
Beneficio operativo por divisiones (1Q18)



Fuente: Mosaic

Potasa (52% Ebit, 39% activos): Mosaic es el cuarto mayor productor de potasa del mundo, tiene una capacidad de 10,4 millones de toneladas, un 42% de cuota en Norteamérica y un 13% de cuota mundial. Tienen minas en Saskatchewan (Belle Plaine, Colonsay y Esterhazy) en EEUU y Brasil. Han eliminado capacidad temporalmente en la mina de Colonsay y se están centrando en el proyecto de ampliación de Esterhazy K3 (esperan que añada 0,9 millones de toneladas de capacidad y sea la mina de costes más bajos en Canadá). Prevén que su puesta en funcionamiento genere más de 400 millones de caja adicional. Los precios del cloruro de potasio han estado muy deprimidos en los últimos años, especialmente tras la ruptura del cartel europeo, pero recientemente han experimentado una recuperación por la fortaleza de la demanda global y una menor y más tardía producción de los nuevos proyectos en la industria. Una amenaza a futuro es la entrada de los nuevos proyectos de la compañía Eurochem que podrían desplazar a Mosaic en la curva de costes.

Potasa curva global de costes (2022e)



Fuente: Eurochem

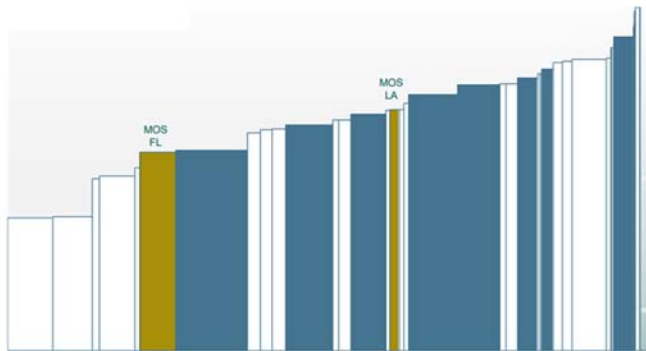
Cloruro de potasio USD/tn (1988-2018)



Fuente: Indexmundi

Fosfatos (42% Ebit, 40% activos): La compañía es el mayor productor integrado de fertilizantes fosfatados del mundo. En EEUU producen principalmente en Florida y Luisiana. Cuentan con un 75% de la mina de roca fosfórica Miski Mayo en Perú y un 25% de la compañía Ma´aden Wa´ad Al Shamal Phosphate Company (MWSPC), que costará aproximadamente 8.000 millones de dólares y que esperan que cuando esté a plena producción, produzca cerca de 3 millones de toneladas. MWSPC será una de las plantas de costes más bajos del mundo y con ventajas logísticas importantes para abastecer, entre otros mercados, a la India. La división se ha beneficiado de una recuperación de los precios gracias a la fortaleza de la demanda global, al parón de Plant City (c1,5 millones de toneladas) y por la disminución acusada de las exportaciones de los productores chinos.

Curva de costes de fosfatos (2021e)



Fuente: CRU, Mosaic

DAP (fosfato diamónico) USD/tn (1988-2018)



Fuente: Indexmundi

Mosaic Fertilizantes (6% Ebit, 21% activos): Esta división agrupa activos de Vale Fertilizantes, que incluyen casi 5 millones de toneladas de fertilizantes fosfatados, una mina de potasa de 500.000 toneladas, cinco minas de roca fosfórica, cuatro plantas químicas y una mina de potasa en Brasil. También agrupa el negocio de distribución en Sudamérica, terminales de puertos y almacenes en Brasil y Paraguay.

Posición de liderazgo en Brasil con la compra de Vale Fertilizantes

Mosaic compró Vale Fertilizantes en 2016 por 2.500 millones de dólares (1.250 en efectivo y emitió 42,3 millones de acciones), aunque el precio podría subir en 260 millones de dólares más si se dan ciertos hitos de precios del MAP y del real brasileño. Pagaron 6,6x Ebitda medio de los cinco años anteriores y esperan sinergias por importe de 275 millones de dólares. Prevén alcanzar un Ebitda normalizado de unos 300 millones de dólares. A nivel operativo, con la adquisición de Vale Fertilizantes, su capacidad de fertilizantes fosfatados aumenta en casi 5 millones de toneladas y la de potasa en 500.000 toneladas. Con la compra han adquirido instalaciones de almacenamiento y minas de roca fosfórica, incluyendo un 40% adicional de la mina de roca fosfórica peruana Miski Mayo (con lo que pasan a tener un 75%).

