



CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

## SECTEUR CIMENT

**NOTE D'ANALYSE**  
Décembre 2021

[www.cdgcapital.ma](http://www.cdgcapital.ma)

## Exécutive Summary

👤 **Fatima Zahra BENJDYA**

Responsable Actions

✉ fatima-zahra.benjdyal@cdgcapital.ma

Les neufs premiers mois de l'année 2021 ont été caractérisés par des conditions d'exploitation globalement favorables, atténuées par un léger ralentissement au début de l'année, principalement attribuable à une pluviométrie plus intense que prévue (à fin février 2021, les ventes de ciments ont affiché une baisse de 10% par rapport à la même période en 2020).

Ainsi, bien que la pandémie se soit poursuivie en ce début d'année, les mesures mises en place ont permis de poursuivre l'activité dans le secteur de la construction. En effet, au cours des neufs premiers mois de l'année 2021, le lancement de la campagne de vaccination, et la forte baisse de la gravité et de la fréquence des infections à la Covid-19 ont permis une nette reprise de l'activité économique, et principalement de l'activité de construction.

Ces dynamiques ont permis aux cimenteries cotées à la bourse de Casablanca de réaliser de meilleurs volumes de ventes qu'initialement prévu au premier semestre 2021. Les marges EBITDA ont régressé comme prévu, suite à la forte inflation des coûts variables non compensée par la hausse des prix.

Pour le second semestre, les estimations les plus récentes indiquent que la croissance économique devrait se poursuivre, ainsi BKAM revoit ses prévisions d'évolution du PIB à la hausse soit 6,2% contre 5,3%. Par conséquent, la demande en ciment devrait

également rester soutenue au Maroc, alimentée par la bonne tenue des secteurs immobilier et infrastructure.

Ainsi, nous prévoyons une évolution positive des ventes de ciments de l'ordre de 13,6% pour l'année 2021 contre 7,6% initialement prévu.

Par ailleurs, l'appréciation du coût de l'énergie conjuguée à la stabilité des prix devraient pénaliser les marges d'exploitation, qui devraient atteindre un niveau inférieur à celui réalisé courant l'année 2020. Ainsi, nous prévoyons une marge EBITDA des cimenteries cotées de l'ordre de 53,1% en baisse de 0,8 points comparée à l'année 2020.

Dans ce sens, les cimenteries cotées devraient terminer l'année sur une note très positive, à l'instar des réalisations semestrielles, avec une croissance estimée de 30,1% de leurs résultats nets.

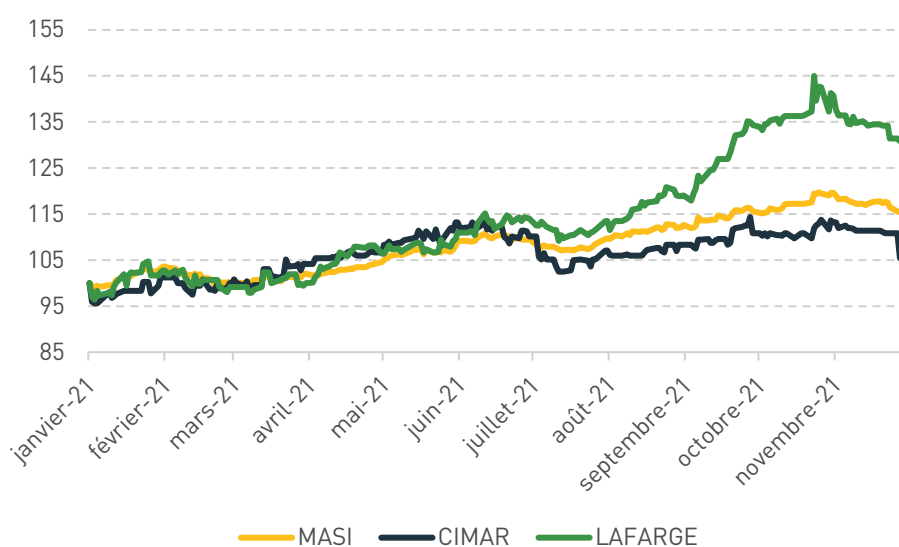
Ainsi, suite à la progression enregistrée depuis le début de l'année du groupe Lafarge soit une appréciation de 30,6% (depuis le début du 4/01/2021), nous pensons que ce dernier intègre globalement le potentiel de croissance anticipé après le rebond enregistré depuis le début d'année.

