SECTEUR CIMENT
Recherche Action

Ciment & Covid-19: Des fissures se dessinent sur le court terme

Fatima-Zahra BENJDYA
Fatima-Zahra.Benjdya@cdgcapital.ma

Juin 2020

SOMMAIRE

PARTIE I – LE SECTEUR DU CIMENT À L'ÉPREUVE DE LA COVID-19

- Ralentissement de la croissance économique nationale
- Contraction de la demande de ciment sous l'effet de la Covid-19

PARTIE II – DES PERSPECTIVES PLUS SOMBRES, MOINS DE VISIBILITÉ

- Perspectives de demande faibles et une reprise globalement difficile
- Stabilité des prix du ciment dans un secteur oligopolistique
- Impact limité de la baisse de la demande en lien avec le repli du coût des intrants

PARTIE III – AU-DELÀ DU COURT TERME

- Une croissance structurelle attrayante
- Une augmentation des capacités de production à court et moyen terme
- Une guerre des prix : un scénario possible mais peu probable

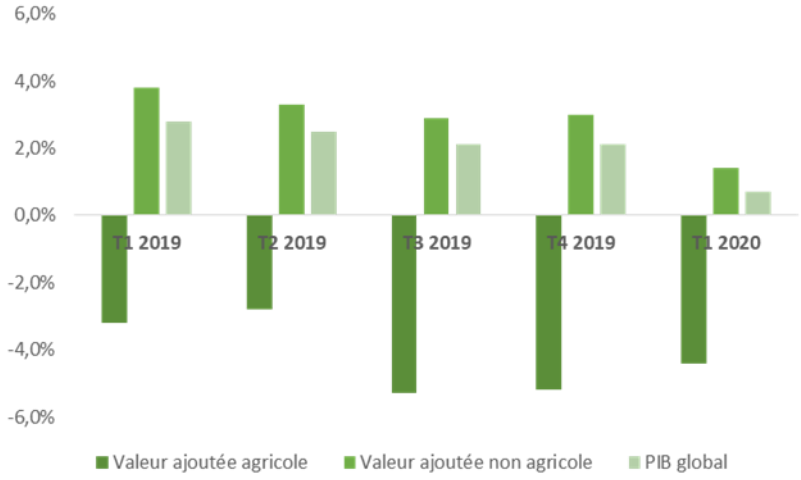
PARTIE I

LE SECTEUR CIMENT À L'ÉPREUVE DE LA COVID-19

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE NATIONALE

- Selon les estimations du HCP, la croissance économique n'aurait pas dépassé +0,7% au premier trimestre 2020, au lieu de +1,9% prévue initialement sans l'effet de la COVID-19.
- Ce ralentissement s'explique par un repli de la valeur ajoutée agricole à -4,4% au premier trimestre 2020, en raison des conditions climatiques défavorables qui impactent directement la production des céréales qui serait aujourd'hui à son plus bas niveau depuis 2007.
- Concernant les activités secondaires et tertiaires, elles auraient affiché une croissance de seulement 1,4% au premier trimestre 2020 - en variation annuelle - au lieu de 3% au dernier trimestre de 2019. Cette correction à la baisse de la croissance est liée aux mesures de confinement décidées par les pouvoirs publics, non seulement à l'échelle nationale mais également à l'internationale.
- Par ailleurs, le besoin en liquidités des banques s'est également dégradé au mois d'avril 2020 à cause de la crise sanitaire. Ainsi, le besoin a atteint 90,5 Mrds MAD en moyenne hebdomadaire contre 75,2 Mrds MAD en avril 2019. Cette dégradation de la liquidité bancaire est attribuable à la hausse importante de la monnaie fiduciaire suite à l'instauration du confinement sanitaire..

Graphe 1 : Croissance du PIB global, VA agricole, VA non agricole entre T1 2019 – T1 2020



Source - CDGK Research, BKAM

CONTRACTION DE LA DEMANDE DE CIMENT SOUS L'EFFET DE LA COVID-19

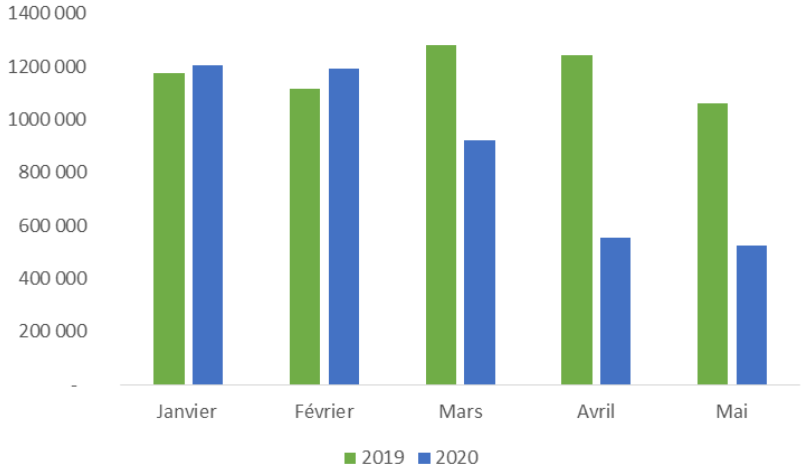
- La consommation nationale de ciment a baissé sur la période allant de 2012 à 2019, enregistrant un TCAM de -2,2%. La faible demande de logements et la baisse de la demande dans le segment des infrastructures - en raison du manque de financements - ont eu une incidence négative sur la consommation de ciment.