Brasil es un mercado muy atractivo en fertilizantes, ya que es el segundo importador de fosfatos a nivel global, el tercer mayor consumidor de potasa del mundo y el quinto mayor consumidor de fertilizantes. El consumo de fertilizantes en Brasil en la última década ha crecido al 5% anual y se espera que siga creciendo al doble del crecimiento global hasta 2025.

Situación financiera ajustada, pero esperan una mejora significativa

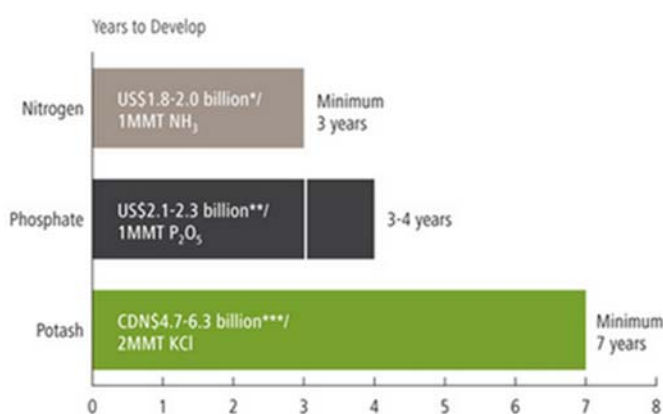
Con las adquisiciones de estos últimos años la deuda de Mosaic ha aumentado (deuda neta /Ebitda 3,1x). La compañía quiere volver a una ratio deuda neta/Ebitda de 2/2,5x para 2020. Tiene un rating de BBB- de S&P y de Baa3 de Moody's. Para reducir deuda han tomado iniciativas como recortar el dividendo o parar temporalmente Plant City. La puesta en funcionamiento del K3 en Esterhazy le va a permitir ahorrarse las inversiones y demás costes para eliminar las inundaciones de esta mina. Estos ahorros en costes suponen más de 400 millones de dólares al año. Esperan repagar 700 millones de deuda probablemente en 2019 (antes del 2020 previsto). Los vencimientos de la deuda son largos, tan sólo el 10% vence antes de 2021 y el 35% antes de 2023.

Valoración atractiva y barreras de entrada elevadas

Actualmente Mosaic capitaliza 10.840 millones de dólares. La compañía ha retrocedido prácticamente un 80% desde máximos, cotiza a 1x valor en libros y un 80% por debajo de su valor de reposición. La compañía, a pesar de su ciclicidad, ha generado flujo de caja libre durante los últimos 10 años. Tienen un objetivo de flujo de caja libre para 2018 de 930 a 1.330 millones gracias a las sinergias de Mosaic Fertilizantes y a las menores inversiones en Esterhazy. Este flujo de caja libre podría ser considerablemente mayor (de 1.830 a 2.230 millones de dólares) si los precios revertieran a la media de los últimos 8 años. El CEO ha comentado que a un determinado precio podrían vender la división de potasa, el precio que barajan es cercano a valor de reposición (aproximadamente 20.000 millones de dólares). Pensamos que la compañía puede valer un 95% más. En un escenario de inflación su valor puede ser aún mayor.

El sector tiene además unas elevadas barreras de entrada tanto por las inversiones como por el tiempo de puesta en funcionamiento. Se tarda de 3 a 4 años en poner en funcionamiento un proyecto de fosfatos de un millón de toneladas y tiene un coste aproximado de 2.100 millones de dólares. En el caso de la potasa se tarda un mínimo de siete años y tiene un coste aproximado de unos 2.300 millones de dólares para un millón de toneladas.