Néanmoins, nous estimons, que le groupe Ciments du Maroc offre un potentiel de croissance de 3,8% comparé à la date du 06-12-2021.

Tableau 1 : Principaux indicateurs financiers et recommandations

Valeurs	Revenus (Mrds MAD)			RN (Mrd MAD)			Recommandations	Cours cible
	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e		
LAC	7,8	7,0	8,1	1,7	1,5	1,8	Conserver	2121,0
CIMAR	4,0	3,7	4,2	1,1	0,7	1,0	Conserver	1926,8

Grphe 1 : Evolution des cours boursier MASI vs Cimenteries cotées



Source : BVC, CDG Capital Insight

## SOMMAIRE

<b>Partie 1 - Les cimenteries cotées affichent des résultats solides au S1 2021 .....</b>	<b>5</b>
Forte croissance des revenus durant les neufs premiers mois de l'année 2021 .....	6
La forte reprise des ventes, et la non récurrence des dons Covid-19 boostent les résultats S1-2021 du secteur .....	7
<b>Partie 2 - Enjeux et perspectives .....</b>	<b>8</b>
Perspectives favorables pour le secteur ciment .....	9
Courbe des coûts : sur une tendance haussière pour l'année 2021 .....	11
Un « tournant » dans l'évolution des prix en 2021 .....	11
<b>Partie 3 - Valorisations et recommandations .....</b>	<b>12</b>
LAFARGEHOLCIM - Changement de notre recommandation à « Conserver » .....	13
CIMENTS DU MAROC - Changement de notre recommandation à « Conserver » .....	14

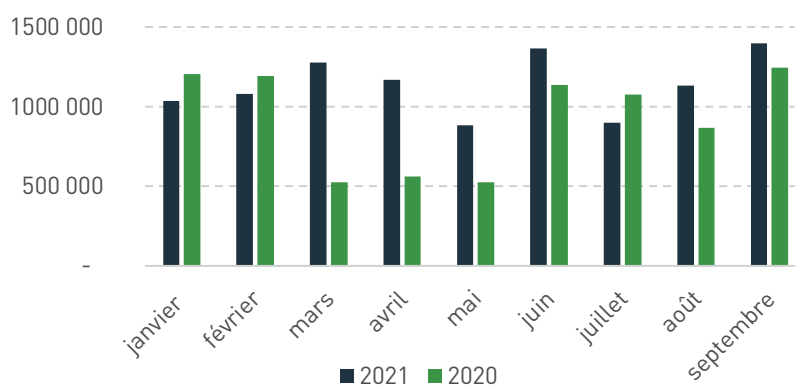
## **Partie 1 - Les cimenteries cotées affichent des résultats solides au S1 2021**

## Forte croissance des revenus durant les neufs premiers mois de l'année 2021

L'activité du secteur a été particulièrement touchée durant l'année 2020, suite à la propagation de la Covid 19 et les mesures gouvernementales mises en place pour y faire face. Bien que la pandémie se soit poursuivie en ce début d'année, les mesures mises en place ont permis de poursuivre l'activité dans le secteur de la construction. En effet, au cours des neufs premiers mois de l'année 2021, le lancement de la campagne de vaccination, la forte baisse de la gravité et de la fréquence des infections à la Covid-19 ont permis une nette reprise de l'activité économique, et principalement de l'activité de construction.

Ainsi, le cumul des ventes de ciment à l'échelle nationale à fin septembre 2021 se sont élevées à 10,2 millions de tonnes, en hausse par rapport à la même période de 2020 (+18,3%). L'évolution positive des volumes de vente, déjà enregistrée au cours du premier semestre de l'année, s'est également poursuivie au troisième trimestre.