- Le ralentissement de l'activité dans le secteur du ciment, qui était déjà impacté par la crise dans l'immobilier, a été aggravé par le confinement instauré en mars. En effet, l'état d'urgence sanitaire et l'annonce du confinement le 20 mars au Maroc ont fortement affecté la consommation nationale de ciment courant 2020.

- L'activité de construction à travers le pays a été interrompue. Ainsi, « près de 60% des entreprises du secteur auraient arrêté partiellement ou totalement leur activité »[1], en raison de l'arrêt de la majorité des grands chantiers publics et des projets immobiliers . Une situation qui a lourdement impacté les ventes de ciments.

- A fin mai 2020, la consommation de ciment à l'échelle nationale a baissé de 26% par rapport à une croissance de 2% réalisée à fin mai 2019.

Graphe 2 : Comparaison des ventes de ciments Janvier - Mai 2019/2020 (en tonnes)



Source - CDGK Research, MHPV

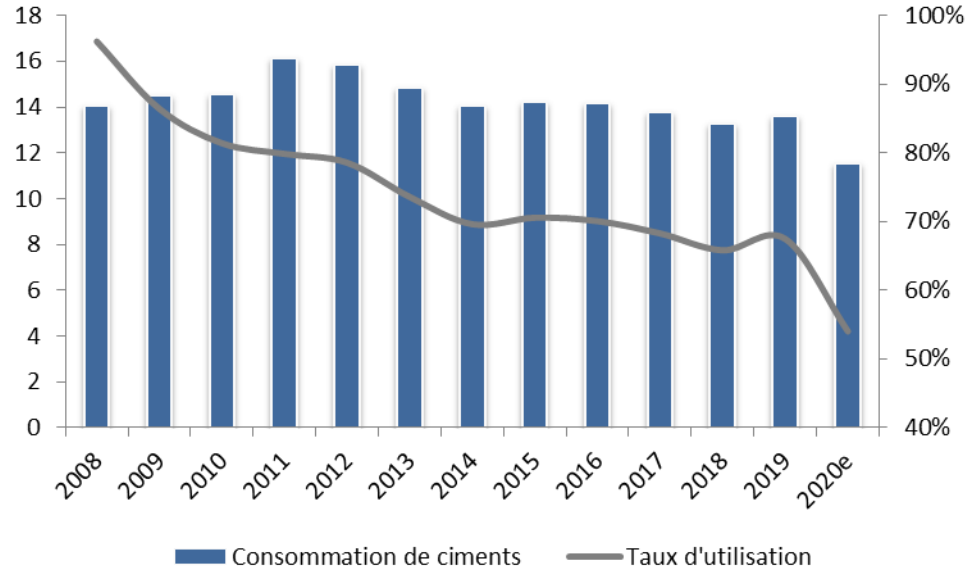
[1] HCP

- Durant la période 2015-2019, les capacités installées pour la fabrication de ciment sont restées stables. Ainsi, les cimenteries ont été en mesure de maintenir un taux d'utilisation des capacités supérieur à 65% au cours du dernier quinquennat (entre les exercices 15-19) en dépit d'un marché baissier.

- Toutefois, l'arrêt temporaire de certaines cimenteries (excepté celles qui exportent toujours du clinker) suite au confinement imposé par le gouvernement devrait conduire à une baisse drastique des taux d'utilisation courant 2020.

