

Décembre 2010

Secteur cimentier

Entre surcapacité et potentiel de développement

Le ciment, une industrie capitaliste et énergivore

Un marché international porté par la demande émanant des pays émergents

Un secteur national jusqu'à présent accaparé par les leaders mondiaux du marché cimentier

Bonne résilience du secteur cimentier au Maroc

Vers une diversification géographique

Une surcapacité de production momentanée ?

Analyste(s) :

Hicham Saadani
h.saadani@bmcek.co.ma

Zineb TAZI
z.tazi@bmcek.co.ma

Décembre 2010

Définitions

Bauxite	Minerai d'aluminium
Clinker	Constituant du ciment qui résulte de la cuisson à 1 450 °C d'un mélange composé de calcaire et d'argile
Gypse	Roche sédimentaire formée de sulfate naturel hydraté de calcium
Kaolin	Argile blanche réfractaire utilisée dans la fabrication de la porcelaine
Laitier	Résidu issu de la fabrication de la fonte dans les hauts fourneaux

Abréviations

BPE	Béton prêt à l'emploi
BTP	Bâtiment et Travaux Publics
BTU	Unité d'énergie anglo-saxonne souvent utilisée pour décrire la quantité de chaleur pouvant être dégagée par une unité chauffante
CA	Chiffre d'affaires
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
EUR	Euro
G	Gramme
Kg	Kilogramme
Km	Kilomètre
KWh	Kilowattheure
Lb	Livre : unité de masse
M	Million
m ³	Mètre cube
MAD	Dirham marocain
Md	Milliard
MOP	Marge opérationnelle
ND	Non disponible
NS	Non significatif
PREFA	Préfabriqué
Pts	Points
RNPG	Résultat net part du Groupe
T	Tonne
TCAM	Taux de croissance annuel moyen
Vs.	Versus

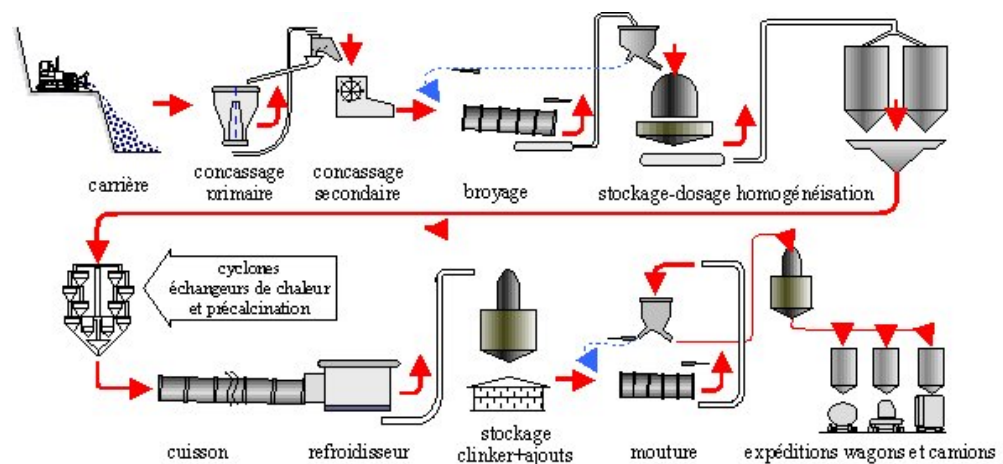
Décembre 2010

Le ciment, une industrie capitaliste et énergivore

Poudre fine provenant du broyage et de la cuisson (calcination) à 1 450 °C du calcaire (80%) et de l'argile (20%), le ciment est un liant hydraulique artificiel qui fait prise sous l'action de l'eau et durcit dans un laps de temps variable suivant sa qualité. Constituant de base des bétons, il permet d'agglomérer entre eux les grains de sable et les granulats.

Il existe deux sortes de ciment : (i) Le ciment gris qui est le plus courant et qui doit sa teinte à l'oxyde de fer et (ii) le ciment blanc où l'argile est remplacée par le kaolin.

Processus de fabrication du ciment



Extraction et concassage

Les matières premières sont extraites de carrières généralement à ciel ouvert par le biais de l'abattage à l'explosif ou à la pelle mécanique. Les blocs obtenus sont réduits, dans des concasseurs situés généralement sur les lieux mêmes de l'extraction, en éléments d'une dimension maximale de 150 mm.

Pré-homogénéisation et broyage

La pré-homogénéisation permet d'atteindre un dosage parfait des constituants essentiels du ciment, par superposition de multiples couches. Une station d'échantillonnage analyse régulièrement les constituants et le mélange pour en garantir la régularité.

Décembre 2010

À la sortie du hall de pré-homogénéisation, le mélange est très finement broyé, dans des proportions définies, en un mélange très fin appelé le « cru ». Des corrections de composition peuvent être alors effectuées en incorporant, en faible proportion, de la bauxite, de l'oxyde de fer, etc. La matière première est ainsi préparée sous forme de poudre.

Cuisson

La poudre est introduite dans un four de préchauffage à 800°C avant de rejoindre le four rotatif à 1 450°C. La combustion provoque une réaction chimique appelée « décarbonatation » qui libère le CO₂ contenu dans le calcaire. Les matières cuites prennent la forme de granules dures appelées « clinker ».

Broyage

Après refroidissement, le clinker est finement broyé pour conférer au ciment des propriétés hydrauliques actives. Lors de cette étape, le gypse, indispensable à la régulation de la prise du ciment, est ajouté au clinker dans une proportion variant entre 3% et 5%. Différents constituants de substitution, comme des cendres volantes (résidus de l'activité de centrales thermiques) ou des laitiers (issus des hauts fourneaux), peuvent également entrer dans la composition du ciment afin de répondre aux besoins spécifiques des clients.

Conditionnement

Le ciment est stocké dans des silos avant d'être livré en vrac dans des citernes ou avant d'être conditionné dans des sacs.

Caractéristiques de l'industrie du ciment

Une industrie lourde....

Le coût des installations nécessaires à la production d'un million de tonnes de ciment représente 150 millions d'euros (MAD 1,6 Md), soit l'équivalent du chiffre d'affaires pendant trois ans.

En outre, chaque cimenterie doit être dotée d'une carrière mitoyenne de bonne qualité comprenant des réserves d'au moins 50 ans.

Décembre 2010

S'ajoutent des investissements de protection de l'environnement (notamment l'acquisition de nouveaux filtres d'épuration des effluents gazeux et des installations de dépoussiérage des airs, combustibles de substitution aux énergies classiques, etc.), visant à réduire l'impact des émissions nocives.

De même, les cimentiers consacrent annuellement un budget de près de M MAD 200 pour la maintenance de leur dispositif industriel.

....fortement consommatrice d'énergie....

L'énergie représente en moyenne près des deux tiers des coûts variables et environ 30% du coût total de la production de ciment. En effet, chaque tonne de ciment produite requiert près de 60 à 130 kg de fuel.

Actuellement, les fours des cimentiers marocains fonctionnent en recourant au coke de pétrole, sous-produit du raffinage d'hydrocarbures composé essentiellement de carbone. L'une des propriétés particulièrement intéressantes du coke de pétrole est qu'il produit 14 000 BTU/lb (454 g), comparativement aux 8 000 à 13 500 BTU/lb produits par le charbon, et sa teneur en cendres est très faible, à la différence du charbon. En revanche, sa teneur en soufre induit une dégradation plus rapide des fours d'où des entretiens plus récurrents et davantage coûteux.

La dépendance des cimentiers aux cours du *petcoke* sur le marché mondial exacerbe les tensions sur les coûts notamment en période de flambée.

....fabriquant un produit pondéreux....

Le coût du transport du ciment par route devient équivalent au coût de production au-delà de 300 km (en considérant 25 tonnes de charge utile par camion) et limite donc la zone de son acheminement. Cette contrainte fait du marché du ciment un marché régional.

Cependant, cette règle n'exclut pas un certain nombre d'exceptions notamment en commerce international comme ce fut le cas pour les cimentiers égyptiens, qui profitant de la subvention dont ils bénéficient sur le gaz naturel, parvenait à être compétitif pour exporter massivement vers plusieurs pays notamment l'Espagne.

Décembre 2010

....à la consommation fortement liée au niveau de développement local

En Europe et en Amérique du Nord, la demande du marché pour le ciment a fortement augmenté au cours du XX^e siècle. Le développement de cette industrie était une réponse aux besoins de l'urbanisation croissante.

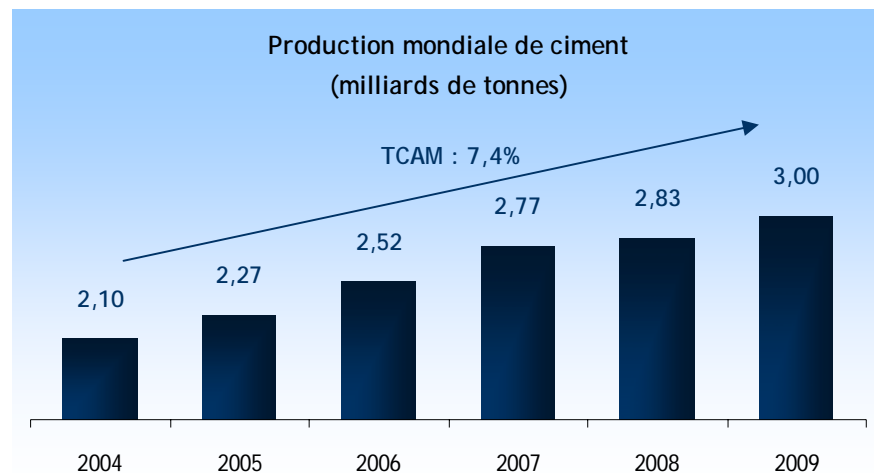
Après la seconde guerre mondiale, et malgré une évolution cyclique, la consommation des pays industrialisés a été multipliée par un facteur de 6 à 8, jusqu'au choc pétrolier de 1975. Depuis lors, les marchés occidentaux dits matures ont décliné de l'ordre de 20% à 40% ; les besoins en infrastructures lourdes ayant été comblés, et remplacés par la consommation d'entretien.

Plus récemment et porté par l'essor de la construction et de l'hôtellerie, des pays comme l'Espagne, le Portugal ou la Grèce avaient enregistré des records de consommation par tête d'habitants de 1 248 kg (en 2005), de 1 080 kg (en 2002) et de 1 406 kg (en 2005) respectivement, avant que la crise de 2008 ne dégonfle fortement la bulle immobilière.

Décembre 2010

Un marché international porté par la demande émanant des pays émergents

En dépit du contexte de crise économique internationale ayant entraîné une décélération de l'activité du secteur de la construction principalement dans les pays développés, la production de ciment augmente de 6,4% en 2009 par rapport à 2008 (contre +1,2% en 2008 vs. 2007). Au cours des cinq dernières années, la production mondiale du ciment affiche ainsi une croissance annuelle moyenne de 7,4%, s'établissant à 3 milliards de tonnes à fin 2009.