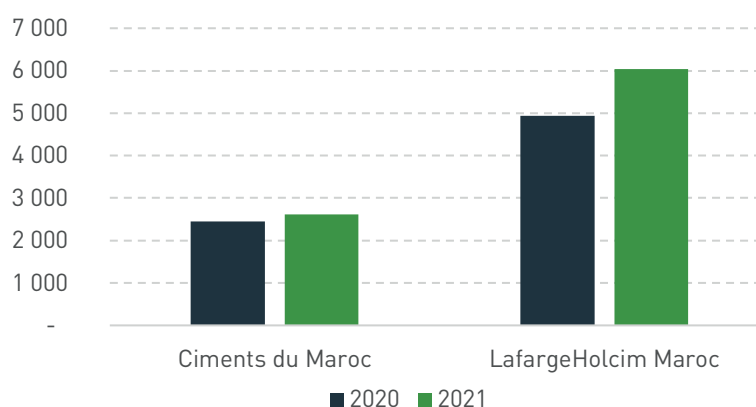
Graphe 2 : Vente de ciments Janvier 2020 – Septembre 2021 en (T)



Source : MHPUV, CDG Capital Insight

Dans ce sillage, le chiffre d'affaires consolidé des cimenteries cotées à la bourse de Casablanca s'élève à 8,7 Mrds MAD à fin septembre 2021, contre 7,4 Mrds MAD une année auparavant. Une évolution tirée principalement par effet volume.

Graphe 3 : Evolution des revenus des cimenteries cotées à fin septembre 2021/2020



Source : AMMC, CDG Capital Insight

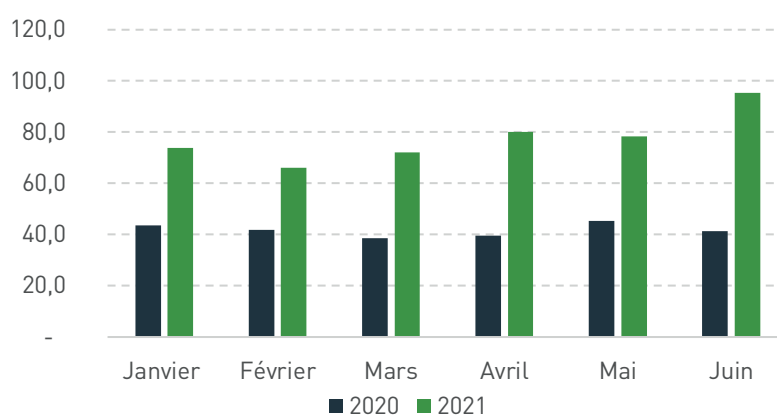
## La forte reprise des ventes, et la non récurrence des dons Covid-19 boostent les résultats S1-2021 du secteur

A fin juin 2021, l'EBITDA des cimenteries cotées a augmenté de 18,9 % à 3,1 Mrds MAD contre 2,6 Mrds MAD une année auparavant. La hausse est essentiellement due au bon développement opérationnel et en particulier à la croissance significative des volumes de ventes dans tous les métiers.

Cependant la marge EBITDA a régressé de 1,7 point suite à une forte inflation des coûts non impactée dans les prix de vente.

En effet, sur les six premiers mois de l'année 2021, le coke de pétrole principal intrant utilisé dans la production de ciment, a vu son prix augmenter de 86,3% passant d'un prix moyen de 41,7 USD/T sur la période Janvier-Juin 2020 à 77,7 USD/T sur la même période une année après.

Graph 4 : Evolution du prix de petcoke en \$/T Janvier - Juin 2020/2021



Source : CDG Capital Insight, Bloomberg

Au final, le résultat net part du groupe du secteur a connu une amélioration de 160,1% pour s'établir à 1,6 Mrd MAD, soit une marge nette de 27,0%. Un niveau qui est certes largement supérieur au niveau enregistré à la même période de l'année dernière. Rappelons que cette forte hausse, est due d'une part à la non récurrence des dons octroyés au fonds Covid19 (Le groupe LafargeHolcim et Ciments du Maroc ont effectué des dons respectivement de 500 MMAD et 100 MMAD) et d'autre part à la forte progression des ventes de ciments.