- Ainsi, selon le HCP, concernant le secteur de la construction, « les capacités de production non-utilisées se seraient élevées aux environs de 35% et les carnets de commande des opérateurs seraient restés peu garnis dans l'ensemble, avec un ralentissement de l'activité dans la plupart des branches du secteur. »

Graphe 3 : Taux d'utilisation des capacités et la consommation du ciment (en Millions de tonnes) au Maroc 2008-2020e



Source - CDGK Research, MHPUV,

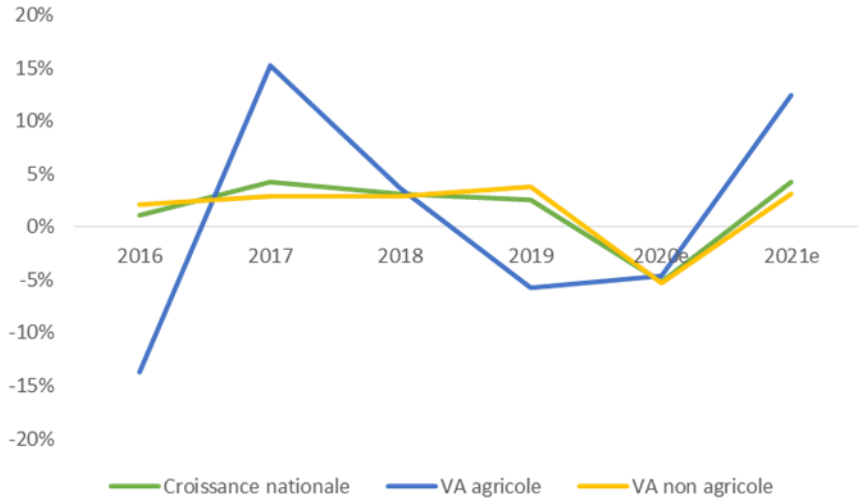
PARTIE II

DES PERSPECTIVES PLUS SOMBRES, MOINS DE VISIBILITÉ

PERSPECTIVES DE DEMANDE FAIBLES ET UNE REPRISE GLOBALEMENT DIFFICILE

- L'industrie du ciment déjà affectée par le ralentissement général dans le secteur immobilier sera durement touchée en 2020 à cause de l'épidémie de la COVID -19, même si les fondamentaux du secteur semblent solides à long terme.
- En effet, la COVID-19 a créé plusieurs zones d'ombre sur une légère reprise de l'économie marocaine au cours de l'exercice 2020. Parallèlement à des facteurs externes tels que la baisse significative de la croissance mondiale, l'économie marocaine devrait également être impactée par les mesures de confinement, le ralentissement des activités industrielles, le repli des activités agricoles et le retard du cycle des investissements. Tout cela devrait affecter la construction et donc la demande de ciment.
- Nous prévoyons une baisse de la demande de ciment de 20,1% durant l'année 2020 avec une baisse de 27% au S1 et un retour à la normale à partir du T3 2020 (tenant compte la période des vacances estivales, la fête de l'Aid et la rentrée scolaire).
- L'utilisation des capacités de production devrait se situer autour de 51% à 53%, atteignant ainsi le niveau le plus bas jamais enregistré par cette industrie.

Graphe 4 : Croissance du PIB , de la valeur ajoutée agricole et non agricole 2016-2021e



Source - CDGK Research, BKAM

- Compte tenu de l'incertitude qui règne dans l'environnement actuel, nous proposons d'étudier deux scénarios :

  - **Scénario 1 : Une récession profonde en 2020, suivie d'une période de reprise lente en 2021 puis d'une reprise plus robuste**

    - Des entreprises dans le secteur peinent à redémarrer leur activité.
    - Les dépenses d'investissement des ménages sont temporisées.
    - Manque de confiance des entrepreneurs, réduction des budgets de CAPEX.
    - Un processus de récupération modéré et peu profond.

- En 2021, la reprise des volumes devrait être plus tirée par les infrastructures. Nous pensons que la demande de ciment provenant de l'auto construction, de l'immobilier commercial et des investissements industriels mettra plus de temps à se rétablir et restera impactée même au cours de l'année 2021.

- En effet, la croissance du secteur immobilier qui représente environ 80% de la demande de ciment devrait être affectée. Les ventes et les nouveaux baux liés à l'immobilier commercial et résidentiel neuf ne pourront pas se rétablir complètement au cours de l'exercice 2020. Les promoteurs immobiliers seront plus concentrés sur l'achèvement des projets en cours et la liquidation de l'inventaire existant.

- La reprise économique devrait donc être plus lente que prévue. La demande de ciment provenant de l'immobilier continuera d'être modeste car le secteur est en difficulté depuis cinq ans déjà et aucun signe d'amélioration n'est véritablement d'actualité.

