

Le 10 Décembre 2012



EVALUATION DU GROUPE ADDOHA DOUJA PROMOTION

Préparé par :

- Hanane JAFI
- Houria BOUDAD
- Imane TABTI
- Karima NAOUI
- Said MAHMOUDI
- Yousra ROCHDI

Encadré par:

M Amine ESSALHI

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	2
INTRODUCTION	3
Partie I : L'entreprise et son environnement	4
Section 1 : Caractéristiques de l'organisation industrielle	5
A. Conditions de base de l'industrie de l'immobilier	5
1. Conditions de la demande	5
2. Conditions de base de l'offre	6
3. Les Intervenants du secteur immobilier marocain	8
4. Les politiques gouvernementales :	10
5. Les contraintes boursières	12
B. Présentation de l'entreprise et de ses DAS:	14
1. Renseignements à caractère général	14
2. Dates clés :	16
3. Vision Stratégique et les différents domaines d'activité stratégique :	17
4. Matrice SWOT du groupe ADDOHA :	17
Section 2 : caractéristiques de l'analyse concurrentielle : le modèle de Porter	18
Section 3 : la chaîne de valeur	21
Section 4 : Le positionnement concurrentiel :	23
A. Processus de positionnement concurrentiel :	23
B. La matrice de positionnement concurrentielle :	24
C. Estimation de la durée de l'avantage concurrentiel :	25
Partie II : Détermination des options de croissance	26
Partie III : Maximisation de la richesse des actionnaires :	28
Section I : Analyse historique des états financiers du groupe :	29
A. Analyse du Compte de résultat	29
B. Analyse bilancielle (comptes consolidés)	32
C. Etude de l'équilibre financier :	33
D. Analyse des ratios :	33
Section II : Les prévisions pour les années futures	35
A. Les prévisions concernant les comptes de résultats :	35
B. Les prévisions des comptes de bilan :	35
Section III : Structure financière et coût du capital :	36
A. Structure financière	36
B. CMCP :	38
Partie IV : La valeur intrinsèque du groupe Addoha Douja promotion	40
A. La valeur économique ajoutée (EVA) :	41
B. Méthode des flux de trésorerie actualisés :	44
Partie V : Valeur intrinsèque – Valeur marchande	46
A. Analyse de l'écart :	47
B. Analyse des scénarios	48
Conclusion: Présentation des acquis professionnels et des limites de l'étude	49



AVANT-PROPOS

L'école Nationale de Commerce et de Gestion de CASABLANCA, est une école supérieure dotée d'un fort potentiel en matière de formation et d'encadrement professionnel, grâce à un corps professoral et administratif très compétent et engagé, la perspective de sa création s'inscrit dans l'optique de la formation de futurs cadres polyvalents dont le champ de compétence englobe la quasi-totalité des volets qui intéresseront un jeune et futur manager, aussi faut-il ajouter que cette école demeure pionnière, dans la place socio-économique Marocaine, eu égard à la diversité des matières enseignées et la richesse des activités para et extrascolaires organisées aussi bien à l'enceinte de l'école qu'à l'extérieur de celle-ci et contribuant dans le développement de l'esprit et la personnalité du manager en terme de dynamisme, entrepreneuriat, initiative et responsabilité.

En effet, la flexibilité et la performance du programme de formation dispensée au sein de l'école, est d'autant plus confirmé par la stratégie pédagogique des professeurs, qui s'articulent autour de l'initiation de compléments de cours, en l'occurrence: Études de cas, exposés, projet de fin de cours, dans la perspective d'offrir à l'étudiant la possibilité d'effectuer des recherches et de développer son sens d'analyse et de synthèse, autrement dit, il s'agit là d'une politique d'autoformation, une politique dont les retombées mélioratives n'ont pas manqué à se faire ressentir.

C'est justement dans ce contexte, que s'inscrit ce projet de fin de cours, compte tenu de l'objectif, étant destiné à compléter, articuler et valider l'apprentissage.

AVERTISSEMENT :

- Notre étude s'appuie sur des informations qui nous ont été fournies par voie électronique, manuscrite ou orale, ces informations ont été utilisées afin de rendre notre valorisation la plus précise possible. Toutefois, nous n'avons pas la latitude pour vérifier l'exactitude et le caractère exhaustif de ces informations.
- Certaines informations présentent un caractère prévisionnel. Or la prévision étant par nature soumise à aléas, les réalisations pourront, éventuellement de façon significative différer des informations prévisionnelles utilisées.
- Bien que les informations, analyses et opinions exposées dans ce document soient dignes de foi et préparées avec le plus grand soin, notre responsabilité, ne saurait être engagée, directement ou indirectement.