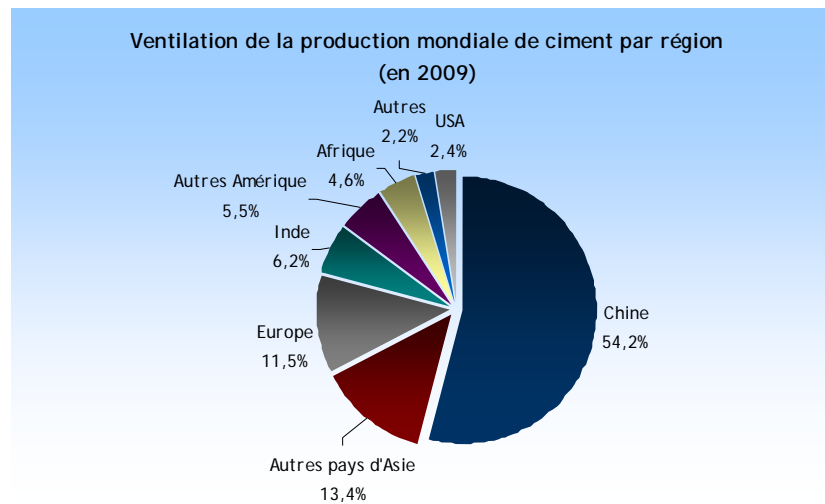
Source : CEMBUREAU

Eu égard à la forte croissance démographique des pays émergents, ces derniers accaparent 70% de la demande mondiale. La Chine polarise, à elle seule, plus de la moitié de la production mondiale du ciment avec 1,63 milliards de tonnes, en appréciation de 17,9% par rapport à une année auparavant (vs. variation 2008/2007 de +2%).

Dans une moindre proportion, l'Inde s'adjuge 6,2% de la production mondiale avec 187 millions de tonnes, en légère hausse de 1,9% comparativement à 2008 (contre une variation 2008/2007 de +7,5%).

Pour leur part, fortement impactés par les effets de la récession économique internationale, les Etats-Unis, le Japon et la Russie enregistrent des baisses respectives de 17%, de 13% et de 15%.

Décembre 2010



Source : CEMBUREAU

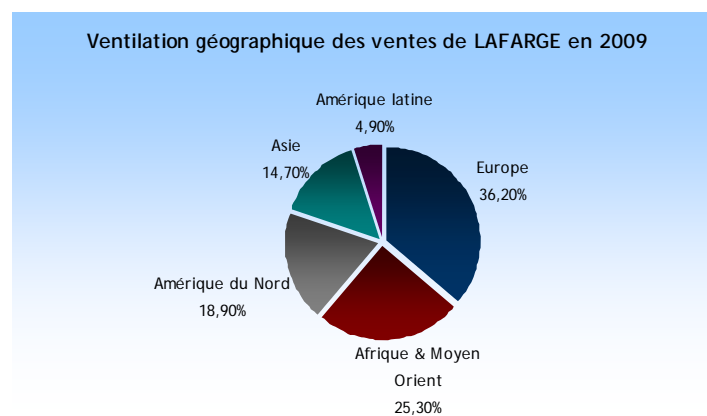
Principaux opérateurs internationaux

LAFARGE

Groupe français implanté dans 48 pays à travers 120 cimenteries et 40 stations de broyage d'une capacité annuelle totale de 203 millions de tonnes, LAFARGE est leader mondial du secteur cimentier (qui représente 60% de son activité). Il est également numéro 2 mondial des segments Granulats & Béton et numéro 3 mondial du Plâtre.

Au terme de 2009, LAFARGE draine un chiffre d'affaires de EUR 15,9 Md (dont EUR 9,5 Md par l'activité ciment) et un bénéfice net de EUR 2,5 Md.

A fin juin 2010, le revenus consolidés du Groupe s'établissent à EUR 7,7 Md (-3%) pour un RNPG de M EUR 233 (-28,7%).



Source : LAFARGE

Décembre 2010

La répartition des revenus de LAFARGE par zone géographique se présente comme suit : Europe : 36,2%, Afrique et Moyen Orient : 25,3%, Amérique du Nord : 18,9%, Asie : 14,7% et Amérique latine : 4,9%.

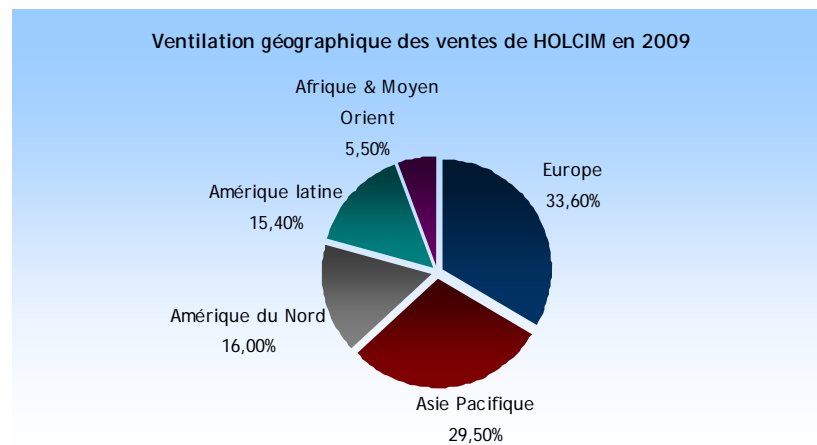
Actuellement, LAFARGE axe sa stratégie de développement sur les marchés émergents à fort potentiel notamment : Chine, Inde, Amérique Latine, Europe Centrale et de l'Est, Moyen Orient et Afrique, qui absorbent près de 60% de ses ventes de ciment.

HOLCIM

Challenger sur le marché cimentier, HOLCIM compte 154 sites (cimenteries et unités de broyage) dans 70 pays pour une capacité annuelle de 202,9 millions de tonnes.

Les revenus du Groupe helvétique se montent à EUR 14,7 Md (-16,8%) en 2009, dont EUR 9,6 Md drainés par l'activité ciment. Ses bénéfices s'établissent à EUR 1,1 Md (-18,2%) à fin 2009.

Au terme du premier semestre 2010, les ventes de HOLCIM s'établissent à 65,1 millions de tonnes de ciment, 62,5 millions de tonnes de granulats et 19,3 millions de m³ de BPE pour un chiffre d'affaires de EUR 7,47 Md.



Source : HOLCIM

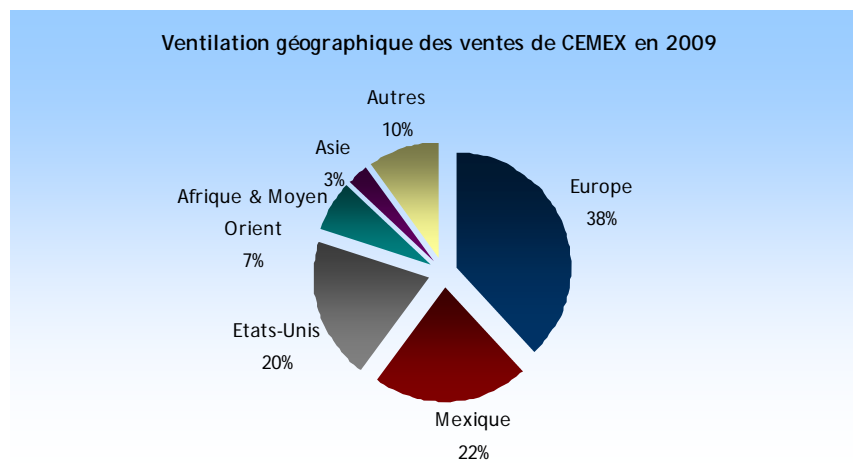
Par région, les ventes 2009 se ventilent comme suit : 33,6% en Europe, 29,5% en Asie Pacifique, 16% en Amérique du Nord, 15,4% en Amérique Latine et 5,5% en Afrique et au Moyen-Orient.

Décembre 2010

CEMEX

Présent dans plus de 50 pays, le Groupe mexicain se place en troisième position avec une capacité de production de ciment de 97 millions de tonnes par an et compte 63 cimenteries, 2 000 sites de production de béton prêt à l'emploi et une participation minoritaire dans 12 autres cimenteries.

CEMEX est également actif sur les marchés du béton prêt à l'emploi et des granulats avec des productions annuelles respectives de 54 millions de m³ et de 168 millions de tonnes.



Source : CEMEX

Les ventes annuelles de CEMEX s'établissent à plus de EUR 11 Md en 2009 et se répartissent comme suit : Europe : 38%, Mexique : 22%, Etats-Unis : 20%, Afrique et Moyen Orient : 7%, Asie : 3%, Autres : 10%.

HEIDELBERG CEMENT

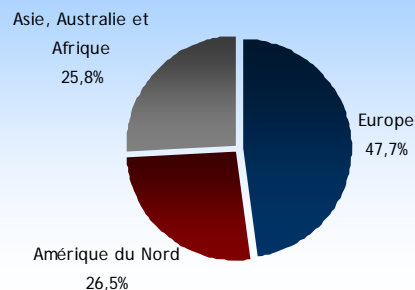
Quatrième plus grand producteur de ciment au niveau international, HEIDELBERG CEMENT est une entreprise allemande présente dans 40 pays à travers le monde avec une capacité de production de 110 millions de tonnes.

En 2009, ses ventes se montent à 79,3 millions de tonnes pour le ciment et à 35 millions de m³ pour le béton prêt à l'emploi.

Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe avoisine EUR 11 Md (-21,6%) en 2009 pour un bénéfice de M EUR 168 (contre M EUR 1 920 en 2008).

Décembre 2010

Ventilation géographique des ventes de HeidelbergCement en 2009



Source : HeidelbergCement

A elle seule, l'Europe accapare 47,7% des écoulements du Groupe, suivie par l'Amérique du Nord (26%) l'Asie, l'Australie et l'Afrique (25,8% conjointement).

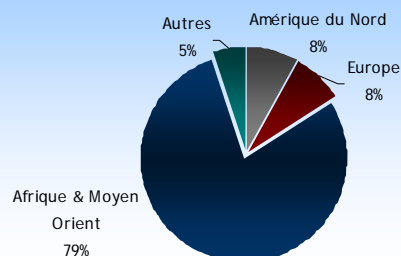
Au terme du premier semestre 2010, HEIDELBERG CEMENT affiche des revenus en hausse de 1,97% à EUR 5,5 Md.

ITALCEMENTI

Disposant d'une capacité de production annuelle de 73 millions de tonnes avec un réseau industriel de 59 cimenteries et 15 centres de broyage dans 22 pays, ITALCEMENTI Group est le cinquième plus grand cimentier au monde.

En 2009, le chiffre d'affaires du Groupe italien s'élève à EUR 5 Md (-13,3% vs. 2008) et le résultat net se monte à M EUR 215 (-22,2% vs. 2008).

Ventilation géographique des ventes de ITALCEMENTI en 2009



Source : ITALCEMENTI

Par région, les ventes d'ITALCEMENTI sont ventilées comme suit : Amérique du Nord : 8%, Asie : 8%, Europe, Afrique et Moyen Orient : 79%, Autres : 5%.

A l'issue du premier semestre, le Groupe draine un volume d'affaires consolidé de EUR 2,5 Md et un bénéfice net de M EUR 81,8.

Décembre 2010

Un secteur national jusqu'à présent accaparé par les leaders mondiaux du marché cimentier

A fin 2009, la capacité de production de ciment installée au Maroc se monte à près de 16,1 millions de tonnes avec un taux d'utilisation moyen de 90% compte tenu d'une demande s'établissant à 14,5 millions de tonnes la même année.