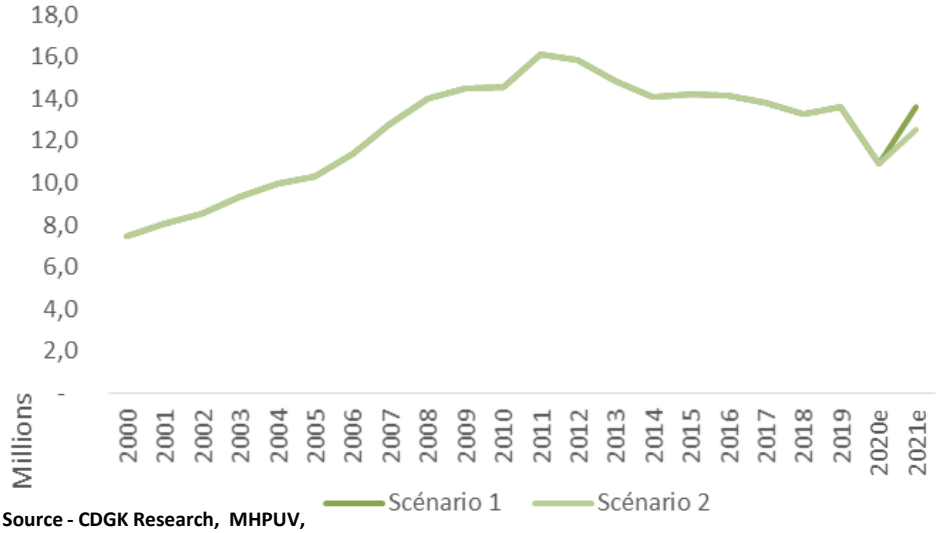
- Nous prévoyons une appréciation des volumes de l'ordre de 25,3% en glissement annuel à 13,6 MT, ce qui impliquerait un TCAM de 0,04% pour la période 2019-2021e.

- **Scénario 2 : Une récession profonde en 2020, suivie d'une reprise très lente**
  - De nombreuses entreprises dans le secteur de la construction déposent leurs bilans suite au démarrage tardif des chantiers
  - Les ménagent annulent leurs dépenses d'investissement
  - Manque de visibilité de la part des entrepreneurs et annulation des budgets de CAPEX
  - Des coupes dans les dépenses d'infrastructures mettant un terme aux nouveaux investissements d'infrastructures.

- Pour l'année 2021, nous pensons qu'une reprise complète prendra plus de temps en raison de:
  - **La réduction drastique des dépenses d'investissement par le gouvernement**. En effet, les finances publiques devraient subir des pressions budgétaires et cela suite à une baisse des recettes fiscales impactées principalement par des résultats en repli des entreprises marocaines. Ainsi, il pourrait y avoir des coupes dans les dépenses d'infrastructures. Cela mettra un terme aux nouveaux investissements dans ce segment, affectant ainsi la demande nationale de ciment.
  - **La baisse des revenus au sein des ménages fortement impactés par la Covid-19.** Ces ménages seront contraints d'annuler leurs investissements immobiliers.

- Le scénario 2 table sur une appréciation des volumes de l'ordre de seulement 14,9% en glissement annuel à 12,5 MT, ce qui impliquerait un TCAM de -4,2% pour la période 2019-2021e.

Graphe 5 : Évolution des ventes de ciments 2000-2021e en MT (scénarios 1,2)