INTRODUCTION

Une responsabilité fondamentale des dirigeants et des conseils d'administration est de prendre des décisions et de choisir des stratégies qui créeront de la valeur pour les actionnaires. En d'autres mots, leur devoir est de "maximiser la richesse des actionnaires".

La planification stratégique a pour tâche d'élaborer, d'évaluer et de choisir les stratégies qui créeront et augmenteront la valeur de l'entreprise. "Maximiser la richesse des actionnaires" est plus qu'une expression populaire, c'est la mesure de succès que doivent adopter les entreprises pour survivre et mieux croître.

Dans les pages qui vont suivre, nous allons présenter l'évaluation du groupe Addoha Douja Promotion à l'aide d'un schéma qui permet d'obtenir une vue intégrée du processus de création de valeur. Ce schéma de création de valeur, développé par Jacques Saint Pierre (2005) se compose de cinq parties (blocs) majeures à savoir :

Le premier bloc porte sur l'analyse en profondeur de l'entreprise et du milieu à l'intérieur duquel elle opère. Toutes les activités qu'on y trouve ont pour objet d'évaluer le potentiel de croissance des unités stratégiques qui composent l'entreprise.

En effet, cette première partie permet dans un second bloc de déterminer les possibilités de croissance qui s'offrent à l'entreprise en même temps que la flexibilité qu'elle a quant au moment de la mise en œuvre de ses stratégies de croissance.

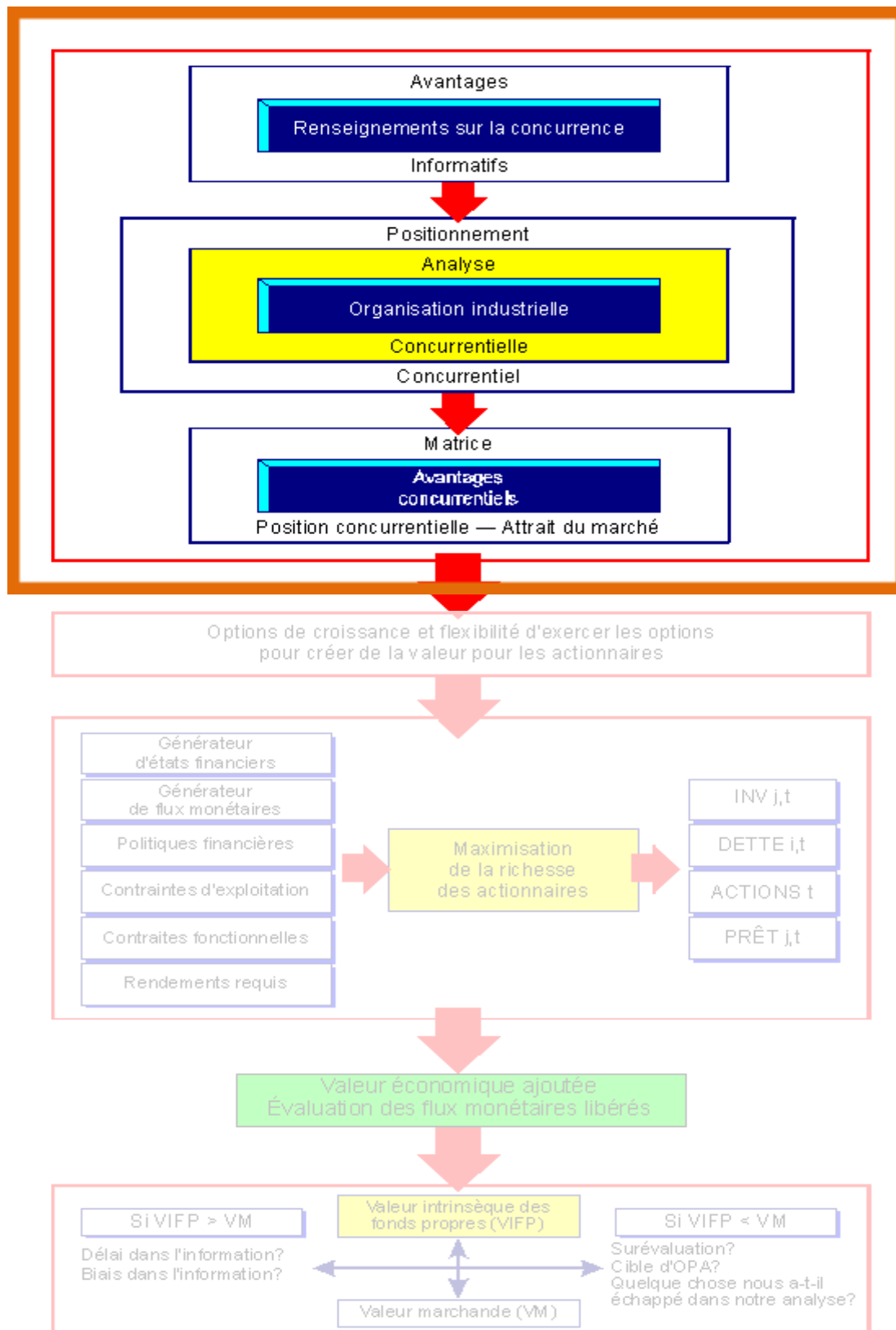
À partir des informations fournies par les deux premiers blocs, on effectue, dans un troisième, l'analyse des décisions d'investissement et de financement toujours selon l'objectif de maximiser la valeur de l'entreprise.