Costes y tiempo estimado para nuevos proyectos (bn \$, años)



Fuente: Fertecon, CRU, PotashCorp

La industria

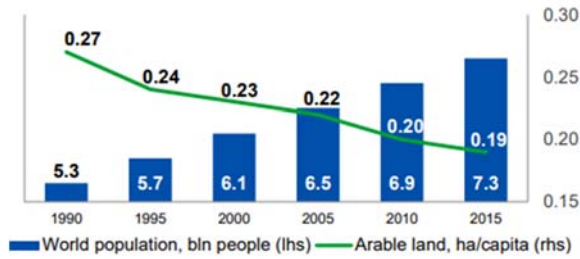
I) Fertilizantes cada vez más necesarios

Los fertilizantes claves para la productividad

La tierra agrícola necesita un contenido equilibrado de nitrógeno, fósforo y potasio para lograr que las plantas tengan un crecimiento sano. Gracias a los fertilizantes se ha podido incrementar significativamente la producción agrícola en las últimas décadas. Prácticamente el 60% del incremento de la rentabilidad de la tierra de los últimos 50 años se debe al uso de los fertilizantes (Steward). La tierra arable per cápita continúa descendiendo, por lo que sigue siendo necesario aumentar la productividad. Además, debido al crecimiento del consumo, se prevén unos inventarios cada vez más ajustados. Se espera que la demanda de fertilizantes siga creciendo a un ritmo cercano al 2% anual (2,8% potasio, 2,7% fosfatos y 1,4% nitrógeno).