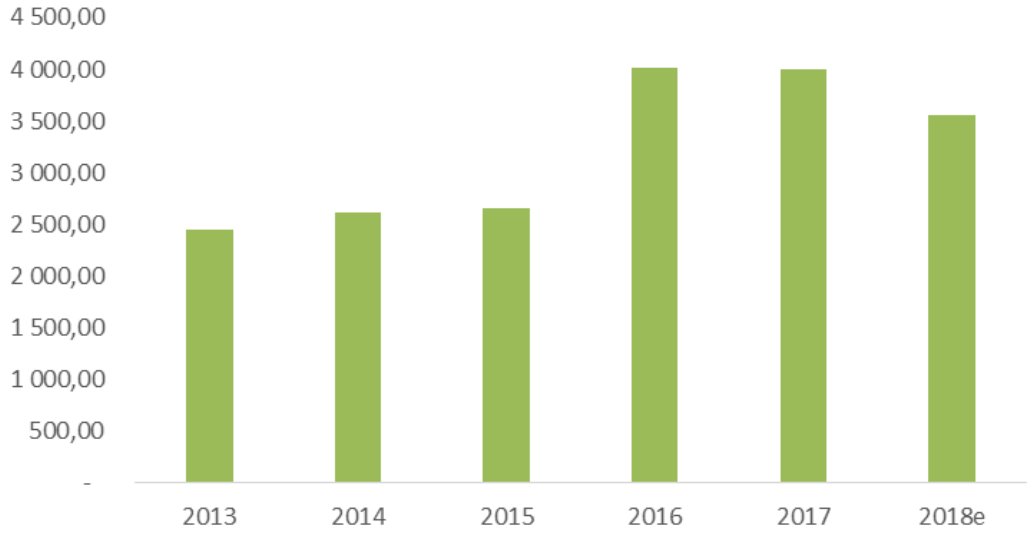


Source - CDGK Research, MHPUV,

STABILITÉ DES PRIX DU CIMENT DANS UN SECTEUR OLIGOPOLISTIQUE

- En dépit d'une baisse des coûts et d'un repli important des volumes, nous pensons que les cimenteries vont maintenir le même niveau de prix pratiqué en 2019, en raison de la situation oligopolistique qui caractérise le marché marocain.
- En effet, une des importantes spécificités de l'industrie du ciment au Maroc est son pouvoir sur le contrôle des prix qui tient d'une part à sa nature oligopolistique et d'autre part au coût très élevé du transport en comparaison avec le coût de la matière transportée. Ainsi, même en cas de recul important des volumes, un cimentier est en mesure de maintenir ses prix dans un marché concentré.
- Par exemple, le recul des volumes sur la période 2013-2019 (TCAM de -1,4%) n'est pas accompagné d'une baisse des prix mais plutôt d'une hausse (un TCAM estimé à +2,6%).

Graphe 6 : Une Industrie cimentière plus concentrée et plus résistante (Indice HHI[2])



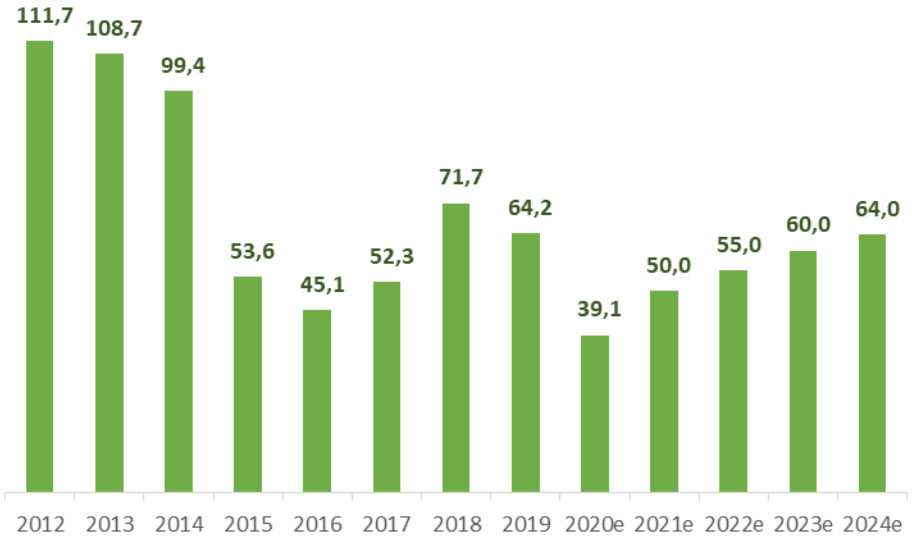
Source - CDGK Research, Etats de synthèse

[2] HHI - L'indice de Herfindahl-Hirschman

IMPACT LIMITÉ DE LA BAISSE DE LA DEMANDE EN LIEN AVEC LE REPLI DU COÛT DES INTRANTS

- L'énergie constitue la composante la plus importante des coûts pour l'industrie du ciment. Il est utilisé (i) comme matière première (coke de pétrole) pour la fabrication du ciment (clinker) dans le four, et (ii) pour le transport routier / le fret (diesel).
- La propagation de la Covid-19 a poussé la Chine au confinement de plusieurs villes stratégiques sur le plan économique et logistique. La Chine étant le plus grand importateur de pétrole, la demande du tissu industriel et du secteur logistique a fortement baissé. Cette forte contraction de la demande a entraîné une nouvelle baisse du prix du pétrole (entamée déjà en 2019, avec une baisse de -10,5% en y-o-y) .
- Avec davantage de pays annonçant des mesures de confinement pour contenir la propagation du virus, la baisse importante de la demande contraste fortement avec le niveau de production qui est resté relativement stable. Cela entraîne une distorsion importante entre l'offre et la demande dans ce marché hautement stratégique pour les industriels et les opérateurs logistiques.

Graphe 7 : Evolution du prix de pétrole 2018- 2021e (USD/bbl)



Source - CDGK Research, Bloomberg

- Le petcoke, qui est un sous-produit de transformation du pétrole et un combustible stratégique pour les cimenteries, est fortement lié au prix du pétrole brut. Le coefficient de corrélation ressort à R^2= 0,7925 (Cf. graphe ci-dessous).

- Négocié en mars 2020 au prix de 38,61 USD/t, le petcoke est bien moins cher que la moyenne inférieure sur 14 ans (USD37/t en 2006).

- La bonne nouvelle donc pour les cimenteries est à trouver au niveau de leur structure des coûts. En effet, l'ensemble des producteurs de ciment devraient voir leurs coûts de production fortement baisser en raison du repli du pet coke et du fret.