Après ces trois premières étapes, constituées par autant de blocs, on en arrive à un point important du processus d'analyse de la création de valeur: le calcul de la valeur économique ajoutée pour obtenir la valeur intrinsèque des opérations et des fonds propres.

Enfin, dans un cinquième bloc, on comparera, pour les sociétés ouvertes, la valeur intrinsèque des fonds propres à la valeur marchande pour analyser tout écart positif ou négatif.

L'étude des écarts entre la valeur marchande et la valeur intrinsèque nous ramène au premier bloc qui portait sur l'entreprise et son environnement. C'est une conséquence inéluctable du lien entre le développement des stratégies et leur impact sur la valeur de l'entreprise. Le modèle de création de valeur est donc itératif et non univoque. C'est un processus sans fin, un perpétuel recommencement.

Partie I : L'entreprise et son environnement

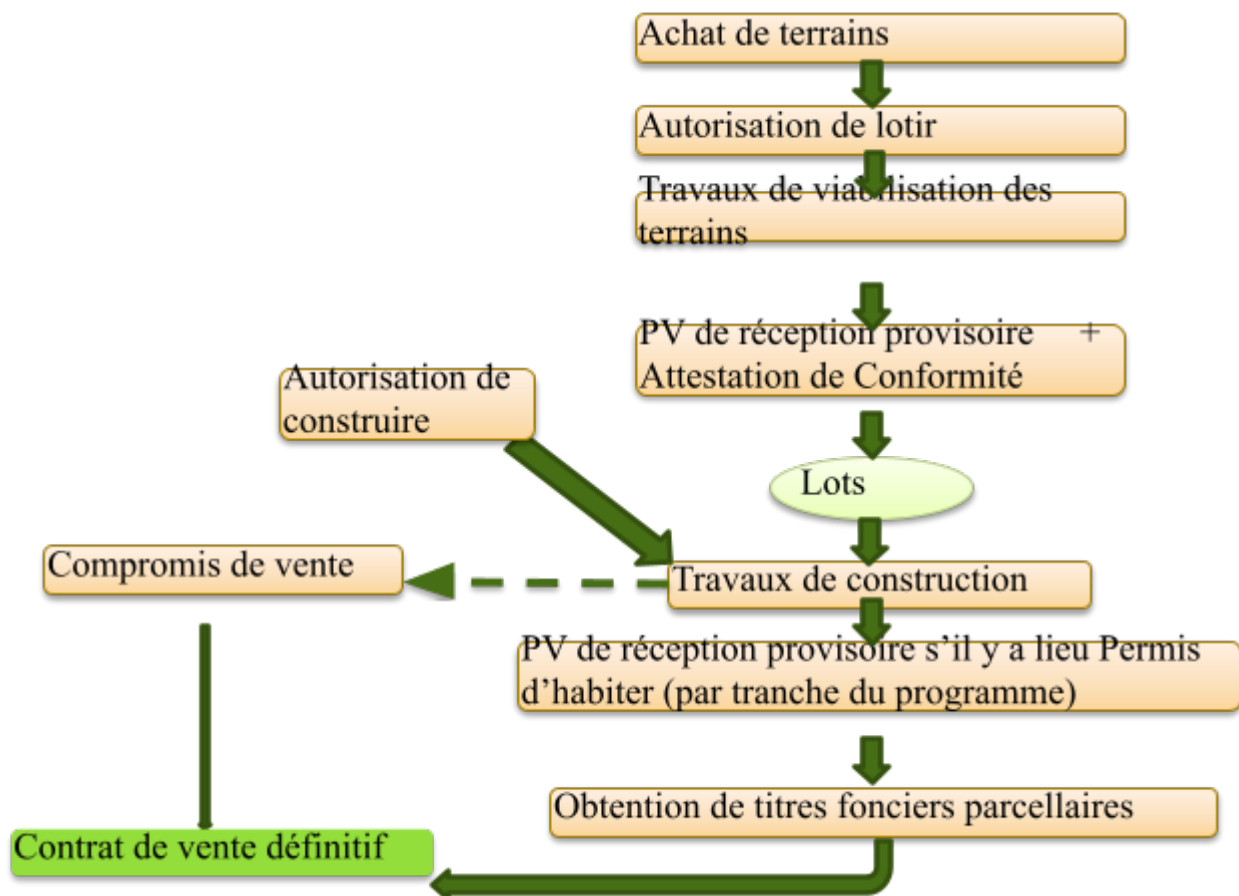


Section 1 : Caractéristiques de l'organisation industrielle

Lu de bas en haut le schéma central suggère le principe selon lequel la performance d'une entreprise, en tant que créateur de valeur, dépend du type de comportement retenu par les acteurs sur le marché en matière de prix, de stratégie de produit, de R&D, de publicité...