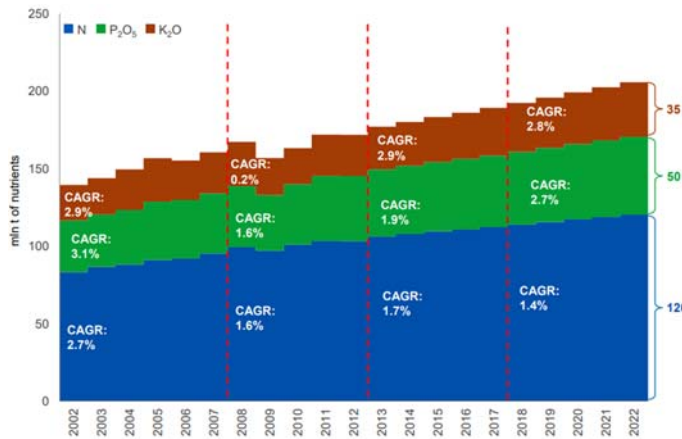
Hectáreas de tierra arable por persona

Population growth and decrease of arable land per capita



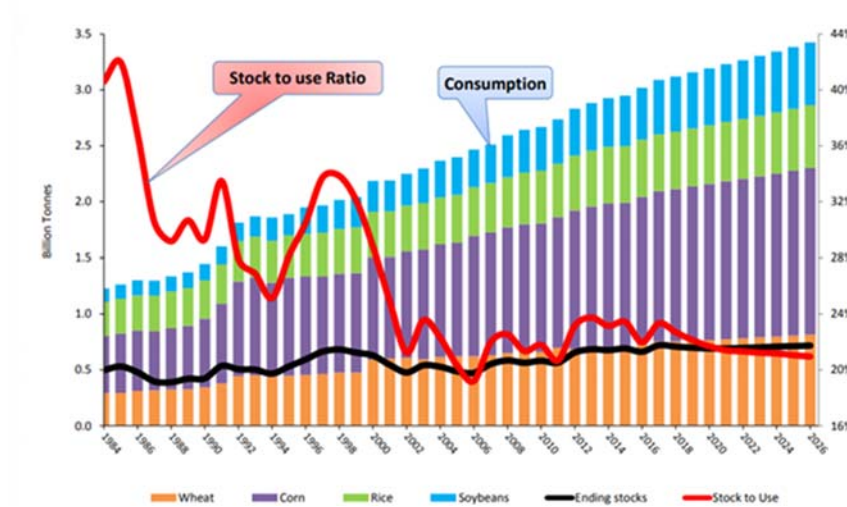
Fuente: Phosagro

Crecimiento del consumo de fertilizantes



Fuente: Phosagro

Perspectivas de consumo e inventarios de los principales cultivos



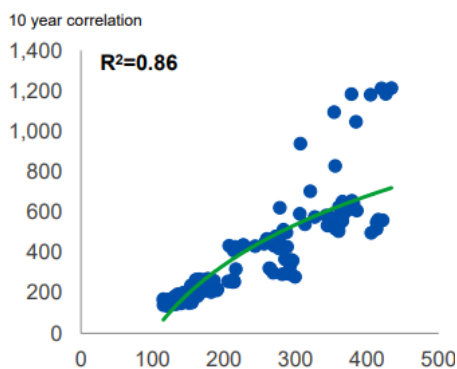
Fuente: ICL

II) Correlación entre fertilizantes y precios de las materias primas agrícolas

Los fertilizantes están muy correlacionados con las materias primas agrícolas

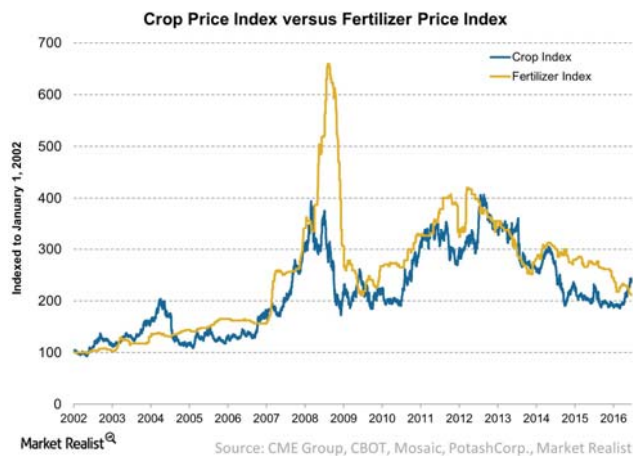
Hay una elevada correlación entre el precio de los fertilizantes y el precio de las materias primas agrícolas. Los precios elevados de las materias primas agrícolas inducen a una mayor demanda de fertilizantes (que normalmente representan entre un 20% y un 40% de los costes de producción). La correlación entre los precios de los cereales y los precios de los fosfatos DAP es alta, tiene un R^2 del 0,86. Esta correlación también es muy elevada con el índice global de fertilizantes.

Correlación entre cereales y precios de fosfatos DAP



Fuente: Phosagro

Índice de cultivos frente al índice de fertilizantes



Fuente: Market Realist

Precios de cereales y fertilizantes

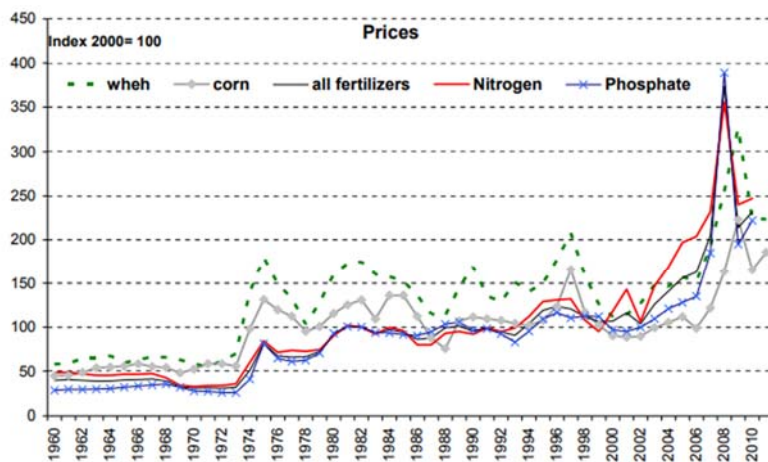


Figure 15: Grain prices (wheat and corn) and fertilizers (N and P)

Fuente: Comisión Europea

III) Macronutrientes y fertilizantes

Los principales macronutrientes

1) Nitrógeno (N)

El nitrógeno es uno de los tres principales macronutrientes de las plantas. Lo necesitan para realizar la fotosíntesis y para el crecimiento. Es esencial, además, para la formación de clorofila y proporciona el color verde a las plantas. La falta de nitrógeno provoca que las plantas se pongan amarillas y dejen de crecer.