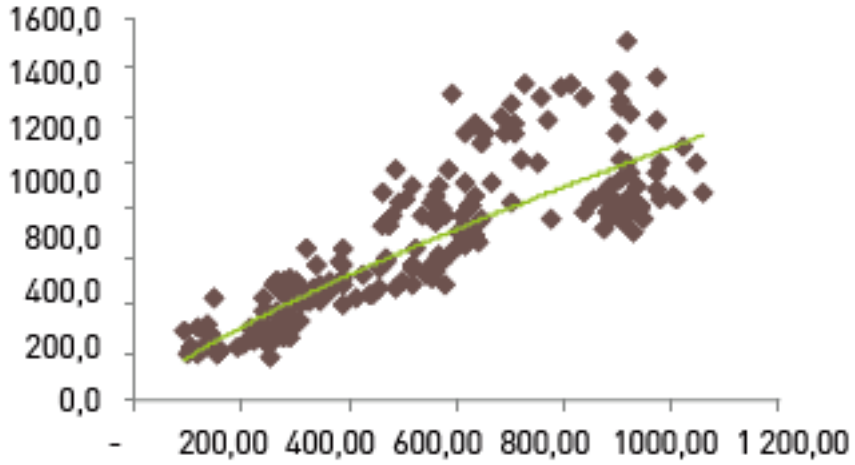
- En 2020, les prix du brut devraient baisser de 38,9%, passant de 64 $ / baril en 2020 à 39,1 $ / baril. Les prix du pet coke chuteront également. Nos estimations ressortent à un prix de 35,81 $/T..

- Par ailleurs, avec un repli des prix du pétrole brut, les prix du diesel et fuel devraient également baisser. Nous nous attendons donc à ce que les taux de fret diminuent davantage car le fuel constitue un des gros postes du compte d'exploitation des compagnies maritimes.

- La stabilité des prix, conjuguée à la baisse des coûts, devrait limiter l'érosion des marges en dépit d'une volatilité des prix des intrants à court terme.

- Toutefois, les coûts fixes devraient augmenter en raison de la baisse drastique des volumes.

Graphe 8 : Corrélation pétrole et Coke de pétrole



Source - CDGK Research, Bloomberg

PARTIE IV

AU-DELÀ DU COURT TERME

UNE CROISSANCE STRUCTURELLE ATTRAYANTE

- En règle générale, la consommation de ciment est étroitement liée au stade de développement de l'économie des pays. La courbe d'intensité est définie par le ratio de consommation de ciment sur le PIB par tête d'habitant. Ainsi, la progression de la demande de ciment dépend du développement de l'activité économique mais aussi de l'évolution de la démographie, qui doit toutefois être pondérée par un pouvoir d'achat minimum au-dessous duquel on ne consomme pas de ciment, et enfin plus particulièrement de l'évolution de l'activité des principaux secteurs consommateurs de ciment.

- Cette courbe a permis de constater que la consommation de ciment passait par **quatre phases** distinctes

  - **Un niveau de consommation extrêmement faible**, dans les pays où la majorité de la population vit encore de l'agriculture.

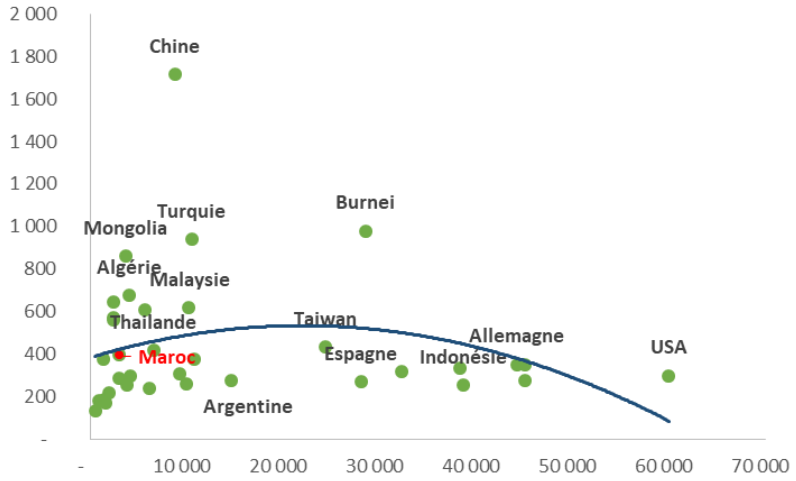
  - **Une progression rapide de la consommation** de ciment, reflétant une forte expansion de l'industrie manufacturière, de la construction de logement et de l'infrastructure.

  - **Une phase de maturité :** mettant en relief une économie industrialisée.

  - **Une phase de déclin** durant laquelle la part des services dans le PIB devient supérieure aux industries manufacturières.

- À l'échelle mondiale, nous constatons une stabilisation du niveau de consommation du ciment à mesure que les marchés mûrissent.