La performance est également expliquée non seulement par les comportements individuels des firmes mais encore par l'État et les comportements collectifs des acheteurs. Mais, il convient par ailleurs de souligner, que de tels comportements sont dans une très large mesure le reflet du type de structure de marché qui prévaut.

A. Conditions de base de l'industrie de l'immobilier



1. Conditions de la demande

La population du Maroc évolue à un rythme avoisinant les 2% par an. En conséquence, la demande en logements est en croissance continue d'autant plus qu'au Maroc, l'accroissement démographique s'est réalisé en même temps que l'urbanisation de la population.

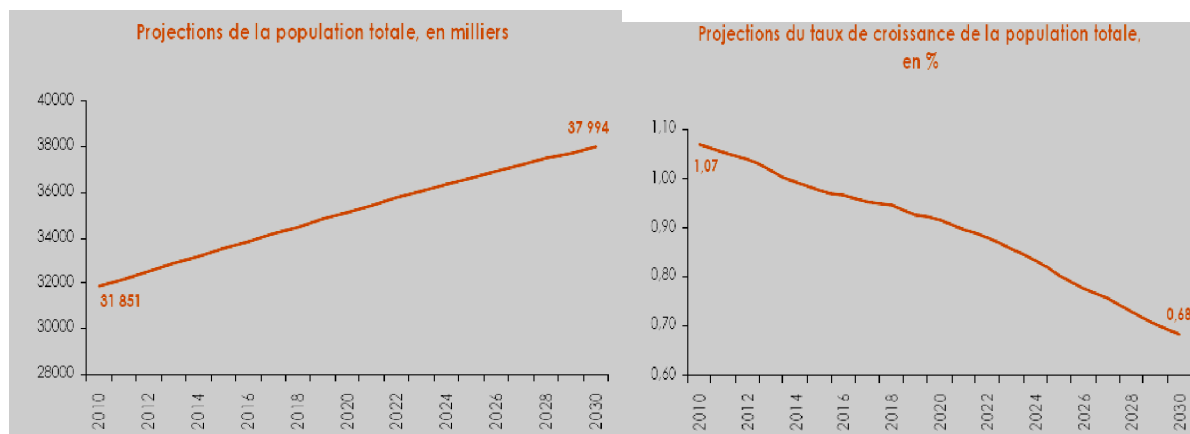
La demande de logements provient du besoin en logements exprimé par les ménages. Elle dépend de la volumétrie de la population et particulièrement, du nombre des ménages et de leur taille.

Le besoin en logements s'exprime différemment en fonction du milieu. En milieu rural, le problème se pose avec moins d'acuité et ce, du fait de la superposition entre les lieux de travail et d'habitation des ménages et la quasi-absence du problème du foncier.

En milieu urbain, la question du logement se pose de manière plus accentuée, du fait de la densification de l'espace urbain et des contraintes multiples que ça induit.

A ce niveau, il faut distinguer entre la demande de logements dite « potentielle », induite par l'évolution démographique de la population, et la demande dite « effective » qui est réellement exprimée sur le marché.

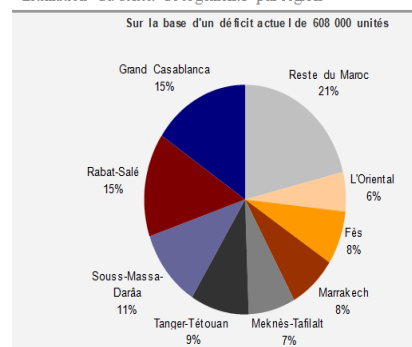
Les deux graphiques présentent les projections du HCP quant à l'évolution de la population et de son taux de croissance annuel à l'horizon 2030.