Jusqu'à la même date, le marché est accaparé par quatre sociétés adossées à de grands Groupes internationaux leader du secteur cimentier à l'échelle mondiale :

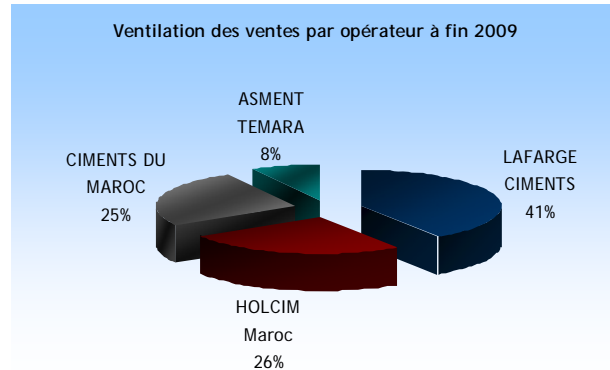
LAFARGE CEMENTS : Premier cimentier marocain, la filiale du Groupe français LAFARGE dispose d'une capacité de production de 6,9 millions de tonnes par an et détient 41% de part de marché en 2009. Disposant de 3 usines, 1 centre de broyage et 22 centrales à bétons, elle se positionne au Nord (Tanger-Tétouan), au Centre (Meknès) et à l'Ouest (Bouskoura-Casablanca) du Royaume ;

HOLCIM MAROC : Filiale du Groupe helvétique HOLCIM, la société s'adjuge 26% du marché national de ciment avec 3 usines, 1 centre de broyage et 10 centrales à bétons pour une capacité ciment de 4,5 millions de tonnes à fin 2009. Après avoir concentré depuis plusieurs années ses activités sur les régions du Centre (Fès) et de l'Oriental (Oujda et Nador), le *challenger* du secteur marocain de ciment s'est implanté depuis 2007 à l'Ouest du Royaume (Settat, à proximité de Casablanca) ;

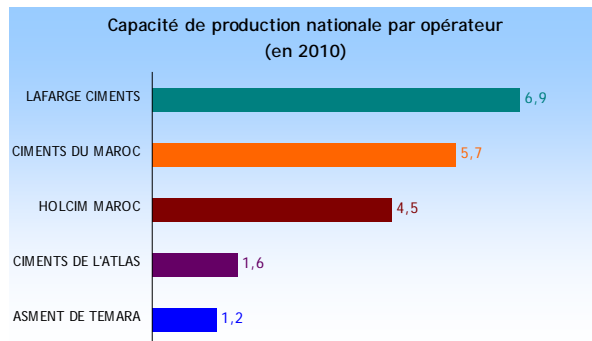
CIMENTS DU MAROC : Adossé à ITALCEMENTI Group, CIMENTS DU MAROC talonne HOLCIM MAROC avec une *market share* de 25% à fin 2009. Son dispositif industriel se constitue de 3 usines (Safi, Marrakech et Agadir), un centre de broyage (Laâyoune), un centre d'ensachage (Jorf Lasfar) et 23 centrales à béton. Sa capacité de ciment se monte à 3,5 millions de tonnes (5,7 millions de tonnes en 2010 après intégration de la nouvelle usine d'Aït Baha) ;

ASMENT DE TEMARA : Filiale du Groupe portugais CIMPOR, ASMENT DE TEMARA détient 8% de part de marché et une capacité de 1,2 millions de tonnes implantée à Temara (près de Rabat).

Décembre 2010



Capacité de production nationale et implantation régionale en 2010



- LAFARGE CIMENTS
- HOLCIM MAROC
- CEMENTS DU MAROC
- ASMENT TEMARA
- CIMENTES DE L'ATLAS

Décembre 2010

Des niveaux de marge en béton

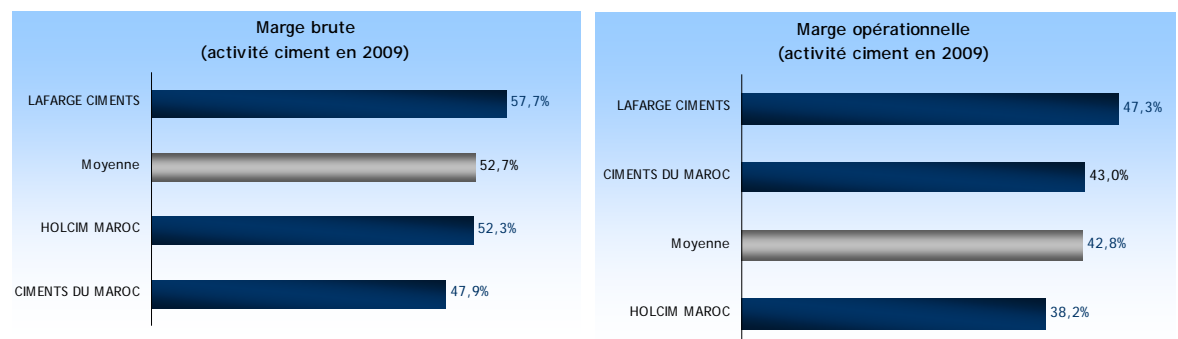
En se basant sur les réalisations commerciales des trois cimentiers cotés à la Bourse de Casablanca, le prix de vente moyen hors taxes du ciment s'établit à près de MAD 754 en 2009.

Tableau comparatif à fin 2009
(activité ciment)

	LAFARGE CEMENTS	HOLCIM MAROC	CIMENTS DU MAROC	Moyenne
CA / Tonnes vendues	758	743	760	754
EBE / Tonnes vendues	438	389	364	397
RN / Tonnes vendues	271	180	317	256

CIMENTS DU MAROC enregistre le prix d'écoulement le plus élevé à MAD 760, parvenant ainsi à afficher un chiffre d'affaires social en hausse de 4%, malgré la baisse de 1,2% de ses ventes. En revanche, sa marge d'EBITDA ressort inférieure à celle de la moyenne sectorielle en raison de la saturation momentanée de sa capacité de production ayant induit le recours aux achats de clinker auprès des concurrents et de SUEZ CEMENT.

A contrario, LAFARGE CEMENTS réalise une marge opérationnelle brute de 57,7% (contre une moyenne sectorielle de 52,7%), tirant profit d'un mix produit favorable et d'une performance industrielle en amélioration du fait notamment du recours aux combustibles de substitution à moindre coût, compensant partiellement la révision à la hausse des prix de l'électricité courant 2009.



Source : BMCE Capital

Décembre 2010

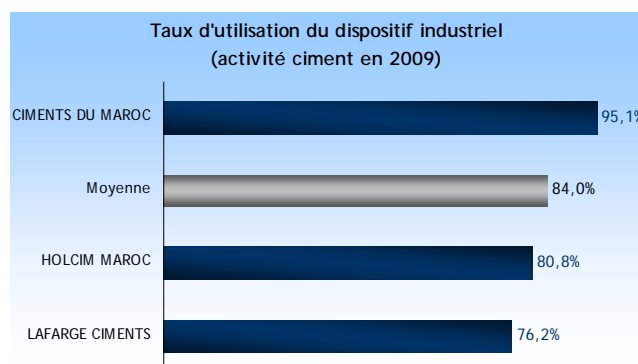
Globalement, la marge opérationnelle des cimentiers se situe à un niveau satisfaisant (moyenne sectorielle de 42,8% à fin 2009 avec un plus haut de 47,3% et un minimum de 38,2%), voire même élevé comparativement aux autres industries lourdes (à titre d'exemple la marge d'exploitation de SONASID se fixe à 9,4% en 2009 et 17,6% en 2008).

A titre de comparaison, les cimentiers marocains enregistrent des marges opérationnelles supérieures à leurs confrères égyptiens. Par exemple, ITALCEMENTI Egypte affiche une marge d'EBITDA de 33%¹ en 2009 contre une moyenne de 46,9%² au Maroc.

Cette performance s'explique par la combinaison de plusieurs facteurs :

- ♦ La caractéristique du marché marocain dans lequel la présence d'opérateurs internationaux limite le risque de guerre commerciale ;
- ♦ L'inexistence (jusqu'à récemment) de plateforme portuaire dédiée à la réception du ciment ;
- ♦ La présence des principaux marchés sur le versant atlantique, renchérissant le coût de transport pour les compétiteurs européens ;
- ♦ Et, des efforts continus déployés par les cimentiers en matière de maîtrise des charges et d'optimisation de l'utilisation de l'outil industriel.

Sur le plan industriel et au vu du ralentissement de la demande, LAFARGE CEMENTS et HOLCIM MAROC limitent toutefois le taux d'utilisation moyen de leurs machines à 80,8% et à 76,2% respectivement en 2009. Seul le dispositif industriel de CIMENTS DU MAROC atteint un taux d'utilisation moyen estimé à 95,1% en raison de la saturation de son outil de fabrication comme indiqué précédemment. Cette contrainte serait en principe résolue grâce à la mise en service définitive de sa nouvelle usine d'Ait Baha courant 2010.



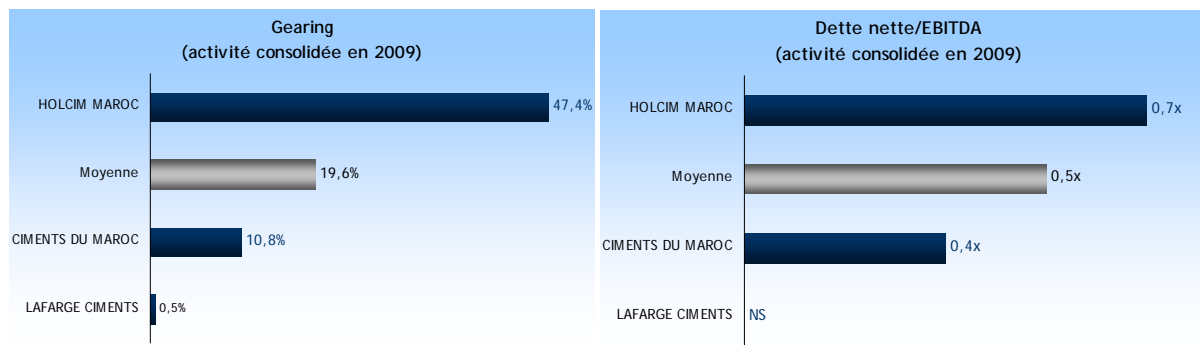
Source : BMCE Capital

1- Source : Investor Event—ITALCEMENTI- September 2010.

2- Moyenne des marges de l'EBITDA consolidé.

Décembre 2010

Compte tenu des réalisations financières fort probantes et en dépit d'un taux de distribution plutôt élevé (*Pay-out* de 99,3% pour HOLLAND CEMENTS MAROC, 94,3% pour LAFARGE CEMENTS et 33,8% pour CEMENTS DU MAROC), les cimentiers parviennent à autofinancer en grande partie leur programme d'investissement. LAFARGE CEMENTS dispose ainsi d'une capacité d'endettement quasi-intacte tandis que CEMENTS DU MAROC limite son *gearing* à près de 10% malgré l'engagement d'une enveloppe budgétaire de MAD 3,4 Md pour l'édification de l'usine d'Ait Baha. Pour sa part, HOLLAND CEMENTS MAROC affiche un taux d'endettement supérieur à la moyenne sectorielle, mais contenu à moins de 50%.