Graphe 9 : Consommation de ciment (Kg/par tête d'habitant) vs PIB (USD/par tête habitant)



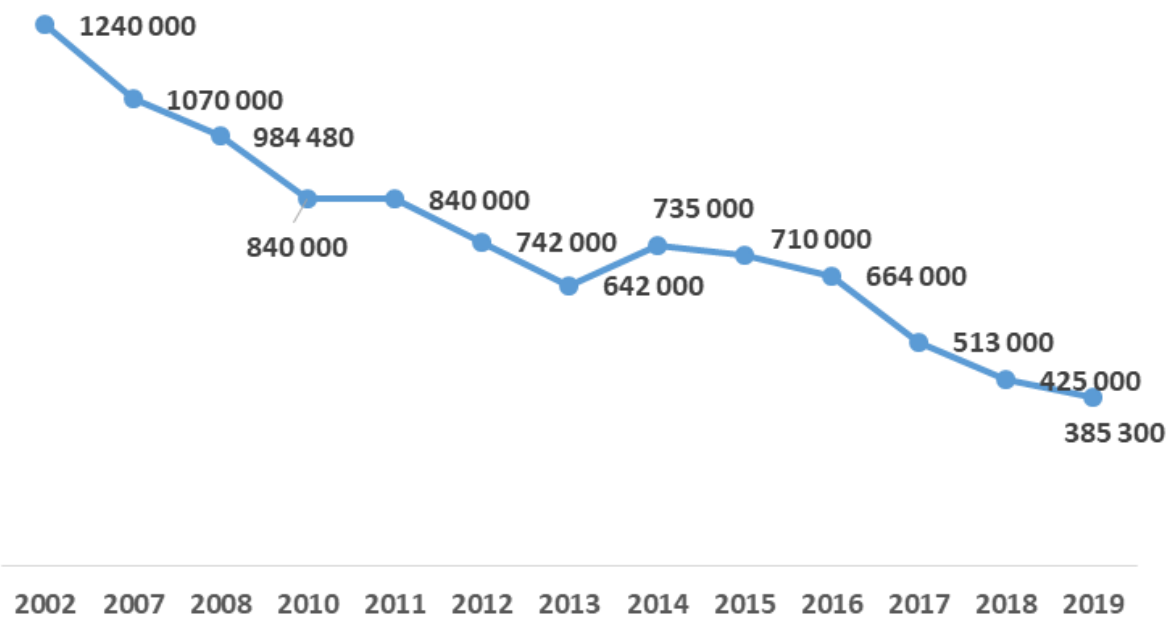
Source - CDGK Research, Bloomberg, Banque Mondiale, International Cement Review

- Notre scénario à long terme suppose une croissance continue au Maroc en raison d'un contexte général favorable (démographie, urbanisation, dépenses d'infrastructure). Cette projection de la croissance sera conforme à la corrélation positive entre le PIB / habitant et les taux de pénétration du ciment en fonction du stade de développement économique d'un pays.

- En effet, l'urbanisation croissante estimée à 62 % en 2018 et la croissance démographique régulière à 1,5% continuent de soutenir les perspectives de ce secteur.

- Par ailleurs, le Ministère de l'Habitat révèle un déficit en logements de près de 385.300 unités dans le milieu urbain, avec une forte concentration dans les régions de Casablanca et de Rabat.

Graphe 10 : Evolution du déficit en habitat 2002-2019 (unités immobilières)



Source - CDGK Research, Mhpuv,

- Toutefois, ces perspectives ne seront soutenues que si des mesures politiques fortes en faveur du pouvoir d'achat pourront stimuler la demande en logements. A cela s'ajoute le rôle des institutions financières dans l'accompagnement d'une stratégie publique globale et qui devront faciliter les conditions d'octroi des crédits immobiliers.

UNE AUGMENTATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION À COURT ET MOYEN TERME

- Nous prévoyons une augmentation de 4,8 millions de tonnes de la capacité de production du ciment au Maroc à moyen terme, dont 25% devraient être mis en service à court terme. Cela équivaut à 24% de la capacité totale de l'industrie à la fin de l'année 2019. Par conséquent, la capacité nette passera à 25 millions de tonnes dans les années à venir.

- Plus précisément, 75% de cette capacité supplémentaire sera destinée à la région Casablanca-Settat, où se concentre près de 23% de la consommation totale de ciment.

- Il s'agit principalement de :

  - **Lafarge Maroc** : LafargeHolcim Maroc a lancé la construction d'une usine dans la région de Souss – Massa, dotée d'une capacité de production de 1,6 MT de ciment. Selon le dernier communiqué de presse du groupe Lafarge, le démarrage de l'usine est attendu pour le dernier trimestre 2020.