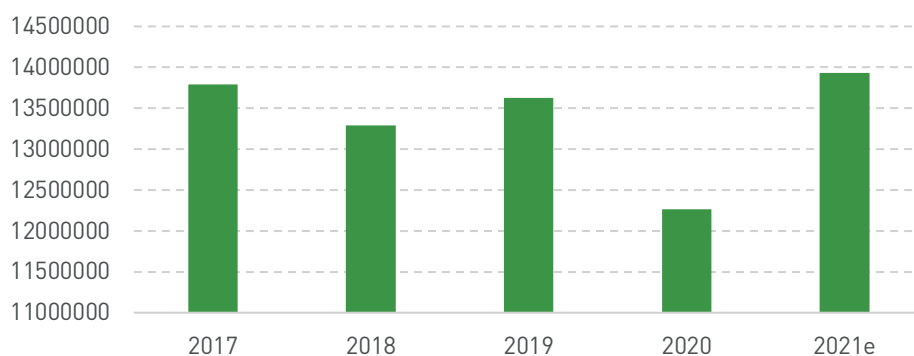
## **Partie 2 - Enjeux et perspectives**

## Perspectives favorables pour le secteur ciment

Nos anciennes prévisions de vente de ciment pourraient être dépassées en raison de l'amélioration des fondamentaux sous-jacents de l'année 2021 (BKAM revoit ses prévisions d'évolution du PIB à la hausse soit 6,2% contre 5,3%).

Dans ce sens, nous prévoyons une évolution positive des ventes de ciments de l'ordre de 13,6% pour l'année 2021 contre 7,6% initialement prévu (voir note Juillet 2021 « vers une consolidation du marché action »).

Graph 5 : Ventes de ciments en tonnes 2017- 2021<sup>e</sup>

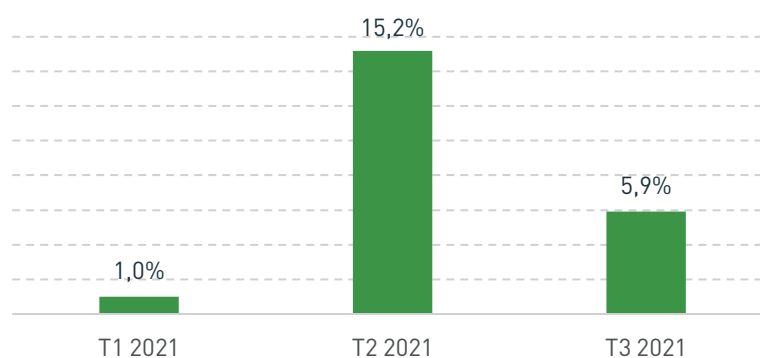


Source : MHPUV, CDG Capital Insight

### La demande de ciment au Maroc devrait être soutenue en raison de :

- 1- Une reprise régulière de l'économie nationale +15,2% du PIB au T2 2021, et +5,9% au T3 2021.

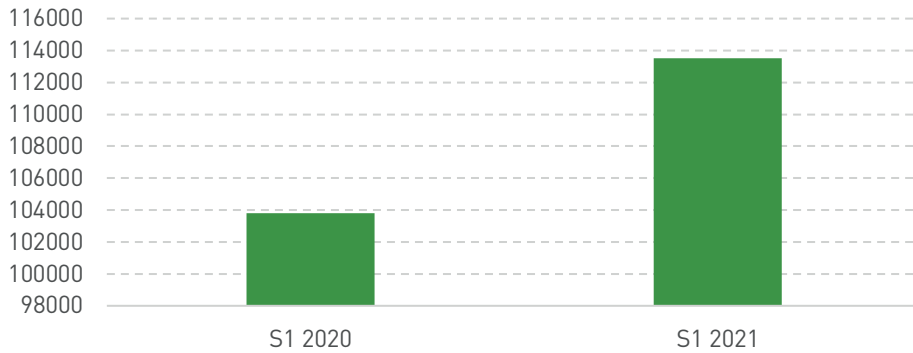
Graph 6 : Croissance du PIB au T1 2021, T2 2021, T3 2021