Source : BMCE Capital

Décembre 2010

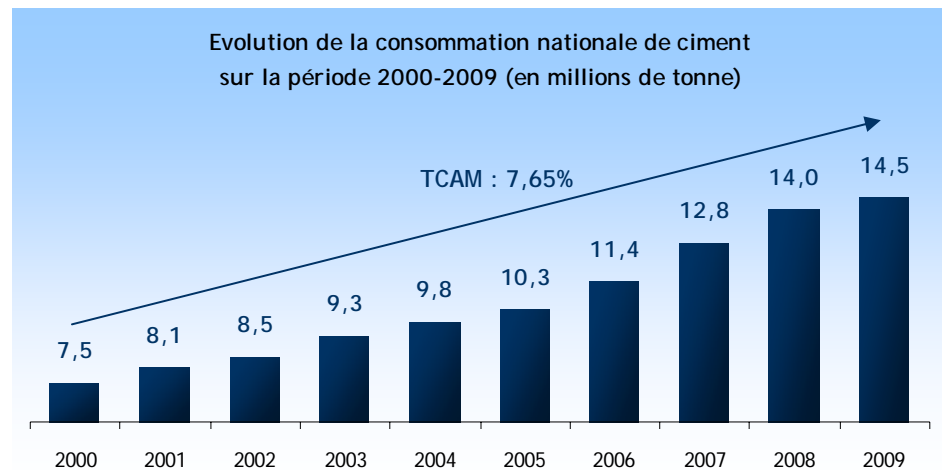
Matrice SWOT

Forces	Faiblesses
LAFARGE CEMENTS	
<ul style="list-style-type: none"> • Leader avec un positionnement stratégique (Centre et Nord) ; • Politique active de réduction des coûts énergétiques, notamment à travers l'utilisation de l'énergie éolienne ; • Un <i>gearing</i> quasi-nul, lui octroyant une large capacité d'endettement. 	<ul style="list-style-type: none"> • Installation sur des marchés pouvant être affectés en cas de fortes intempéries.
HOLCIM MAROC	
<ul style="list-style-type: none"> • Montée en puissance de l'unité de Settat, permettant de renforcer sa position sur le Grand Casablanca et Marrakech ; • Synergies de Groupe avec HOLCIM en matière d'approvisionnements (coke de pétrole) ; • Gestion des charges optimisée. 	<ul style="list-style-type: none"> • Absence de sites ventés à proximité des installations d'HOLCIM, limitant la possibilité de mettre en place des éoliennes.
CIMENTS DU MAROC	
<ul style="list-style-type: none"> • Participation de 11,7% dans SUEZ CEMENT ; • Nouvelle cimenterie d'Ait Baha de 2,2 millions de tonnes ; • Participation dormante de près de 35% de la maison mère dans ASMENT DE TEMARA ; • Mise à niveau de son usine de Marrakech. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eloignement des autres marchés du Centre et du Nord, fortement consommateurs de ciment.
Opportunités sectorielles	Menaces sectorielles
<ul style="list-style-type: none"> • Déficit important en logements et introduction de nouvelles mesures incitatives au profit du logement social, augurant d'une forte demande en ciment pour les dix prochaines années ; • Evolution des techniques de construction orientant le marché davantage vers le BPE et le vrac. 	<ul style="list-style-type: none"> • Coûts énergétiques élevés ; • Eventuelles importations en provenance de l'Espagne après la chute de la consommation dans ces pays ; • Nouvelles capacités en cours d'installation par le Groupe SEFRIQUI et éventuelle arrivée d'YNNA ASMENT à partir de 2014.

Décembre 2010

Bonne résilience du secteur cimentier au Maroc

La consommation nationale de ciment poursuit son *trend* haussier depuis 2000, en dépit du ralentissement des chantiers de BTP à partir de 2008, pour afficher un taux de croissance annuel moyen -TCAM- de 7,65% sur la période 2000-2009, s'établissant à 14 518 883 tonnes *in fine*.



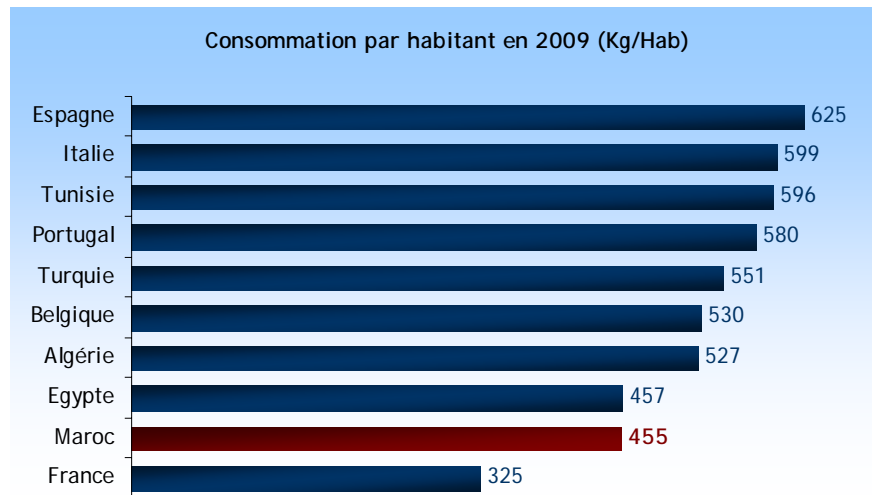
Source : Association Professionnelle des Cimentiers -APC-

Concomitamment à l'évolution du secteur immobilier, la consommation du ciment affiche une progression à deux chiffres en 2006 (+10,4%) et en 2007 (+12,6%), avant d'amorcer un tassement au second semestre 2008 en raison (i) de la diminution des ventes principalement dans le segment haut de gamme et (ii) de la baisse de production des logements économiques suite à la suppression des avantages fiscaux en 2008.

À l'issue des dix premiers mois de l'année 2010, les ventes nationales de ciments s'établissent à 12,5 millions de tonnes, en quasi-stagnation comparativement à la même période en 2009, dans l'attente de l'activation des incitations fiscales introduites par la Loi de Finances 2010 au profit du logement économique.

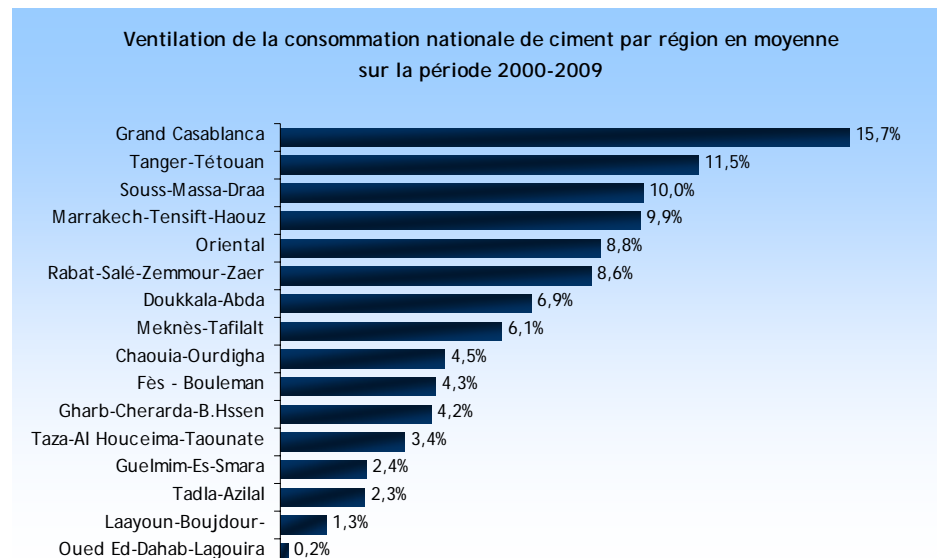
Par habitant, la consommation se monte à 455 kg en 2009, en croissance annuelle moyenne de 9,7% depuis 2005. Elle demeure, cependant, inférieure à celle d'autres pays notamment l'Espagne, l'Egypte, l'Algérie et la Tunisie avec 625 kg/hab, 457 kg/hab, 527 kg/hab et 596 kg/hab respectivement.

Décembre 2010



Source : CEMBUREAU et BMCE CAPITAL

Le Maroc semble toujours disposer d'un potentiel de croissance important, au vu des chantiers d'infrastructures engagés (Tramway, autoroutes, ports TangerMed II et Nador West Med , etc.) et du déficit national cumulé en logements, contrairement à d'autres pays tel que l'Espagne où le secteur cimentier est en plein déclin à cause de la récession économique internationale.



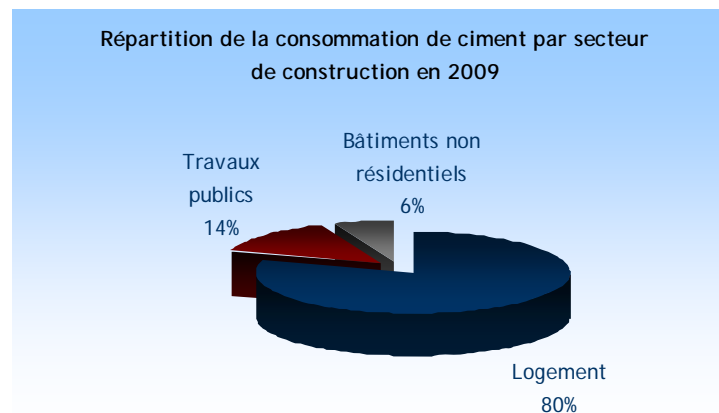
Source : Association Professionnelle des Cimentiers -APC-

Par région, le Grand Casablanca se positionne en tête de peloton, détenant en moyenne sur la période 2000-2009 une part de marché de 15,7%. Il est suivi par Tanger-Tétouan, Souss-Massa-Draa et Marrakech-Tensift-Haouz avec des parts respectives de 11,5%, de 10% et de 9,9%.

Décembre 2010

Au terme du premier semestre 2010, les plus importants consommateurs demeurent le Grand Casablanca, Tanger-Tétouan, Marrakech-Tensift-Haouz et Souss-Massa-Draa avec des *market share* respectives de 14,9%, de 11,5%, de 11,4% et de 10,2%.

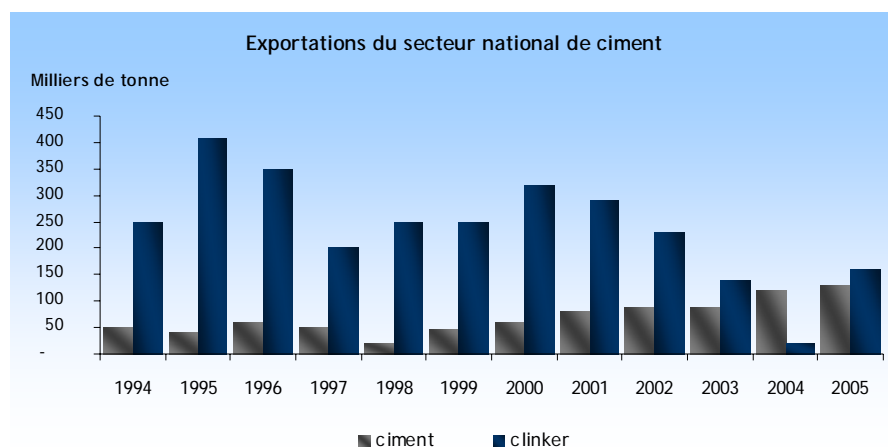
L'étude des débouchés laisse apparaître une prédominance du segment du logement qui accapare 80% des écoulements du ciment. Les Travaux Publics et les Bâtiments non résidentiels n'en consomment que 14% et 6% respectivement.



Source : Association Professionnelle des Cimentiers -APC-

Sur la période 1994 à 2005, une partie de la production du secteur a été également destinée au marché de l'export principalement vers la Mauritanie. Celle-ci demeure, toutefois, dérisoire. En effet, les expéditions du clinker oscillent entre 250 000 tonnes en 1994 et près de 160 000 tonnes en 2005, avec un pic de 410 000 tonnes en 1995.

Moins importantes, les exportations de ciment s'établissent à 130 000 tonnes en 2005 contre 50 000 tonnes en 1994.

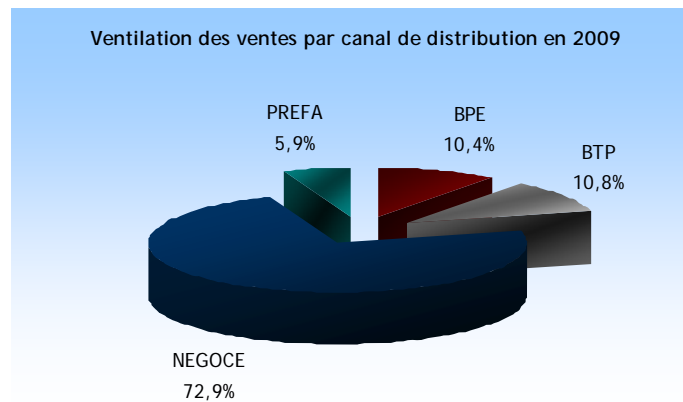


Source : Association Professionnelle des Cimentiers -APC-

Décembre 2010

De même, la fermeture des frontières avec l'Algérie prive les opérateurs locaux, particulièrement HOLCIM, de l'opportunité d'exporter vers ce pays qui connaît également une forte dynamique du secteur BTP.