2) Fósforo (P)

El fósforo es esencial para el crecimiento de las plantas, interviene en la fotosíntesis, ayuda a la formación de las raíces y a producir semillas, frutos y flores. Es especialmente importante en el desarrollo inicial de las plantas. Sin fósforo la planta deja de florecer, las raíces dejan de crecer y las hojas se oscurecen más de lo normal.

3) Potasio (K)

Es considerado como el nutriente de calidad ya que afecta a la forma, tamaño, color y sabor de los frutos de la planta. Las plantas con un contenido adecuado de potasio son más resistentes a heladas, sequías y enfermedades. Sin potasio las hojas muestran severos cambios de color, como tonalidades amarillentas o verde pálido con manchas.

Fertilizantes

1) Fertilizantes nitrogenados

Representan el 62% del consumo total de fertilizantes. La aplicación comercial más importante del nitrógeno es el amoniaco, que se obtiene principalmente con gas natural. La síntesis para producir amoniaco se hace por el método Haber Bosch (reacción de nitrógeno e hidrógeno).

Tipos de fertilizantes nitrogenados

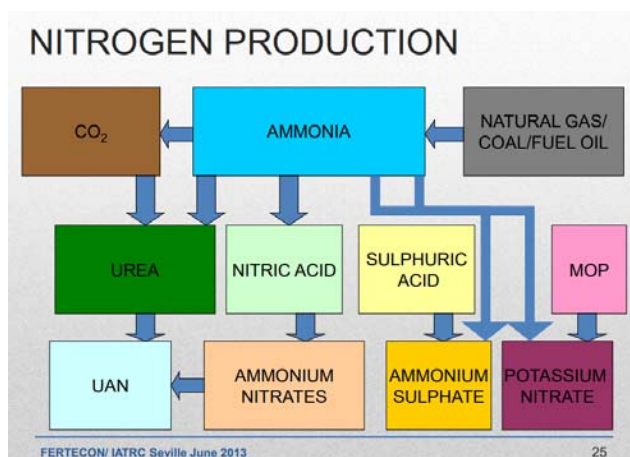
El amoniaco se produce con la unión del nitrógeno y el hidrógeno y el 80% de la producción se utiliza para fertilizantes. Puede ser aplicado directamente al suelo como nutriente vegetal o convertido en una variedad de fertilizantes nitrogenados. Gracias al amoniaco se pueden obtener: nitrato amónico si se mezcla con nitrato, urea al mezclarse con anhídrido carbónico, sulfato amónico al mezclarse con ácido sulfúrico o fosfatos amónicos al mezclarse con ácido fosfórico.

El nitrato de amonio tiene un alto contenido de nitrógeno (entre 32% y 35%). Su sencillez y bajo coste de producción le hacen ser uno de los compuestos nitrogenados más importantes. Es blanco, cristalino, soluble al agua y es un fertilizante recomendable para suelos alcalinos y calcáreos. Además de un excelente fertilizante, sirve también para fabricar explosivos.

La urea es, después del amoniaco y del nitrato de amonio, el fertilizante nitrogenado de mayor uso. Se consigue mezclando amoniaco con anhídrido carbónico. Tiene un contenido más elevado de nitrógeno (46%). Tiene costes muy bajos, es soluble y se adapta a diferentes especies y tipos de suelo.

El sulfato de amonio es una sal formada por la reacción del amoniaco y el ácido sulfúrico con un 21% de nitrógeno y un 24% de azufre. A pesar de que tiene un contenido bajo de nitrógeno es especialmente útil cuando se requieren ambos nutrientes.

Fertilizantes nitrogenados



Fuente: Fertecom

2) Fertilizantes fosfatados

Los fosfatos representan el 24% del consumo de fertilizantes. Para la obtención de fosfatos la roca fosfórica se une con ácido sulfúrico produciéndose ácido fosfórico. Éste combinado con el amoniaco produce MAP y DAP.