Source: HCP, CDG CAPITAL Insight

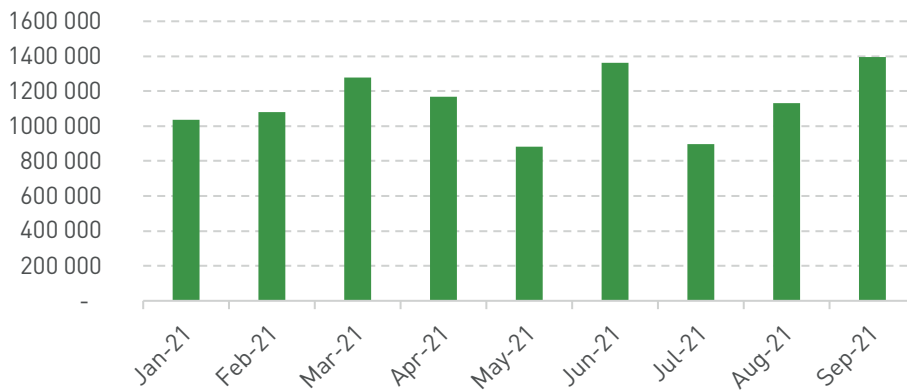
- 2- L'assouplissement progressif des mesures contre la Covid-19, suite à une campagne de vaccination réussie ;
- 3- Reprise des activités dans le secteur immobilier et en général de la construction. En effet, à fin septembre 2021, les ventes de ciments (principal indicateur pour mesurer le rythme de reprise dans le secteur de la construction) se sont appréciées de 18,3% en glissement annuel.

Graphe 7 : Évolution des mises en chantier S1 2020 – S1 2021



Source : MHPV, CDG CAPITAL Insight

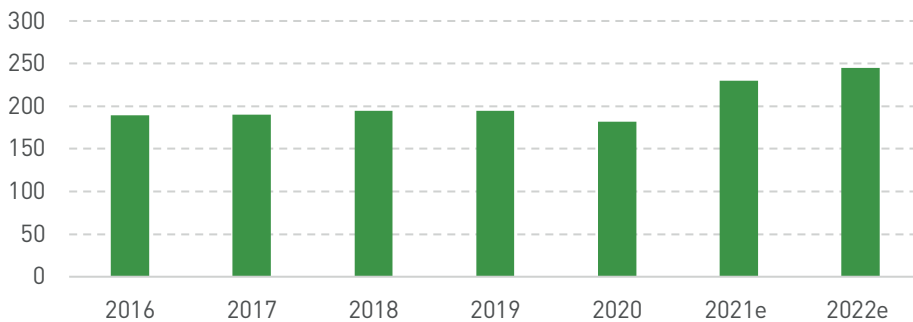
Graphe 8 : ventes de ciments en T Janvier 2021- Septembre 2021



Source: MHPV, CDG CAPITAL Insight

4- Les dépenses de l'État dans les infrastructures seraient de bon augure pour les producteurs de ciments. En effet, lors de l'approbation de la loi de finances 2022, le gouvernement a annoncé son plan de promotion des investissements publics en allouant un montant de 245 Mrds de MAD pour cette année, soit une progression de 6,5% comparée à l'année d'avant.

Graphe 9 : Evolution des investissements publics 2017-2022e



Source : Budget citoyen – Projet de loi de Finance 2022, CDG CAPITAL Insight

Il est à préciser que le nouveau projet de loi de Finance propose d'annuler le report des lignes d'investissement engagées, et ce contrairement à la Loi de finances organiques qui autorise un report limité à un tiers du montant global de l'engagement.

## Courbe des coûts : sur une tendance haussière pour l'année 2021

L'ensemble des producteurs de ciments devraient être confrontés à une forte hausse des coûts des matières premières en raison du fort renchérissement du petcoke, du fret, et du fuel.

Négoié à fin août 2021 au prix de USD 91,2\$/T, le petcoke est largement plus cher que la moyenne des dix dernières années soit 60 USD/T.

A notre sens, les coûts variables des cimenteries devraient rester sur une tendance haussière en raison de la flambée des coûts de l'énergie. En effet, selon les chiffres publiés par Bloomberg, le prix de petcoke ont augmenté de 66,3% entre 2020 et 2021 pour atteindre 91,2 USD/T.

Nous prévoyons une augmentation d'environ 16,2% des charges des achats pour notre univers de couverture, rappelons que l'impact des hausses des coûts des intrants devrait être partiellement compensé par l'utilisation accrue des combustibles alternatifs et d'autres mesures d'amélioration de l'efficacité (à l'instar de ce qui s'est produit au S1 2021).

Notons que la parité USD/MAD a atteint sur les six premiers mois de l'année 2021 une moyenne de 8,94, soit une baisse de 6,7% comparé à la même période en 2020. De ce fait, vu que les prix des combustibles et du fret sont libellés en dollars, la hausse des coûts des matières premières devrait être compensée par la baisse de la parité USD/MAD.