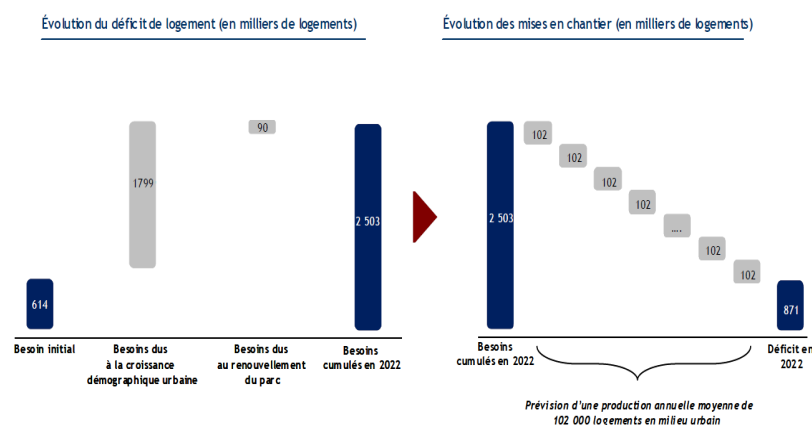
La cadence accélérée d'urbanisation, conjuguée à l'insuffisance des capacités d'accueil des villes, n'a pas permis de compenser le déficit en logement dans le milieu urbain et la carence significative en équipement dans le milieu rural. En effet, la production en logement a été souvent en deçà de la demande en la matière provoquant, depuis plus d'une vingtaine d'années, une accumulation du déficit en habitation. Ce déficit a engendré la multiplication de l'habitat insalubre et la prolifération de la cohabitation, estimé actuellement à plus d'un million d'unités.

Les développements entrepris par les promoteurs privés, ajoutés à l'auto-construction et à l'action publique portée par Al Omrane, ne devraient combler qu'en partie le déficit actuel. En effet, les prévisions du ministère de l'habitat et de l'urbanisme prévoient la subsistance, à terme, d'un déficit de logement, malgré la production de près de 100 000 unités par an d'ici 2020.

Estimation du déficit de logements par région



Evolution du déficit de logement et déficit à horizon 2020



2. Conditions de base de l'offre

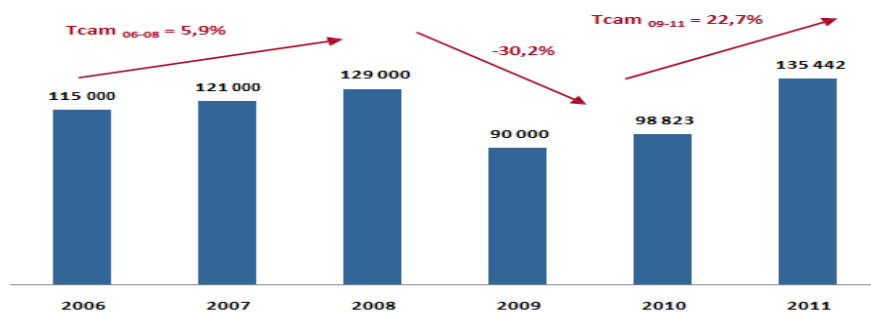
Depuis 2004, les mesures mises en place par le gouvernement ont contribué au développement du secteur immobilier marocain avec une croissance de la production annuelle moyenne en logements de 11,6% passant de 128 000 unités produites en 2004 à 275 508 en 2011. Les mises en chantier de logements ont évolué de 218 000 unités en 2004 à 474 000 unités en 2011.



La production en logements s'est notamment concentrée sur le secteur de l'habitat social qui a connu une croissance annuelle moyenne de 6% sur la période 2006-2008 passant d'une production de 115 000 logements en 2006 à 129 000 en 2008 suivie d'une baisse de 30% entre 2008 et 2009 due à la hausse des prix des matières premières d'une part et à l'arrêt des mesures incitatives de l'Etat.

L'année 2010 est marquée par une reprise de la production en logements sociaux avec près de 98 823 unités de logements produites, soit une croissance de 9,8% comparé à 2009.

L'année 2011 est marquée par une reprise de la production en logements sociaux avec près de 275 508 unités de logements produites dont 135 442 unités d'habitat social et économique, soit une croissance de 37,1% comparé à 2010.



Source : Ministère chargé de l'habitat et de l'urbanisme |

Le déficit, malgré l'accélération de la production annuelle de logements, va mettre du temps à être résorbé créant ainsi un marché à fort potentiel.

L'indice du prix des actifs immobiliers au Maroc a connu une croissance régulière jusqu'en 2008 enregistrant un taux de croissance annuel de 0,6 % et a subi une chute importante courant 2008 et au premier semestre 2009 due à la crise immobilière internationale.

Au second semestre 2009, l'indice du prix des actifs immobiliers a connu une hausse très importante due à un grand déficit de l'offre par rapport à la demande entraînant une pression à la hausse sur les prix.

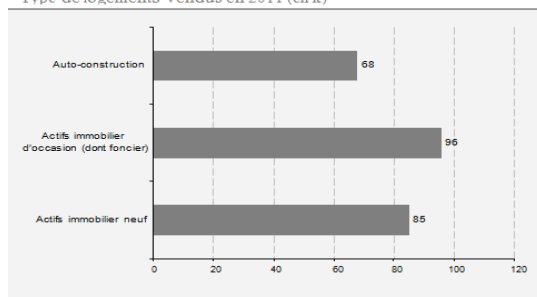
La chute des prix immobiliers observée en 2010 s'explique par une baisse de la demande sur l'immobilier haut standing entraînant ainsi une dégradation du prix des actifs immobiliers.