Tipos de fosfatos más utilizados como fertilizantes

MAP (fosfato monoamónico): Es un tipo de fosfato amónico, tiene un mayor componente de fósforo. Sus componentes son: nitrógeno (11%), fósforo (52%) y potasio (0%). Favorece la absorción y aprovechamiento del fósforo por la planta. Ayuda al crecimiento de las raíces y a una mayor calidad del follaje y de los frutos. Es recomendable para ser utilizado en suelos calcáreos o alcalinos.

DAP (fosfato diamónico): Es un tipo de fosfato amónico, tiene un mayor componente de nitrógeno. Sus componentes son: nitrógeno (18%), fósforo (46%) y potasio (0%). Aumenta la cantidad de absorción de fósforo por la planta. Se dirige más a los tallos, favorece que estos sean gruesos y las hojas verdes. Es adecuado para suelos neutros o básicos.

Componentes de los fosfatos

Roca fosfórica: Es la materia prima por excelencia para la fabricación de los fosfatos. Más del 90% de la roca fosfórica se convierte en fertilizante fosfatado. Aproximadamente el 75% de todas las reservas de roca fosfórica del mundo se encuentran en Marruecos.

Ácido sulfúrico: Está compuesto por azufre, hidrógeno y oxígeno. Es un líquido aceitoso, transparente e incoloro. Es el compuesto químico que más se produce en el mundo. Alrededor del 60% del ácido sulfúrico que se produce se utiliza en la manufactura de fertilizantes.

Ácido fosfórico: Se produce combinando roca fosfórica y ácido sulfúrico. Es un líquido viscoso e incoloro. Aproximadamente el 90% se usa para la producción de fertilizantes. Su mezcla con el amoníaco crea los fosfatos amónicos.

Amoniaco: Es un gas, a temperatura ambiente, incoloro, formado por nitrógeno e hidrógeno. Aproximadamente el 80% del amoníaco producido se utiliza para la fabricación de fertilizantes. Aporta nitrógeno a los suelos y se absorbe directamente por las plantas.

Roca fosfórica reservas estimadas (bn tns)

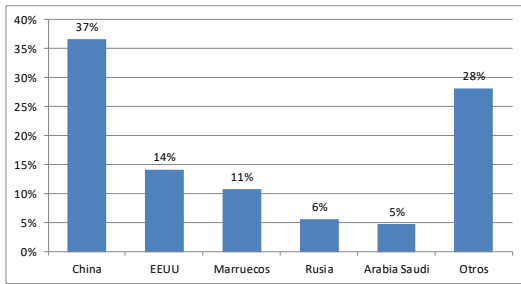


Fuente: OCP

China es el primer productor y exportador de fosfatos

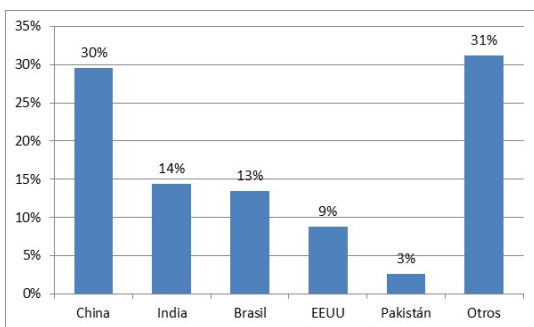
China lidera tanto la producción como las exportaciones de fosfatos. Los principales productores son China (37%), EEUU (14%), Marruecos (11%), Rusia (6%) y Arabia Saudí (5%), mientras que los principales consumidores son China (30%), India (14%), Brasil (13%), EEUU (9%) y Pakistán (3%). Los principales exportadores son China (33%), Marruecos (17%), EEUU (14%), Rusia (12%) y Arabia Saudí (10%) y los principales importadores son India (20%), Brasil (17%), EEUU (6%), Pakistán (5%) y Argentina (5%).