Au niveau national, 72,9% de la production est distribuée à travers un canal indirect, donnant lieu à l'intervention de plusieurs intermédiaires. Cette situation engendre assez souvent des tensions sur les prix, voire même des bulles de spéculation en période de forte consommation.



Source : Association Professionnelle des Cimentiers -APC-

Cette situation n'empêche pas la volonté des opérateurs de poursuivre leur stratégie de professionnalisation du marché à travers notamment le développement progressif des canaux de distribution directs (BTP 10,8%) et le déploiement des centrales à béton prêt à l'emploi dont le taux de pénétration atteint 10,4% actuellement (contre 6% en 2006).

Décembre 2010

Vers une diversification géographique

Le tassement de la demande en ciment constaté depuis 2008 n'entrave aucunement la réalisation des investissements dorés et déjà engagés³, notamment :

- ♦ Le doublement de la capacité de production de l'usine de Fès d'HOLCIM pour la porter à 1,2 millions de tonnes pour une mise de M MAD 1 450 à horizon 2012 ;
- ♦ Et, la mise en place d'une nouvelle cimenterie à Ait Baha par CEMENTS DU MAROC d'une capacité de 2,2 millions de tonnes pour un investissement de MAD 3,4 Md ; le premier broyeur a été mis en service en novembre dernier tandis que le four et le second broyeur ont démarré en juillet 2010.

En parallèle, et après avoir annoncé à la fin de l'année 2009 le gel de leur programme d'investissements de développement (tout en maintenant les investissements de maintenance et d'amélioration de la performance), l'ensemble des cimentiers ont annoncé en mars 2010, à l'occasion de la publication des résultats annuels, leur intention de reprendre leur stratégie de développement qui devrait se concrétiser à horizon 2014. En effet, CEMENTS DU MAROC entend construire une nouvelle usine au Nord de Marrakech et étendre ainsi son dispositif industriel aux régions Centre et Nord du Pays. LAFARGE CEMENTS prévoit, quant à elle, l'édification d'une nouvelle cimenterie dans la région du Souss. Les deux opérateurs semblent être respectivement en phase finale de prospection des gisements.

En parallèle, un nouvel entrant est en cours d'installation sur le marché national de ciment, en l'occurrence CEMENTS DE L'ATLAS, société détenue à 100% par M. Anas SEFRIOUI (actionnaire majoritaire du Groupe immobilier ADDOHA).

Dans ce sillage, la société a déjà mis en service une cimenterie à Ben Ahmed en avril dernier d'une capacité de 1,6 millions de tonnes pour une mise de MAD 2,5 Md. De même, elle compte implanter courant 2011 une seconde unité à Beni Mellal pour une enveloppe et une capacité identiques à la première cimenterie.

CEMENTS DE L'ATLAS serait également en négociation avec la filiale marocaine d'ITALCEMENTI pour un éventuel croisement capitalistique⁴.

3- A noter toutefois que ces projets accusent un retard comparativement aux deadlines préalablement fixés.

4- Des rumeurs de marché font état également d'un rapprochement éventuel avec le Groupe LAFARGE.

Décembre 2010

Enfin, YNNA HOLDING vient de conclure un partenariat stratégique avec le saoudien RAJHI GROUP pour la réalisation d'une cimenterie d'une capacité de production de 2 millions de tonnes pour un investissement de MAD 3,3 Md devant voir le jour à partir de 2014 à Berrechid (entre Casablanca et Settat).

De ce fait, avec l'arrivée d'opérateurs indépendants resserrant les tensions concurrentielles, les filiales des Groupes internationaux cherchent à se prémunir à travers notamment une diversification géographique. Ainsi, après s'être confinés durant plusieurs années dans des zones géographiques de prédilection historique, les cimentiers de la place comptent donner naissance à un nouveau maillage territorial.

Cette nouvelle stratégie pourrait être couteuse en investissements et éventuellement en niveaux de marge en raison notamment de l'augmentation des frais d'amortissement des installations combinée à un taux d'utilisation plutôt faible les premières années d'activité dans un contexte davantage favorable à une baisse des prix sur le marché.

Décembre 2010

Maillage territorial jusqu'à fin 2009



Maillage territorial prévisionnel



- LAFARGE CIMENTS
- HOLCIM MAROC
- CIMENTS DU MAROC
- ASMENT TEMARA
- CIMENTS DE L'ATLAS
- YNNA ASMENT

Décembre 2010

Une surcapacité de production momentanée ?

Après avoir montré des signes de résilience en début d'année, le secteur cimentier devrait clôturer l'année 2010, au meilleur des cas, sur une quasi-stagnation de ses ventes avant d'enregistrer une reprise à compter de 2011.

En effet, les nouvelles incitations fiscales⁵ au profit du logement économique, introduites dans le cadre de la Loi de Finances 2010 pour une durée de dix ans, ont donné naissance à de nouvelles conventions entre les promoteurs et l'Etat. De ce fait, le lancement de nouveaux chantiers devrait insuffler un nouvel élan au secteur immobilier, mais dont l'effet ne devrait se produire qu'à partir du second semestre 2011.

Pour rappel, ces projets devraient également bénéficier d'une exonération sur la taxe spéciale de MAD 100 par tonne vendue imposée aux cimentiers et destinée à alimenter le Fonds de Solidarité Habitat pour l'éradication de l'habitat insalubre.

En outre, les investissements en infrastructures semblent maintenus comme en atteste le budget d'investissements de MAD 166,3 Md, fixé par le projet de la Loi de Finances 2011, en accroissement de MAD 4 Md par rapport à l'enveloppe programmée pour l'année 2010. C'est un nouveau signal positif des autorités publiques indiquant un maintien des efforts de déploiement des infrastructures devant profiter en partie aux cimentiers.

Tenant compte de ce qui précède et sur la base d'un taux de croissance annuel moyen de 4% de la consommation de ciment sur la période 2009-2016, deux scénarii d'évolution du secteur cimentier marocain ont été retenus par BMCE Capital :

Scénario 1 : Surcapacité momentanée jusqu'en 2015

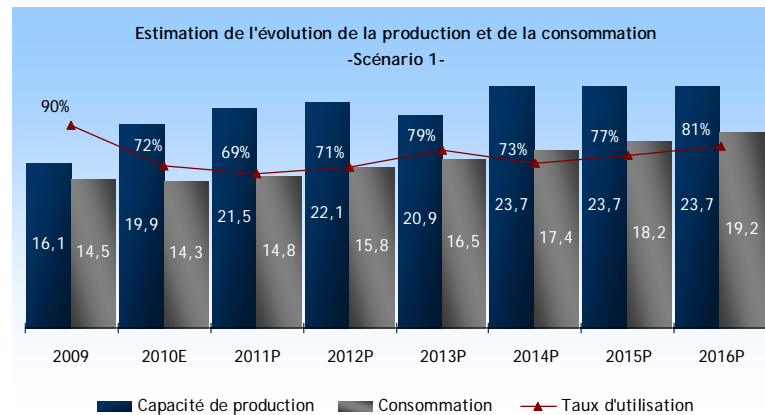
En se basant sur des prévisions plutôt conservatrices n'intégrant pas le projet d'YNNA ASMENT, le marché du ciment pourrait assister à un surplus de production à partir de 2010 : La capacité de production à fin 2010 devrait se monter à 19,9 millions de tonnes tandis que la consommation estimée devrait se cantonner à 14,3 millions de tonnes, situant le taux d'utilisation moyen des machines à 72%.

Cette situation pourrait être à notre avis momentanée. En considérant un taux d'utilisation optimal oscillant entre 80% et 90% (limite acceptable pour préserver l'outil industriel d'éventuelles pannes techniques), le marché deviendrait en

5- notamment : (i) l'exonération de la TVA (plafonnée à MAD 40 000) au profit de l'acheteur et (ii) l'exonération totale des frais et taxes et de l'IS au profit des promoteurs immobiliers.

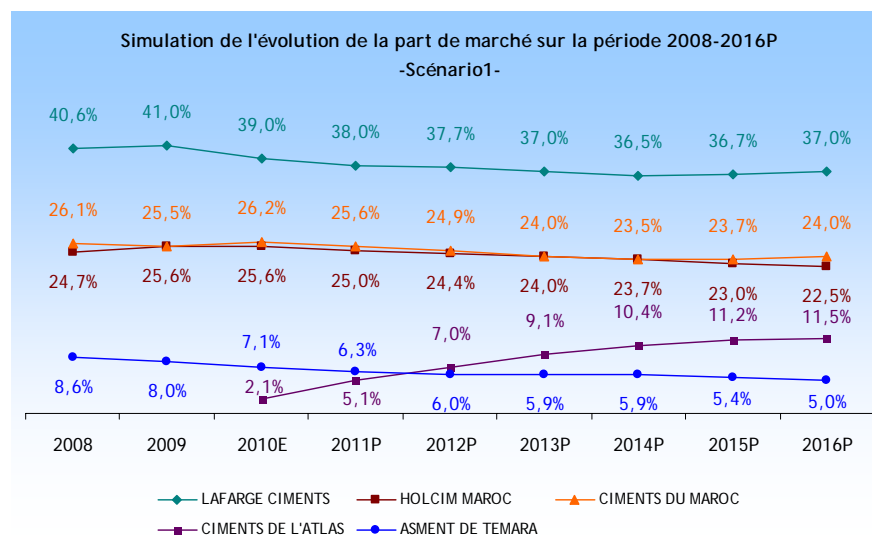
Décembre 2010

En effet, le taux d'utilisation moyen estimé *in fine* s'élèverait d'après nos estimations, à 81% pour une capacité de production de 23,7 millions de tonnes et une consommation prévisionnelle de 19,2 millions de tonnes.



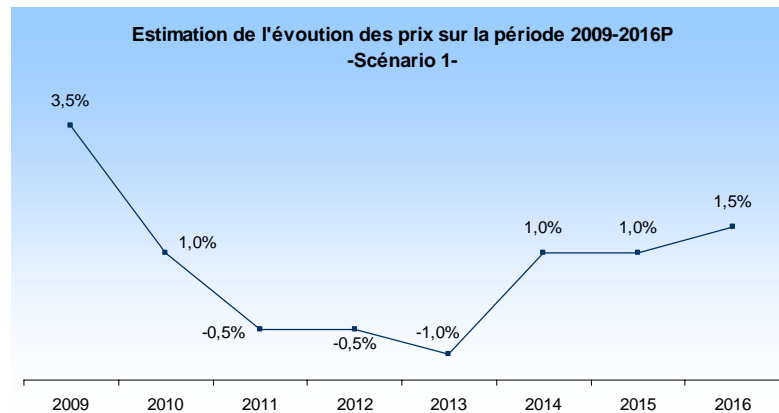
Source : Estimations BMCE Capital

La configuration future du marché national du ciment laisserait apparaître à horizon 2016 une érosion des parts de marché des opérateurs historiques en faveur des nouveaux arrivants accompagnés d'une baisse limitée des prix entre 2011 et 2013 avant un redressement à partir de 2014.