L'indice du prix des actifs immobiliers affiche une tendance haussière durant le second semestre 2010, témoignant de la reprise du secteur immobilier au Maroc. Durant l'année 2011 l'indice des prix à l'immobilier enregistre un léger recul de 0,9%.

Compte au rythme de production de logements semble s'être atténué depuis le début des années 2000, tout en consacrant la prédominance de deux types de logements : « les maisons marocaines » et les « appartements ». Le parc de logements, quant à lui, et malgré la croissance substantielle qu'il a connu, semble souffrir d'un problème d'adéquation entre l'offre et la demande, comme en atteste la part importante du parc inoccupé.

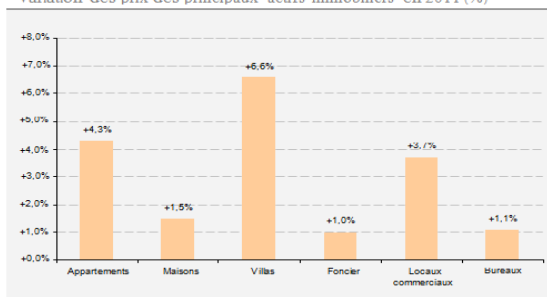
Les ventes d'appartements représentent toujours l'essentiel des ventes du secteur (logements neufs comme d'occasion) et bénéficient d'une croissance limitée des prix (+4.3% d'année en année en 2011). L'engouement pour les bureaux et locaux commerciaux se poursuivait aussi en 2011 avec près de 100 000m² vendus au sein des principales métropoles du Royaume d'après nos estimations.

Type de logements vendus en 2011 (en k)



Sources: ANCFCC, Estimations CFG recherche

Variation des prix des principaux actifs immobiliers en 2011 (%)



Sources: BKAM IPAI

La réalisation des logements se répartit entre quatre filières de production :

- La filière promoteur – entreprise organisée qui réalise l'ensemble de la commande publique de logements et une partie des logements en immeubles ;
- La filière promoteur-tâcheron réalise une part de la production de logements en immeubles;
- La filière auto promoteur-tâcheron réalise la quasi-totalité des habitations de type marocain et des villas;
- La filière auto constructeur malla réalise une grande partie de l'habitat non réglementaire.

Le secteur de la production de logements est marqué par le poids important des unités informelles. Selon une estimation du Ministère de l'Habitat et de l'Urbanisme, en 2000, ces unités représentaient près de 90% de l'ensemble des acteurs et réalisaient près de 80% de la production. Les unités de production organisées étaient concentrées en grande partie dans l'axe Rabat- Casablanca qui regroupait 30 % des unités. Plus de la moitié des entreprises du secteur organisé (54,3%), a été créé après 1990 et 54 % réalisaient un chiffre d'affaires de moins de 5 millions de DH.

3. Les Intervenants du secteur immobilier marocain

Les intervenants du secteur de l'habitat se composent de trois principales catégories de promoteurs immobiliers : les promoteurs publics, les promoteurs privés ainsi que les coopératives et associations d'habitat.

Sous la pression des besoins en logements sociaux et de la dynamique du secteur suscitée par l'action de l'Etat en matière de promotion de l'habitat social, le secteur demeure en cours de structuration et d'organisation. La production de logements implique l'intervention de plusieurs acteurs exerçant dans divers secteurs d'activité économique. En effet, il existe au moins neuf principaux types d'intervenants dans le secteur, à savoir :

Maitrise d'oeuvre et ingénierie	Architectes, Bureaux d'Etudes Techniques, Topographes
Maitres d'ouvrage	Promoteurs publics, Promoteurs privés, Coopératives, Associations et Amicales
Producteurs et distributeurs de matériaux de construction	Entreprises organisées et Entreprises informelles
Entreprises de travaux	Services Publics
Maintenance et réparation	Services, Electricité, Plomberie
Services publics	Administrations publiques concernées, Conservation foncière et cadastre, Agences urbaines, Collectivités locales
Conseil juridique et gestion Immobilière	Administration des biens immobiliers, Notaires, Adouls,
Système bancaire	Organismes bancaires
Fonds de garantie	Fonds gouvernementaux permettant de garantir, vis-à-vis des organismes bancaires, les prêts accordés pour l'acquisition d'un logement social.

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Le promoteur immobilier a pour mission principale la gestion des différents échanges sectoriels et la coordination de l'ensemble de ces intervenants.