## Un « tournant » dans l'évolution des prix en 2021

Les années passées ont été marquées par une tarification robuste, tirée par une forte inflation des coûts de l'énergie et une forte capacité des taux d'utilisation.

En effet, la grande spécificité de l'industrie du ciment est son pouvoir sur les prix qui tient d'une part à sa nature oligopolistique et d'autre part au coût très élevé du transport par rapport à celui de la matière transportée. Cette spécificité explique que même en cas de recul important des volumes, un cimentier est en mesure de maintenir ses prix dans un marché concentré. Ainsi, le recul des ventes de ciments enregistré en 2014 (-5,4%) n'est pas accompagné d'une baisse des prix, au contraire les prix se sont appréciés en moyenne de 3,6%.

Tableau 2 : Evolution des volumes et des marges des cimenteries cotées yoy

Années	Var des volumes	Var des marges
2013	-6,3%	+2,1 pts
2014	-5,4%	+1,2 pts
2016	-2,5%	-0,1 pts
2018	-3,7%	+0,7 pts

Source : CDG Capital Insight, AMMC

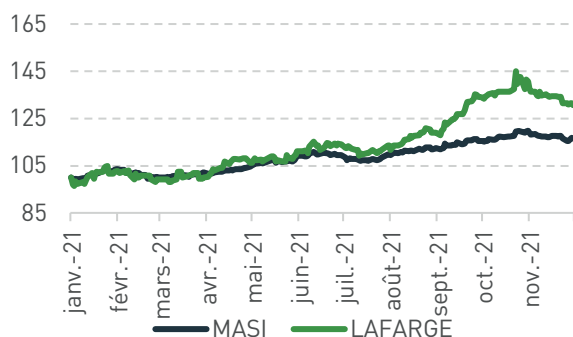
Selon le management du groupe LafargeHolcim, la mise en service de la nouvelle usine d'Agadir-Souss devrait être opérationnelle avant la fin de l'année 2021. Cette nouvelle configuration du marché, pourrait à notre sens marquer un « tournant » pour la tarification du ciment. En effet, nous pensons que les augmentations de prix seront plus difficiles à être appliquées suite à des taux d'utilisation plus faible.

Cependant, nous n'envisageons pas de scénario catastrophe de « guerre des prix ». Nous envisageons plutôt un scénario où l'évolution des prix devrait demeurer relativement modeste.

## **Partie 3 - Valorisations et recommandations**

## LAFARGEHOLCIM - Changement de notre recommandation à « Conserver »

Graph 10 : Évolution des cours boursier MASI vs Lafarge



Source : CDG Capital Insight, AMMC

Tableau 3 : Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD

Recommandation : Conserver Cours cible : 2121,0 MAD Potentiel : +0,7%			
	2019	2020	2021e
CA	7,9	7,0	8,1
REX	3,2	3,1	3,5
RN	1,7	1,5	1,8

### 1. Perspectives 2021 : Révision à la hausse de nos prévisions

Suite à la publication des résultats du premier semestre 2021, nous révisons à la hausse nos prévisions pour le chiffre d'affaires du groupe LafargeHolcim. Nous prévoyons désormais un revenu de 8,1 Mrd MAD contre 7,6 Mrd MAD initialement, en hausse de 15,8%. Ce changement est dû principalement à des ventes de ciments plus importantes que prévues (voir note Outlook Juillet 2021: vers une consolidation du marché action).

Nous anticipons également une amélioration de l'EBITDA qui devrait se situer à 4,4 Mrds MAD suite à la hausse des volumes vendus. En effet, malgré la hausse des charges variables, l'EBITDA devrait s'apprécier de 13,7%, nous pensons que l'utilisation accrue des énergies alternatives devrait atténuer la hausse des intrants. Dans ce sillage, la marge EBITDA ne devrait baisser que de 1,0 point pour se situer à un niveau de 54,4%.