  - **Ciments du Maroc :** Le 4 mai 2020, Ciments du Maroc a finalisé l'acquisition, auprès du Groupe Anouar Invest, des sociétés Atlantic Ciment et Cimsud suite à un accord signé le 26 juillet 2019. L'accord conclu avec le Groupe Anouar Invest portait sur l'acquisition par Ciments du Maroc d'Atlantic Ciment, société qui porte le projet de construction et d'exploitation d'une usine de production de ciment d'une capacité de 2,2 millions de tonnes par an (Province de Settat); et Cimsud, une société qui exploite une unité de broyage à Laâyoune avec une capacité de 500.000 tonnes.

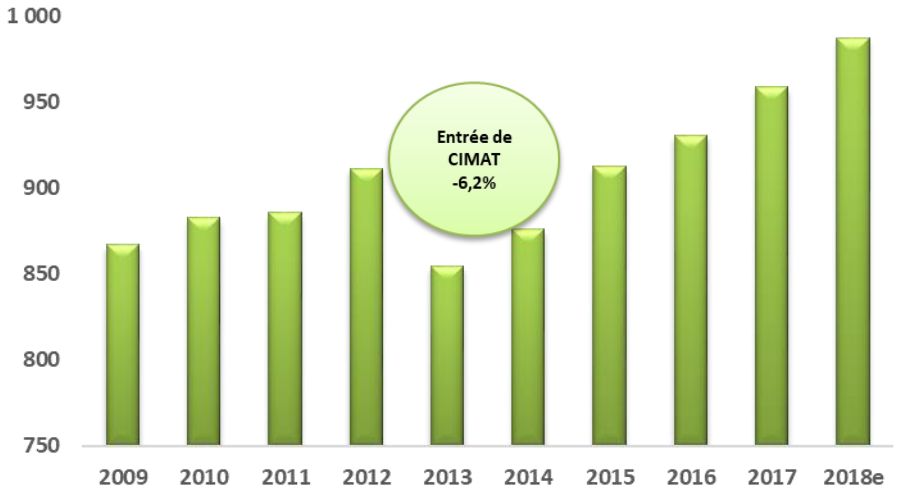
  - **Tekcim :** La Société TEKCIM SA, filiale du Groupe SGTM, a décidé de construire une nouvelle cimenterie dont la capacité de production est de l'ordre de 1,4 millions de tonnes de ciment par an, avec un investissement global estimé à près de 2,4 Milliards MAD. Le site de la cimenterie est situé dans la province d'El Jadida. Il sera financé par la BAD, la Société Générale (SG), la Banque Commerciale Populaire (BCP) et la BMCE Bank.

- **En conséquence, la situation de surcapacité devrait continuer à s'aggraver à court terme. Néanmoins, nous soulignons que cette situation ne devrait être que temporaire. A moyen terme, la demande de ciment devrait rattraper cette augmentation de l'offre.**

UNE GUERRE DES PRIX: UN SCÉNARIO POSSIBLE MAIS PEU PROBABLE

- Notre principale préoccupation avec la nouvelle vague d'augmentation des capacités de production est qu'elle peut entraîner un déséquilibre à court terme entre la demande et l'offre, entraînant ainsi une surcapacité temporaire.
- La surcapacité potentielle devrait exercer une pression sur les prix du ciment à mesure que les taux d'utilisation chutent (à l'instar de ce qui s'est produit en 2012 suite à l'entrée de CIMAT dans le secteur).
- Cependant, nous pensons que les principaux groupes cimentiers devraient être proactifs pour faire en sorte que la menace de la rentabilité soit contenue par une meilleure gestion de la production, des prix et des éventuelles exportations de clinker en Afrique.
- En effet, Lafarge Holcim et Ciments du Maroc contrôlent actuellement 78% de la capacité de production de ciments. De plus, ils sont intégrés verticalement (granulats, ciment et béton prêt à l'emploi).
- L'éventuelle probabilité d'une « guerre des prix » dépendra du comportement des différents participants à ces marchés - qui est difficile à évaluer aujourd'hui - et du niveau sous-jacent de la demande.

Graphe 11 : Evolution des prix de ciments (MAD/T) 2009-2018e



Source - CDGK Research, NI des cimenteries

CDG Capital Research
Casablanca, Maroc
Tel : 0522 23 97 12

Economiste

Ahmed Zhani
Ahmed.Zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima-Zahra Benjdya
Fatima-zahra.benjdya@cdgcapital.ma

Fatima-Ezzahra ERRAJI
ferraji@cdgcapital.ma

Sarah Grili
sarah.grili@cdgcapital.ma

Manal Alaoui
Manal.alaoui@cdgcapital.ma

Avertissement

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Research. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital Research.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital Research au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change.

Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital Research. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.

CDG CAPITAL