Source : Estimations BMCE Capital

Décembre 2010

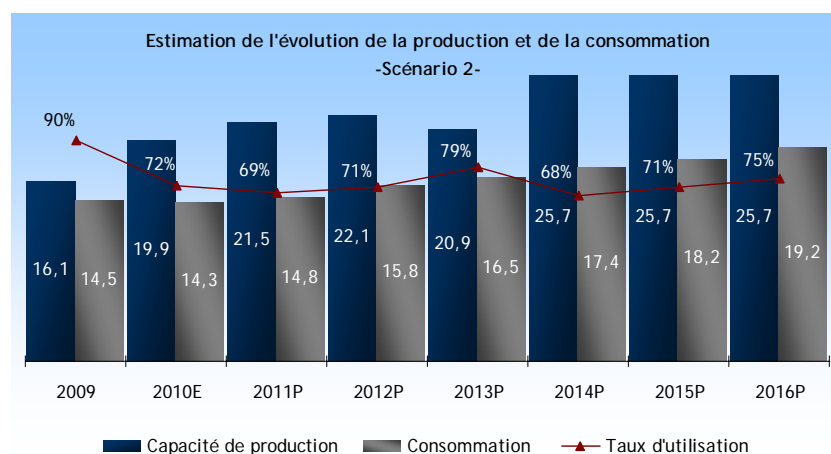


Source : Estimations BMCE Capital

Dans ce cas de figure, si les cimentiers n'anticipent pas correctement cette tendance favorable du marché qui semble se dessiner à moyen terme, la sous-capacité pourrait induire un recours aux importations et ouvrir le marché marocain aux raiders dont il a été jusqu'à présent prémuni.

Scénario 2 : Surdimensionnement des capacités de production

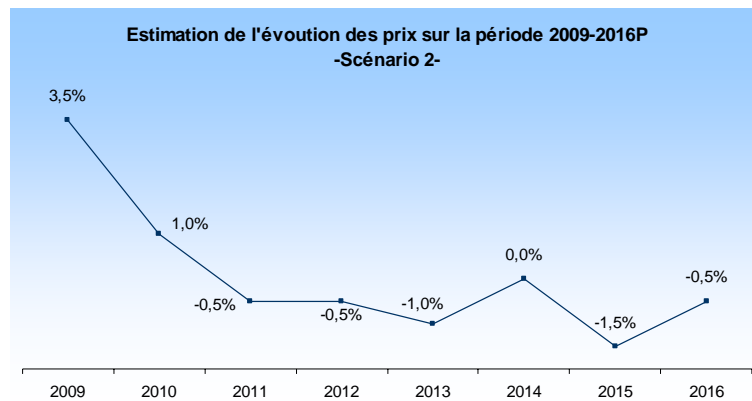
La concrétisation du projet d'YNNA ASMENT à partir de 2014 pourrait induire un changement radical de la configuration du secteur cimentier national sur la base des mêmes hypothèses d'évolution de la demande.



Source : Estimations BMCE Capital

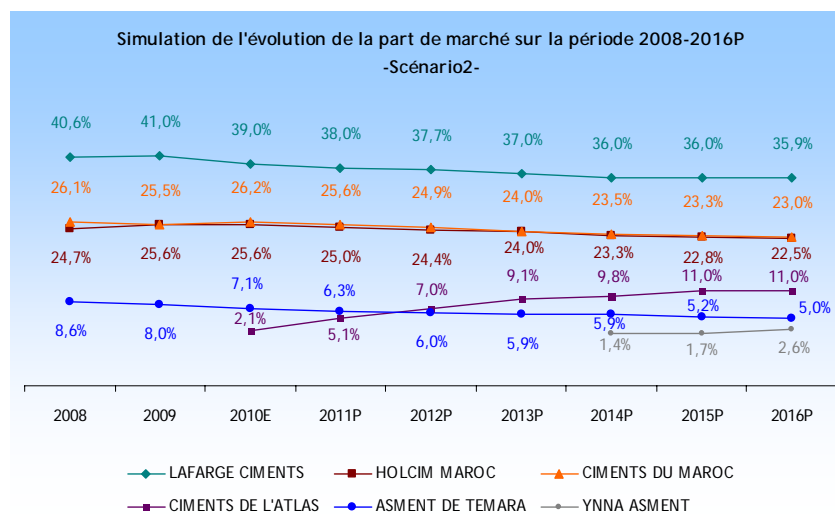
En effet, le taux d'utilisation se repositionnerait sous le seuil des 70% et resterait jusqu'en 2016 bien inférieur au niveau des 80%, impliquant un surplus de capacité de production ainsi qu'une éventuelle accélération de l'érosion tarifaire.

Décembre 2010



Source : Estimations BMCE Capital

Les parts de marché des filiales marocaines des Groupes internationaux s'en trouveraient davantage affectées entre 2009 et 2016^P, abandonnant à terme 5,1 points pour LAFARGE CIMENTS, 3,1 points pour HOLCIM MAROC, 3 points pour ASMENT DE TEMARA et 2,5 points pour CIMENTS DU MAROC. Pour sa part, CIMENTS DE L'ATLAS devrait voir sa *market share* se renforcer dans une proportion moindre pour ne pas dépasser les 11,0%.



Source : Estimations BMCE Capital

Décembre 2010

A la recherche du contrôle des canaux de distribution

Les opérateurs de la place s'orientent de plus en plus vers une intégration en aval, à travers des investissements massifs dans le segment de BPE. Cette démarche qui vise la sécurisation et la modernisation de ce canal de distribution devrait, à terme, entraîner une meilleure professionnalisation du marché du ciment. De ce fait, les cimentiers s'inscrivent dans une logique d'amélioration continue de la filière, notamment dans le cadre de la codification projetée du secteur de la construction (un projet de Code a été initié au Maroc depuis l'effondrement d'un immeuble en construction à Kénitra survenu en Janvier 2008).

Dans cette lignée, HOLCIM a lancé le premier réseau de distribution de matériaux de construction au Maroc sous l'enseigne « BATIPRO Distribution ». Créée en 2009, la chaîne de distribution compte 166 points de vente au terme du premier semestre 2010. Outre le ciment gris et le ciment blanc, ces points de vente commercialisent du rond à béton, clous et fils, plâtre, brique en terre cuite et granulats.

Cette mutation progressive, couplée au développement du circuit de distribution directe « BTP », devrait permettre l'éradication des bulles spéculatives créées occasionnellement par les intermédiaires sur les canaux indirects de commercialisation.

En revanche, la surcapacité de production attendue les mois prochains conjuguée à l'exacerbation de la concurrence, notamment avec la mise en marche de la seconde unité de production du nouvel opérateur CEMENTS DE L'ATLAS, pourrait conduire à une détente des prix de vente. Les cimentiers seraient, ainsi, contraints de réduire le poids de leurs charges afin de préserver leur niveau de marge.

Dans ce sens, LAFARGE CEMENTS devrait continuer à capitaliser sur son arme de bataille, en l'occurrence l'énergie éolienne. La société dispose déjà d'un parc éolien de 32 MW, couvrant 20% de sa consommation électrique totale.

Soucieux également de maîtriser le poste le plus coûteux dans sa structure des charges, CEMENTS DU MAROC a intégré dans son nouveau dispositif industriel d'Ait Baha une unité de récupération des gaz chauds permettant d'autoproduire 1,5 MW d'électricité, devant dégager des économies comparativement à l'ancienne usine d'Agadir, notamment : -24% pour la consommation de combustibles, -20% pour la consommation d'électricité, -20% pour les coûts variables, -10% pour les coûts fixes et -15% pour les émissions de CO₂. La filiale marocaine d'ITALCEMENTI compte également diversifier ses sources d'énergie à travers le déploiement d'un parc éolien à Laâyoune.

Décembre 2010

De son côté, HOLCIM MAROC axe ses efforts de maîtrise des coûts sur une optimisation des approvisionnements et sur la restructuration de la masse salariale.

A plus long terme, les cimentiers comptent maintenir leurs actions de maîtrise des charges à travers l'intensification du recours aux sources d'énergie de substitution, principalement l'utilisation des déchets.

Les sociétés ont d'ores et déjà introduit ce substitut parmi les intrants, notamment les pneus déchiquetés, mais sa part demeure jusqu'à présent plutôt faible en raison des difficultés rencontrées au niveau de la collecte et de la prépondérance du secteur informel.

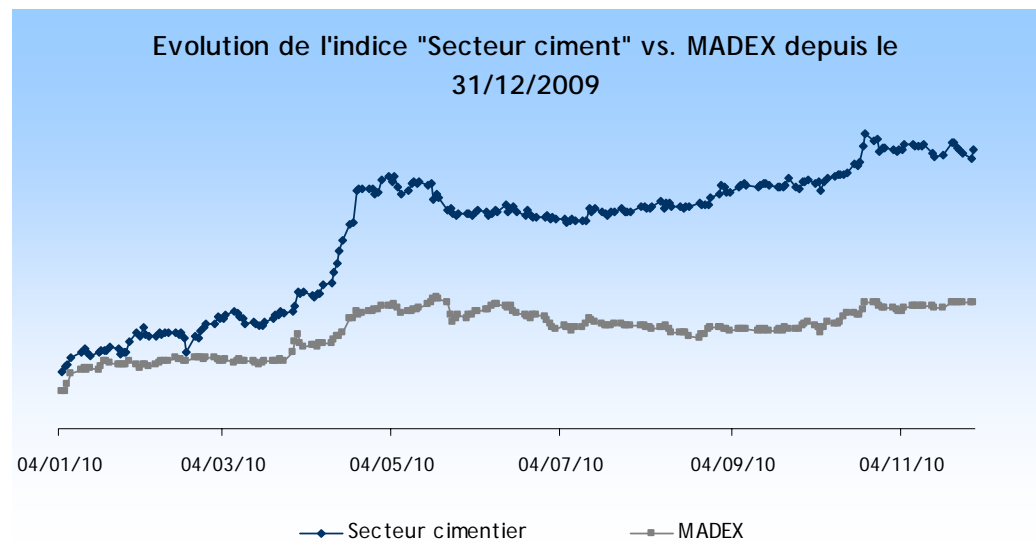
Si HOLCIM a déjà mis en place une filiale dédiée à la récolte et au traitement des déchets industriels et domestiques, l'ensemble des projets des autres cimentiers demeurent, en revanche, toujours en phase embryonnaire dans l'attente de la structuration de ce marché.

Enfin, les cimentiers pourraient également se tourner vers le gaz naturel⁶ si cette énergie s'avère moins coûteuse à l'avenir eu égard aux faibles charges d'entretien relativement à l'utilisation du coke de pétrole, du fuel ou du charbon.

6- Un consortium composé de la SNI et d'AKWA GROUP prévoit l'installation de terminaux gaziers à Jorf Lasfar, dans le cadre de la politique nationale de diversification des sources énergétiques et de la réduction de la dépendance du Royaume au gazoduc Maghreb-Europe.

Décembre 2010

Un parcours boursier fort probant



Depuis le début de l'année, l'indice du secteur cimentier s'inscrit dans un canal haussier, affichant en date du 30 novembre 2010 une performance cumulée de +54,7%. Durant cette période, le baromètre sectoriel surperforme de 36,8 points le MADEX (+18,0% à 9 984,6 points).

	Perf. boursière 2010	BPA		PE		P/B		D/Y	
		2010E	2011P	2010E	2011P	2010E	2011P	2010E	2011P
CIMENTS DU MAROC	33,9%	67,3	68,3	18,1x	17,8x	3,3x	2,9x	1,9%	2,0%
HOLCIM MAROC	56,2%	174,2	176,5	15,7x	15,5x	5,2x	4,9x	5,3%	5,5%
LAFARGE CIMENTS	63,9%	98,9	99,7	22,0x	21,9x	6,1x	5,6x	3,0%	3,1%
Secteur	54,7%	103,5	104,6	19,9x	19,7x	5,2x	4,8x	3,1%	3,2%

Décembre 2010

Conclusion

Les cimentiers marocains cotés à la Bourse de Casablanca affichent un profil fort et résistant. En effet, adossés à des Groupes internationaux leader, ces opérateurs parviennent à capitaliser sur l'expertise avérée de leur maison mère en terme de performance industrielle et de maîtrise des charges opérationnelles.