Le secteur de la promotion immobilière organisée, compte près de 7 000 intervenants de diverses catégories.

Les producteurs et distributeurs de matériaux de construction 44%, les architectes 20%, les entreprises de construction 19%, les promoteurs immobiliers 11% et les BET 5%.

La promotion immobilière contribue pour environ 40% dans la production de logements en milieu urbain et les 60% restant correspondent à l'auto construction par les ménages.

a- Les promoteurs publics

Il s'agit des organismes sous tutelle du ministère de l'habitat (OST), regroupés dans la holding Al Omrane, ainsi que d'autres promoteurs publics tels que le Ministère des Tabous, l'Agence de Logements et d'Équipements Militaires (ALEM) et la société nationale d'aménagement communal (SONADAC). La holding Al Omrane est considérée par les pouvoirs publics comme étant un instrument privilégié d'intervention dans le secteur de l'immobilier.

Le rôle des organismes publics se présente comme suit :

- Al Omrane est l'instrument principal des pouvoirs publics dans le secteur de l'immobilier. La société Al Omrane intervient sur certains projets en partenariat avec des promoteurs privés ;
- Le Ministère des Tabous qui dispose de 48 000 locaux à usage commercial ou résidentiel et 80 000 hectares de terres ;
- L'Agence de Logements et d'Équipements Militaires (ALEM) est en charge de la construction de logements et d'équipements militaire ;
- La société nationale d'aménagement communal a pour mission la requalification urbaine des quartiers environnant la mosquée Hassan II et la nouvelle corniche de Casablanca.

b- Les promoteurs privés

Le secteur de l'habitat et de l'immobilier social a connu l'émergence du secteur privé dynamique notamment grâce au lancement du programme de 200 000 logements en 1995 et à l'implication effective des pouvoirs publics dans divers domaines (mobilisation du foncier, urbanisme, etc.). Les principaux intervenants nationaux du secteur se résument comme suit :

Douja Promotion Groupe Addoha

Alliances Développement Immobilier : Depuis sa création en 1994, la société s'est spécialisée dans l'étude, le montage et la conduite de réalisations immobilières et moyen standing de grande envergure pour le compte d'investisseurs internationaux et d'institutionnels marocains. S'inscrivant dans une volonté stratégique de diversification de ses activités, Alliances Développement Immobilier s'est orienté depuis près de 3 ans en tant qu'investisseur dans la promotion immobilière à travers le développement de projets de resorts golifiques, d'immobilier résidentiel et tertiaire et d'habitat intermédiaire. La société est cotée à la Bourse de Casablanca depuis juillet 2008. En 2011, le Groupe Alliances Développement Immobilier a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 4 341 Mdh et un résultat net de 973 Mdh.

Palmeraie Développement : La société Palmeraie Développement est la société de promotion immobilière du Groupe Berrada. La société opère sur les segments des resorts golifiques et d'immobilier résidentiel haut de gamme. Elle détient également une filiale, Dar Essaada, opérant dans le segment du logement économique et intermédiaire.

La Compagnie Générale Immobilière (CGI) : Filiale de la CDG, cette société opère sur différents segments à savoir la production de logements, de bureaux, de commerce ainsi que la viabilisation de quelques lots de terrain. La CGI a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 2 667 Mdh en 2011. Elle est présente sur le segment du logement non social ainsi que sur les activités tertiaires. CGI est cotée à la Bourse de Casablanca depuis juillet 2007.

Chaâbi Lil Iskane : La société constitue le pôle immobilier du holding Ynna détenu par la famille Chaâbi. En 2008, le groupe Chaâbi a regroupé ses sociétés de promotion immobilière et de construction en une seule filiale. La société se positionne sur les segments des logements économiques, collectifs ou individuels, des villas, des commerces, des complexes moyens standings et des hypermarchés.

Jet Sakane : La société est une filiale du groupe Jet, spécialisée dans la maîtrise d'ouvrage social au Maroc et à l'étranger.

Groupe Chaima : La société est une filiale du groupe El Alj. Elle est à vocation immobilière depuis plus de 30 ans au Maroc. La société compte à son actif plus de 10 000 logements.

Groupe Jamaï : Le groupe opère dans les secteurs du logement social, économique, résidentiel et touristique. Le groupe projette de construire plus de 28 000 logements à travers les villes du royaume, et ce en partie grâce à la signature de conventions de partenariat public privé avec le gouvernement Marocain.

c- Les coopératives et associations d'habitat

Le mouvement associatif dans le secteur de l'habitat et de l'immobilier connaît un essor important sous deux formes : les coopératives et les associations. A fin 2010, le ministère de l'habitat et de l'urbanisme dénombre plus de 1 014 coopératives d'habitat en activité regroupant près de 40 082 adhérents. L'année 2010 a connu l'agrément de 28 coopératives pour 491 adhérents couvrant plusieurs champs d'activités : lotissement, construction de logements, restructuration des quartiers d'habitat non réglementaires, etc. des incitations, notamment fiscales, devraient être mises en place afin de relancer ce secteur qui satisfait les besoins de plus de 35% des ménages urbains.