Capacidad de fosfatos (2017)



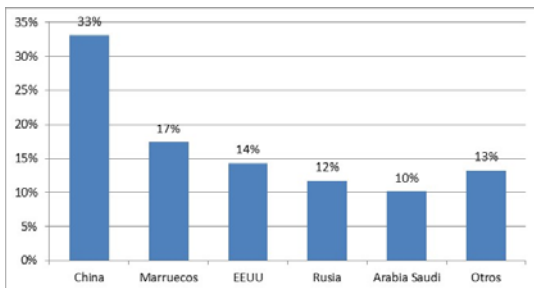
Fuente: SMC, Nutrien

Demanda de fosfatos (2017)



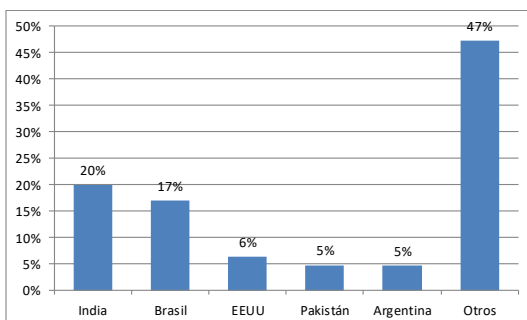
Fuente: SMC, Nutrien

Exportaciones de fosfatos (2016)



Fuente: SMC, Nutrien

Importaciones de fosfatos (2016)

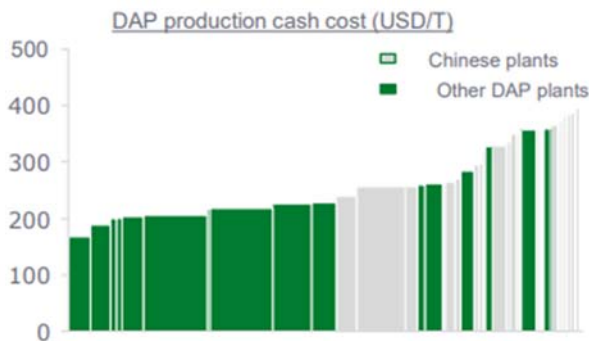


Fuente: SMC, Nutrien

Los productores chinos han tenido mucha importancia, pero no son tan competitivos como podría parecer

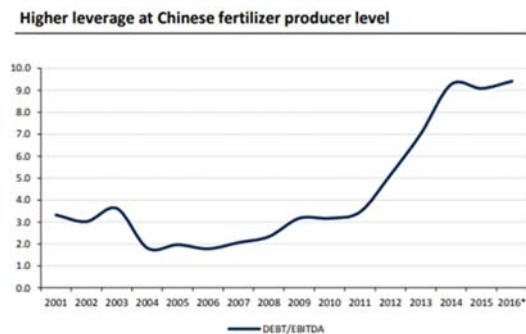
China ha incrementado significativamente sus exportaciones. Pero en un futuro podrían tener una menor importancia ya que los productores chinos no son muy eficientes en costes y además, éstos, están incrementándose debido al aumento de los costes laborales, energéticos, logísticos y por la baja ley de su roca fosfórica. Otro problema que pueden tener los productores chinos, y que podría afectar a su producción, es su excesivo nivel de deuda.

Los productores chinos tienen costes elevados



Fuente: CRU, OCP 2016

Elevado endeudamiento de los productores de fertilizantes chinos



Fuente: BoAML

3) Fertilizantes potásicos. Potasa

Representan un 14% del uso de fertilizantes. El término potasa se refiere a cualquier roca sedimentaria que contenga minerales ricos en potasio (K). El 95% de la potasa se utiliza para fertilizantes.

El cloruro de potasio (KCl), también conocido como muriato de potasio (MOP), es, dentro de los fertilizantes potásicos, el de mayor importancia. El cloruro de potasio contiene potasio y cloro y es un sólido cristalino, incoloro y soluble. Tiene una alta concentración de potasio (60%) y se utiliza en la mayoría de los cultivos. El cloruro de potasio se suele encontrar en forma mineral por ejemplo silvita (63%) o silvinita (20%/30%). Se extrae principalmente a través de minería y posteriormente se procesa y se separan las sales sódicas. Es especialmente recomendado para frutas y hortalizas.