L'exercice de cette note a permis de mettre en évidence le potentiel de développement conséquent qui s'offre à ce secteur sans omettre d'exposer les risques auxquels ils s'exposent.

En effet, les opérateurs actuels devraient faire face dans les années à venir à une exacerbation des tensions concurrentielles suite à l'arrivée confirmée de CEMENTS DE L'ATLAS et à celle éventuelle d'YNNA ASMENT pouvant se traduire par une érosion des prix et, *de facto*, une contraction des niveaux de marge.

Retenant le scénario le moins pessimiste pour le secteur (Scénario 1, cf. page 26) et compte tenu des fortes évolutions enregistrées par les cours des actions depuis le début de l'année (+63,91% pour LAFARGE CEMENTS, +56,18% pour HOLCIM MAROC et +33,92% pour CEMENTS DU MAROC au 30 novembre 2010), nous recommandons de d'accumuler les titres CEMENTS DU MAROC et HOLCIM MAROC et de conserver LAFARGE CEMENTS dans les portefeuilles (cf. fiches en annexe).

Décembre 2010

Fiches valeurs

Décembre 2010

LAFARGE CIMENTS

Conserver

Objectif de cours : MAD 2 117

Cours au 30 11 10 : MAD 2 180

en M MAD	S1-09	S1-10	2010 ^E	2011 ^P
CA consolidé	2 818,4	2 789,1	5 305,2	5 226,0
Var %	-	-1,0%	-2,5%	-1,5%
REX consolidé	1 384,6	1 339,4	2 535,9	2 555,5
Var %	-	-3,3%	-7,2%	0,8%
MOP	49,1%	48,0%	47,8%	48,9%
RNPG	977,6	950,5	1 727,9	1 741,6
Var %	-	-2,8%	-6,9%	0,8%
Marge nette	34,7%	34,1%	32,6%	33,3%
RoE			27,6%	25,4%
ROCE			27,0%	24,8%
P/E			22,0x	21,9x
P/B			6,1x	5,6x
D/Y			3,0%	3,1%

Cours et moyenne mobile



Résultats & commentaires

LAFARGE CIMENTS accuse, à l'issue du premier semestre 2010, une baisse de 4,4% de ses écoulements au moment où le marché enregistre une hausse de 1,1% de la consommation de ciment, entraînant ainsi une contraction de ses parts de marché (estimée à 38,7% contre 41% en S1 2009). Cette situation est imputable à une forte disparité de la demande par région au détriment des principaux marchés de la société, particulièrement celui du Nord, couplée à l'arrivée de nouvelles capacités induisant un excédent au niveau de la région de Casablanca.

Capitalisant principalement sur un mix produit favorable et accessoirement sur les autres segments d'activité (béton et granulats), le chiffre d'affaires consolidé cantonne sa baisse à 1,0% à M MAD 2 789,1.

Dans ce sillage, le résultat d'exploitation se replie de 3,3% à M MAD 1 339,4, ramenant la marge d'EBIT à 48%, en recul de 1,1 points par rapport au 30 juin 2009. Cette situation est due essentiellement au renchérissement du coût des combustibles combiné à l'alourdissement des amortissements et provisions d'exploitation (+28,9% à M MAD 202,7).

Le résultat net part du Groupe se contracte, quant à lui, de 2,8% à M MAD 950,5. La marge nette se réduit, ainsi, de 0,6 point à 34,1%.

En social, le chiffre d'affaires enregistre une légère hausse de 0,5% à M MAD 2 352,7. De son côté, le résultat d'exploitation diminue de 4,6% à M MAD 1 057,0.

Compte tenu de la progression de 48,9% des dividendes perçus à M MAD 280,9, le résultat financier affiche une hausse de 37% à M MAD 281,3.

En revanche, après constatation d'une dotation aux provisions pour amortissements dérogatoires de M MAD 100, le résultat non courant creuse son déficit à M MAD - 103,8 contre M MAD - 0,2 en S1 2009.

Enfin, le résultat net recule de 2,8% à M MAD 946,5 par rapport au S1-2009.

Décembre 2010

LAFARGE CEMENTS

Côté structure bilancielle, le fonds de roulement ressort négatif à M MAD - 103,6 (vs. M MAD 27,5 en 2009) suite à la baisse du bénéfice de la société. *A contrario*, le BFR se renforce à 17% du CA pour s'établir à M MAD 475 (au lieu de 2,1% du CA à M MAD 59,1 en 2009). Il en découle une trésorerie nette déficitaire de M MAD - 578,6 (vs. M MAD - 31,6 en 2009).

Perspectives & recommandation

Le secteur cimentier devrait profiter à compter de 2011 de la relance du segment de logements économiques grâce aux nouvelles incitations fiscales introduites par la Loi de Finances 2010, limitant ainsi l'éventuel ralentissement des chantiers d'infrastructures.

Dans cette lignée, LAFARGE CEMENTS prévoit la construction d'une nouvelle cimenterie dans la région du Souss à horizon 2013. Cette diversification géographique devrait permettre au Groupe d'atténuer l'impact de l'arrivée de nouveaux opérateurs dans la région de l'Ouest sur son activité.

Parallèlement, LAFARGE CEMENTS devrait démarrer la production de sa nouvelle unité de fabrication de chaux à Ben Ahmed, fruit d'un partenariat avec CALCINOR, d'ici fin 2010. Cette usine devrait être dotée d'une capacité de production annuelle de plus de 80 000 tonnes.

A plus court terme, compte tenu d'un marché national en légère diminution de 0,2% à fin août 2010 et du ralentissement de l'activité du secteur BTP, le Top Management de LAFARGE CIMENT escompte une demande annuelle de ciment au titre de 2010 en quasi-stagnation par rapport à l'exercice précédent (soit près de 14,5 millions de tonnes).

A noter que la société a fait l'objet d'un contrôle fiscal, au cours de l'année 2009 et le premier semestre 2010, au titre de l'IS, l'IR et la TVA pour les exercices allant de 2005 à 2008 inclus. La société a reçu les notifications de redressement pour l'ensemble des exercices contrôlés et a rejeté la totalité des redressements relevés. Une provision a été constituée à cet effet, mais le montant n'a pas été communiqué.

Décembre 2010

LAFARGE CIMENTS

Compte tenu de ce qui précède, nous revoyons à la baisse nos prévisions pour la filiale marocaine du Groupe LAFARGE, tablons sur la réalisation d'un chiffre d'affaires en repli de 2,5% en 2010 et de 1,5% en 2011 pour s'établir à M MAD 5 305,2 et à M MAD 5 226,0 respectivement.

De son côté, le RNPG devrait se fixer à M MAD 1 727,9 en 2010 (-6,9%) et à M MAD 1 741,6 en 2011 (+0,8%).

En conséquence et sur la base des hypothèses suivantes :

- ♦ *Un TCAM du chiffre d'affaires de 4% sur la période 2010-2019 ;*
- ♦ *Une marge d'EBITDA moyenne de 56,0% sur la période 2010-2019, stabilisée à 55,2% en année terminale ;*
- ♦ *Un taux d'actualisation de 8,0%, tenant compte de ce qui suit :*
 - *Un taux sans risque 10 ans : 4,17% ;*
 - *Une prime de risque marché Actions : 6,5% ;*
 - *Un gearing cible : 35% ;*
 - *Et, un taux de croissance à l'infini de 2%.*

Nous aboutissons à une valorisation de MAD 2 117, et recommandons de conserver ce titre dans les portefeuilles.

Décembre 2010

HOLCIM MAROC

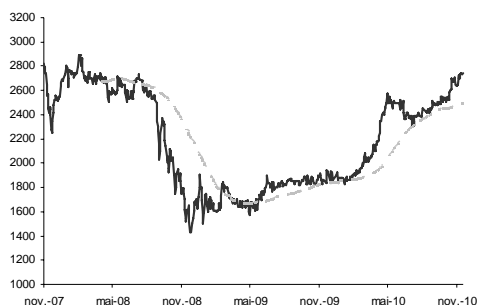
Accumuler

Objectif de cours : MAD 2 970

Cours au 30 11 10 : MAD 2 730

en M MAD	S1-09	S1-10	2010 ^E	2011 ^P
CA consolidé	1 874,2	1 976,8	3 653,9	3 722,4
Var %		5,5%	3,1%	1,9%
REX consolidé	629,0	763,5	1 269,7	1 274,9
Var %		21,4%	4,5%	0,4%
MOP	33,6%	38,6%	34,8%	34,2%
RNPG	369,0	427,7	733,6	742,9
Var %		15,9%	9,7%	1,3%
Marge nette	19,7%	21,6%	20,1%	20,0%
RoE			33,1%	31,7%
ROCE			24,9%	24,7%
P/E			15,7x	15,5x
P/B			5,2x	4,9x
D/Y			5,3%	5,5%

Cours et moyenne mobile



Résultats & commentaires

Dans un contexte de hausse de 1,11% de la consommation nationale de ciment, HOLCIM MAROC parvient à enregistrer, à fin juin 2010, une augmentation de 2,1% de ses ventes à 1 948 KT. De même, les écoulements de granulats se bonifient de 49,2% à 685 000 tonnes. En revanche, les ventes de BPE se replient de 15,1% à 248 000 m³ suite à l'arrivée de plusieurs concurrents sur le marché de Fès combinée à la volonté de la société de réduire son exposition au risque client.

Dans ce sillage et tenant compte d'un effet prix quasiment nul sur les granulats et le BPE et limité à +0,7% sur le segment ciment, le chiffre d'affaires consolidé ressort en accroissement de 5,5% à M MAD 1 976,8.

Le résultat d'exploitation s'apprécie de 21,4% à M MAD 763,5, capitalisant essentiellement sur la baisse de 23% du coût d'approvisionnement du coke de pétrole et sur la diminution de 3,2% de la consommation électrique (permettant d'atténuer partiellement l'impact plein de la hausse des tarifs de haute tension intervenue en mars 2009). La marge opérationnelle se renforce, *de facto*, de 5 points à 38,6%.

Pour sa part et suite à la réduction des charges d'intérêts, le résultat financier allège son déficit qui passe de M MAD - 45,0 à M MAD - 29,2 au 30 juin 2010.

Enfin, intégrant un résultat non courant de M MAD - 11,5 contre un excédent de M MAD 2,1 en juin 2009, le résultat net part du Groupe s'améliore de 15,9% à M MAD 427,7. La marge nette s'élargit, ainsi, de 1,9 points à 21,6%.

En social, les revenus se hissent de 1,3% à M MAD 1 232,3. Pour sa part, le résultat d'exploitation se bonifie de 20,3% à M MAD 546,9, attestant d'une bonne performance opérationnelle.

Enfin, le résultat net augmente de 21,8% à M MAD 350,8.

Perspectives & recommandation

HOLCIM MAROC devrait continuer à profiter du potentiel des régions Ouest et Sud Centre notamment après la

Décembre 2010

HOLCIM MAROC

consolidation de sa participation dans le capital d'HOLCIM AOZ (filiale portant l'usine de Settat) à hauteur de 60%.

Toutefois, le Top Management de la société prévoit un repli de 1% des ventes sectorielles pour l'année 2010 en raison d'un manque de liquidité combiné au ralentissement des projets de logements économiques et des chantiers d'infrastructures.

Dans ce contexte, le Groupe a arrêté depuis août l'activité du four de l'usine d'Oujda en raison de l'affaiblissement de la demande et s'apprête à marquer un arrêt de deux mois sur la clinkerie de Settat en vue d'écouler son stock de clinker actuellement important.