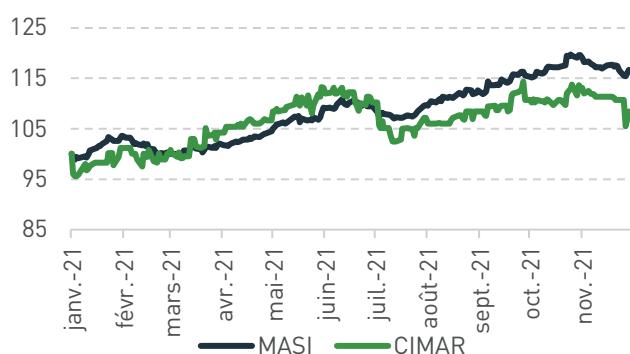
Au final, le résultat net part du groupe devrait afficher une hausse de 23,7% par rapport à l'exercice précédent à 1,8 Mrd MAD, en raison des éléments cités ci-dessus et de la non récurrence du don au fonds Covid-19.

### 2. Valorisation : Changement de notre recommandation de « Renforcer » à « Conserver »

La valorisation du groupe LafargeHolcim sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 2121,0 MAD, soit un potentiel de hausse de 0,7% par rapport au cours de clôture du 06/12/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous changeons notre recommandation de Renforcer à Conserver le titre « LafargeHolcim » dans les portefeuilles. En effet, depuis la publication de notre dernier Outlook « Vers une consolidation du marché Actions », en juillet 2021, le titre a déjà atteint notre dernier cours cible de 1854,6 MAD.

## CIMENTS DU MAROC - Changement de notre recommandation à « Conserver »

Graph 11 : Évolution des cours boursier MASI vs Ciments du Maroc



Source : CDG Capital Insight, AMMC

Tableau 4 : Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD

Recommandation : Conserver			
Cours cible : 1926,8 MAD			
Potentiel : +3,8%			
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD			
	2019	2020	2021e
CA	4,0	3,7	4,2
REX	1,5	1,3	1,5
RN	1,1	0,7	1,0

### 1. Perspectives 2021 : Révision à la hausse de nos prévisions

Suite à la publication des résultats du premier semestre 2021, nous révisons à la hausse nos prévisions pour le chiffre d'affaires du groupe Ciments du Maroc. Nous prévoyons désormais un revenu de 4,2 Mrd MAD contre 3,9 Mrd MAD initialement, en hausse de 12,6%. Ce changement est dû principalement à des ventes de ciments plus importantes que prévues (voir note Outlook : vers une consolidation du marché action).

Nous anticipons également une amélioration de l'EBITDA qui devrait se situer à 2,0 Mrds MAD suite à la hausse des volumes vendus. En effet, malgré la hausse des charges variables, l'EBITDA devrait s'apprécier de 11,0%, nous pensons que l'utilisation accrue des énergies alternatives devrait atténuer la hausse des intrants.

Au final, le résultat net part du groupe devrait afficher une hausse de 43,5% par rapport à l'exercice précédent à 1,0 Mrd MAD, en raison des éléments cités ci-dessus et de la non récurrence du don au fonds Covid-19.

### 2. Valorisation : Changement de notre recommandation de « Renforcer » à « Conserver »

La valorisation du groupe Ciments du Maroc sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 1926,8 MAD, soit un potentiel de hausse de 3,8% par rapport au cours de clôture du 06/12/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous changeons notre recommandation de Renforcer à Conserver le titre « Ciments du Maroc » dans les portefeuilles.

# CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

## Directeur Insight

Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

## Recherche Macroéconomique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

## Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Casablanca, Maroc

Tel : 05 22 23 97 12

## SYSTEME DE RECOMMANDATION

CDG Capital Insight se base pour les recommandations sur son échelle de recommandation et attribue désormais un système de recommandation aux valeurs cotées sur la Bourse de Casablanca en utilisant une échelle de «A», «B», «C», «D», «E».

Cette notation va permettre aux investisseurs d'utiliser CDGK rating comme un outil parmi d'autres pour leurs choix d'investissement dans le marché actions.

À noter que CDG Capital Insight ne couvre pas l'ensemble des valeurs cotées en bourse, de ce fait, nos recommandations ne concerneront que notre univers de couverture.

Ratings	Prévisions pour les 12 prochains mois	Rendement global (plus-value + dividende)
A	Acheter	>+10%
B	Renforcer	5% < >10%
C	Conserver	-5% < >5%
D	Alléger	-10% < >-5%
E	Vendre	<-10%

### Avertissement

CDG Capital maintient une relation d'affaires avec certaines sociétés couvertes par cette publication.

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. 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 insight.

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 insight 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 insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier son partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.