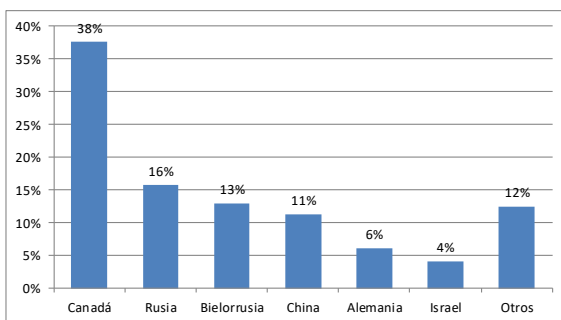
Precios históricamente marcados por un cartel

Hasta el año 2013 los precios del cloruro de potasio estuvieron marcados por los cárteles de Belarusian Potash Corporation (BPC) y Canpotex. BPC la formaban Uralkali y Belaruskali, mientras que Canpotex estaba formada por PotashCorp, Agrium (hoy forman Nutrien) y Mosaic. Ambos controlaban casi el 70% del mercado, recortaban la producción en épocas de poca demanda evitando así caídas fuertes del cloruro de potasio. En 2013 Uralkali decidió romper el cartel europeo acusando a Belaruskali de haber realizado ventas fuera del mismo. A partir de ese momento los precios se desplomaron.

Canadá es el principal productor y exportador y Brasil el primer importador

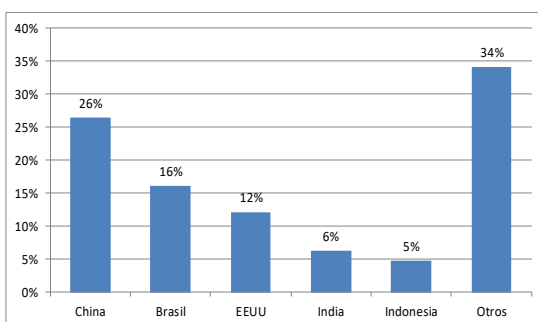
La oferta está muy concentrada en Canadá y en los países de la antigua Unión Soviética. Los principales países productores son Canadá (38%), Rusia (16%), Bielorrusia (13%) y China (11%), mientras que los principales consumidores son China (26%), Brasil (16%), EEUU (12%) e India (6%). Los principales exportadores son Canadá (36%), Bielorrusia (20%), Rusia (18%) e Israel (9%) y los principales importadores son Brasil (25%), EEUU (23%), China (19%) e India (11%). Siete compañías controlan el 80% de la producción mundial de potasa.

Capacidad de potasa (2017)



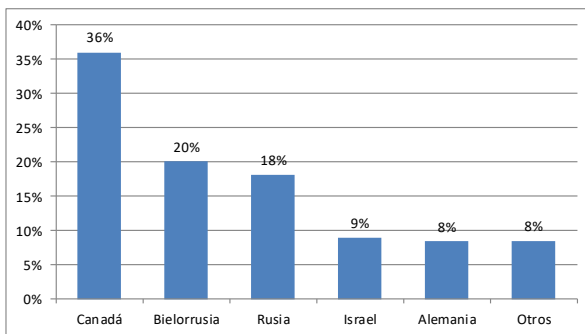
Fuente: SMC, Nutrien

Demanda de potasa (2017)



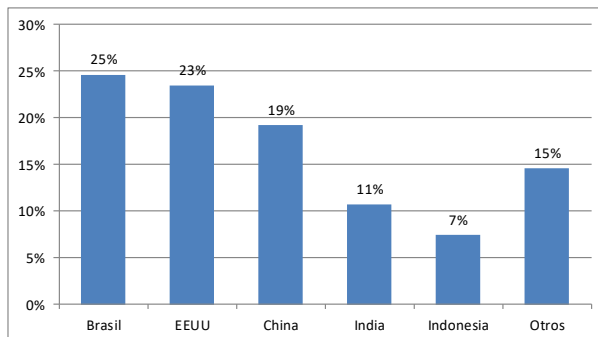
Fuente: SMC, Nutrien

Exportaciones de potasa (2016)



Fuente: SMC, Nutrien

Importaciones de potasa (2016)



Fuente: SMC, Nutrien

Gracias

Guillermo Nieto, Marta Escribano

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.