En revanche, HOLCIM devrait continuer à renforcer son réseau de franchises BATIPRO qui atteint 166 points de vente en S1 2010 contre 100 points de vente en 2009.

Pour notre part, nous prévoyons pour HOLCIM un chiffre d'affaires consolidé en progression de 3,1% en 2010 à M MAD 3 653,9 et de 1,9% en 2011 à M MAD 3 722,4.

Le RNPG devrait s'élever à M MAD 733,6 en 2010 et à M MAD 742,9 en 2011, en hausses respectives de 9,7% et de 1,3%.

Pour les besoins de notre valorisation, nous nous sommes basés sur les hypothèses suivantes :

- ♦ *Un TCAM du chiffre d'affaires de 2,4% sur la période 2010-2019 ;*
- ♦ *Une marge d'EBITDA moyenne de 44,4% sur la période 2010-2019, stabilisée à 43,6% en année terminale ;*
- ♦ *Un taux d'actualisation de 8,7%, tenant compte de ce qui suit :*
 - *Un taux sans risque 10 ans : 4,17% ;*
 - *Une prime de risque marché Actions : 6,5% ;*
 - *Un gearing cible : 35% ;*
 - *Et, un taux de croissance à l'infini de 2%.*

Valorisé à MAD 2 970, nous recommandons d'accumuler le titre HOLCIM dans les portefeuilles.

Décembre 2010

CIMENTS DU MAROC

Accumuler

Objectif de cours : MAD 1 316

Cours au 30 11 10 : MAD 1 218

en M MAD	S1-09	S1-10	2010 ^E	2011 ^P
CA consolidé	1 859,9	1 947,6	3 681,0	3 704,0
Var %		4,7%	2,0%	0,6%
REX consolidé	684,3	652,2	1 319,7	1 369,8
Var %		-4,7%	-0,1%	3,8%
MOP	36,8%	33,5%	35,9%	37,0%
RNPG	532,1	554,3	970,9	986,5
Var %		4,2%	0,7%	1,6%
Marge nette	28,6%	28,5%	26,4%	26,6%
RoE			18,2%	16,4%
ROCE			16,4%	16,9%
P/E			18,1x	17,8x
P/B			3,3x	2,9x
D/Y			1,9%	2,0%

Cours et moyenne mobile



Résultats & commentaires

Tirant profit de la capacité additionnelle générée par le démarrage du premier broyeur à ciment de la nouvelle usine d'Ait Baha, CIMENTS DU MAROC affiche, au terme du premier semestre 2010, des ventes en hausse de 5,8% comparativement au 30 juin 2009 contre 1,1% pour le marché national de ciment.

Dans ce sillage, le chiffre d'affaires consolidé s'accroît de 4,7% à M MAD 1 947,6.

Toutefois, plombée par le renchérissement des combustibles solides, l'EBE cantonne sa croissance à 0,3% à M MAD 758.

De son côté, le résultat d'exploitation se replie de 4,7% à M MAD 652,2 tenant compte de l'augmentation des dotations aux amortissements résultant de la mise en service partielle de l'usine d'Ait Baha. Il en découle un repli de 3,3 points de la marge d'EBIT à 33,5%.

Suite à l'accroissement de 69,1% du résultat financier à M MAD 88,6, le résultat net part du Groupe s'améliore de 4,2% à M MAD 554,3.

Côté structure bilancielle, CIMENTS DU MAROC stabilise son besoin en fonds de roulement à 9,1% du chiffre d'affaires. Toutefois son taux de couverture par le fonds de roulement est limité à 62,3%, générant une trésorerie nette déficitaire de M MAD - 66,8.

En social, et capitalisant vraisemblablement sur une hausse des prix de vente et sur un mix produit favorable, le chiffre d'affaires social s'établit à M MAD 1 567,7, en bonification de 8,6%.

En revanche, l'excédent brut d'exploitation limite sa progression à 3,2% pour se fixer à M MAD 691. La marge d'EBITDA s'en trouve réduite à 44,1% contre 46,5% à la même période une année auparavant.

Pour sa part, le résultat d'exploitation s'établit à M MAD 600,2, en retrait de 1,6% par rapport au S1 2009.

Décembre 2010

CIMENTS DU MAROC

En dépit de l'alourdissement des charges d'intérêts (un bond de 4,6x à M MAD 26,4) dû notamment au financement de l'usine d'Aït Baha, le résultat financier ressort toujours excédentaire à M MAD 134,7, du fait de l'augmentation des dividendes reçus de ses filiales et de ses participations (M MAD 158,1 contre M MAD 101,2 au 30 juin 2009).

Néanmoins, le résultat non courant enregistre un déficit de M MAD - 3 contre un excédent de M MAD 10,9 l'exercice précédent suite à la non récurrence de reprises non courantes d'un montant de M MAD 89,7 constatées en S1 2009.

Le résultat net se monte à M MAD 559,5, en amélioration de 9,5% comparativement au S1 2009, élargissant la marge nette de 0,3 point à 35,7%.

Perspectives & recommandation

La filiale marocaine d'ITALCEMENTI a finalisé la construction de sa nouvelle usine d'Aït Baha avec la mise en service du four au début du mois de juillet dernier.

De ce fait, grâce à cette nouvelle capacité de 2,2 millions de tonnes, qui a nécessité un investissement de MAD 3,4 Md, la capacité totale de la société se monte à 5,5 millions de tonnes.

CIMENTS DU MAROC se dote ainsi d'une taille critique lui permettant d'adopter une stratégie commerciale agressive afin de défendre ses parts de marché.

En parallèle, ce nouveau dispositif industriel qui dispose d'une unité de récupération des gaz chauds permettant d'autoproduire 1,5 MW d'électricité devrait dégager des économies comparativement à l'ancienne usine d'Agadir, notamment : -24% pour la consommation de combustibles ; -20% pour la consommation d'électricité, -20% pour les coûts variables, -10% pour les coûts fixes et -15% pour les émissions de CO2.

Décembre 2010

CIMENTS DU MAROC

CIMENTS DU MAROC pourrait, en revanche, envisager à terme de mettre fin à l'activité de l'ancienne usine d'Agadir. Située en plein centre touristique de la ville, ce site offre un potentiel de plus-values latentes importantes sur la cession de ces terrains.

Sur le plan stratégique, l'éventualité d'un croisement capitalistique entre *CIMENTS DU MAROC* et *CIMENTS DE L'ATLAS* pourrait permettre à la filiale marocaine d'*ITALCEMENTI* de renforcer encore davantage son positionnement sur le marché marocain notamment dans la zone Centre où elle était absente jusqu'à présent.

A défaut, le Groupe cimentier pourrait concrétiser son projet d'installation d'une nouvelle usine au Nord de Marrakech.

Concernant les prévisions financières, nous tablons sur un chiffre d'affaires consolidé de M MAD 3 681,0 (+2,0%) en 2010 et de M MAD 3 704,0 (+0,6%) en 2011 pour un RNPG respectif de M MAD 970,9 (+0,7%) et de M MAD 986,5 (+1,6%).

Aboutissant à un cours unitaire de MAD 1 316 sur la base des hypothèses suivantes ...

- ♦ Un TCAM du chiffre d'affaires de 3,6% sur la période 2010-2019 ;
- ♦ Une marge d'EBITDA moyenne de 41,8% sur la période 2010-2019, stabilisée à 40,9% en année terminale ;
- ♦ Un taux d'actualisation de 8,1%, tenant compte de ce qui suit :
 - Un taux sans risque 10 ans : 4,17% ;
 - Une prime de risque marché Actions : 6,5% ;
 - Un gearing cible : 35% ;
 - Et, un taux de croissance à l'infini de 2%.

... nous recommandons d'accumuler le titre dans les portefeuilles.

Décembre 2010

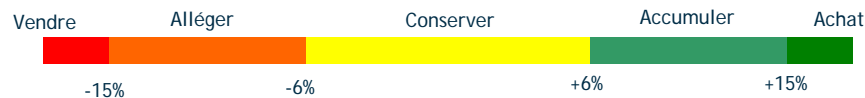
Systeme de recommandation :

La recommandation adoptée par la Direction Analyse & Recherche de BMCE Capital est déterminée en fonction du potentiel de hausse ou de baisse de la valeur en question à horizon 12 mois.

La Direction Analyse & Recherche retient sept recommandations : Achat, Accumuler, Conserver, Alléger, Vendre, Suspendu et Pas de recommandation. Dans des cas spécifiques et pour une courte période, l'analyste peut choisir de suspendre son opinion, auquel cas il utilise la mention Suspendu.

Définition des différentes recommandations :

- **Achat** : la valeur devrait générer un gain total de plus de 15% à horizon 12 mois ;
- **Accumuler** : la valeur devrait générer un gain total compris entre +6% et +15% à horizon 12 mois ;
- **Conserver** : la valeur devrait générer un gain total compris entre +6% et -6% à horizon 12 mois ;
- **Alléger** : la valeur devrait accuser une baisse totale comprise entre -6% et -15% à horizon 12 mois ;
- **Vendre** : la valeur devrait accuser une baisse totale de plus de -15% à horizon 12 mois ;
- **Suspendu** : la recommandation est suspendue en raison d'une opération capitalistique (OPA, OPE ou autre) ou suite à une incertitude concernant son avenir ;
- **Pas de recommandation** : spécifiquement pour les filiales du Groupe BMCE Bank et pour les émetteurs avec lesquels BMCE CAPITAL BOURSE est en deal.



Disclaimer :

La Direction Analyse & Recherche de BMCE Capital est désignée par BMCE Capital Bourse, société de bourse constituée sous forme de société anonyme au capital social de MAD 10 000 000, dont le siège social est sis 140, Avenue Hassan II, Tour BMCE, Casablanca, inscrite au Registre de Commerce de Casablanca sous le n° 77 971, autorisée par l'agrément du Ministère des Finances n° 3/26, en tant qu'entité en charge de la production de l'ensemble des publications boursières de BMCE Capital Bourse.

Le détachement du bureau Analyse & Recherche de la société de Bourse a été opéré courant l'exercice 2000, afin de garantir une plus grande indépendance éditoriale dans l'exercice des fonctions de production et d'éviter ainsi, de manière maximale, la survenance de risques de conflits d'intérêts.

La Direction Analyse & Recherche a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment stipulé une période de black-out, allant de la date de début de l'élaboration de la note de recherche jusqu'à 3 mois après sa publication, durant laquelle les analystes financiers s'interdisent de négocier des actions pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite. Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé par la Direction Analyse & Recherche et publié conformément aux procédures en vigueur. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une incitation à l'investissement en Bourse. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients de BMCE Capital, BMCE Capital Bourse et de Medicapital Bank et de la Direction Commerciale, Marketing, Communication de BMCE Capital. Ils ne répondent pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de les recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter des conseils financiers pour s'assurer de l'opportunité d'acheter les titres ou les stratégies d'investissement examinés ou recommandés dans le présent document, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut évoluer à la hausse comme à la baisse. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures.

Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, prix ou revenus des titres mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs étrangers qui détiennent des titres assument effectivement un risque devises.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf notre accord préalable. Si un particulier venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Président du Directoire

Youssef Benkirane

Sales

Mehdi Bouabid, Anass Mikou, Mamoun Kettani
Abdelilah Moutassedik

Trading Electronique

Badr Tahri - Directeur
Hamza Chami

Analyse & Recherche

Fadwa Housni - Directeur
Hicham Saâdani - Responsable Centre d'Intelligence Economique
Zahra Lazrak, Zineb Tazi, Aïda Mejatti Alami,
Ghita Benider, Hajar Tahri, Amine Bentahila,
Nasreddine Lazrak, Ismail El Kadiri



BMCE CAPITAL BOURSE
Société de Bourse S.A.

www.bmcecapitalbourse.com