4. Les politiques gouvernementales :

Les interventions gouvernementales en matières d'habitats peuvent se résumer dans le tableau ci-dessous et ceux depuis 2003.

Synthèse des principaux programmes de soutien à l'habitat social

Programme villes sans bidonvilles	Lancé en 2004, le programme « villes sans bidonvilles » s'étale sur la période 2004-2010 et concerne 83 villes et 298 000 ménages résidant dans près de 1 000 bidonvilles ; Le programme devrait nécessiter un investissement de 25 Mrd Dhs dont 10 Mrds provenant du Fonds Solidarité Habitat ; 70 000 unités sont actuellement en cours de réalisation.
Programme de mise à niveau des quartiers non réglementaires	Ce programme a permis d'améliorer les conditions de vie de plus de 73 000 ménages en 2008.
Programme d'habitat social dans les provinces du sud	Projet de réalisation de 70.000 unités dont 5 128 unités ont d'ores et déjà été réalisées par le groupe Al Omrane en 2008.
Programme des villes nouvelles/pôles urbains	Tamesna : à Rabat dans une aire de 4 000 ha, la phase 1 de la ville de 840 ha va contenir 50 000 logements soit 250 000 habitants ; Tamansourt : à Marrakech et sur une superficie de 1 180 ha, le projet porte sur 22 173 lots dont 18 826 lots économiques ; Autres villes : Melloussa à Tanger (60 000 habitants), Lakhyayta à Casablanca (300 000 habitants), Tadirt à Agadir (250 000 habitants).
Programme 140 000 Dhs	Le groupe Al Omrane a un programme prévisionnel portant sur 129 138 logements à 140 000 DH nécessitant la mobilisation d'un foncier public de plus de 2 750 ha et un investissement prévisionnel de 15,5 Mrds Dhs ; La limite des 140 000 Dhs est repoussée à 250 000 Dhs depuis 2010.

Source : Ministère de l'habitat et de l'urbanisme

Afin de stimuler la demande, l'Etat a mis en œuvre une politique d'aide aux ménages à faibles revenus afin d'accéder au logement. A travers la création de fonds de garantie gérés par la Caisse Centrale de Garantie :

Tableau Fonds de garantie

FOGALEF	Fonds de garantie logement éducation et formation, destiné aux fonctionnaires de l'enseignement et pour les adhérents de la fondation Mohamed VI.
DAMAN ASSAKAN	Une nouvelle convention a été signée fin février 2009 pour la création du fonds de garantie « Daman Assakan », d'un montant de 1 Mrd Dhs suite à la fusion du Fogarim et Fogalodge ; Cette fusion c'est accompagnée d'une hausse du plafond de garantie permettant ainsi le financement de l'acquisition ou de la construction du logement principal pour un montant du prêt maximum de 800 000 DH et un financement pouvant atteindre 100% ; Le fonds FOGARIM a été créée en 2003 avec pour objet de garantir les crédits accordés par les établissements de crédit, pour le financement de l'acquisition ou la construction par les bénéficiaires de logements sociaux et sécuriser les banques afin de les inciter à s'impliquer d'avantage dans le financement de logements sociaux ; Depuis sa création et jusqu'au 31 mars 2012, 76 521 ménages ont bénéficié de la garantie pour un montant de 11,3 Mrds Dhs.

Plan 2012-2016 en matière d'habitat

Les principaux objectifs du programme d'action 2012 -2016 du ministère de l'Habitat via l'instauration d'une politique de la ville ambitieuse.

Les objectifs:

- Augmenter les mises en chantier : (170.000 unités/an), et réduire ainsi de 50% le déficit en matière de logement. Le ministre a rappelé que le déficit de logement était de 840 000 unités en 2011 que l'objectif était de réduire le déficit à 400 000 à l'horizon 2016.
- Renforcer le programme Villes sans bidonvilles et poursuivre la lutte contre l'habitat insalubre.
- Améliorer la qualité des produits
- Diversifier l'offre de meilleure qualité pour les classes moyennes, les jeunes et le locatif social. Nécessité de développer une offre de logements dédiés à la classe moyenne en proposant des logements dont le prix sera plafonné à 800.000 DH. La loi de finance 2013 devrait prévoir cette offre.
- Réformes des textes réglementaires et législatifs notamment une loi sur le locatif, sur la copropriété, et sur la politique de la ville.
- Améliorer la gouvernance (activation des réformes juridiques, la restructuration des modalités de partenariat public-privé et la mise en place des conditions de concurrence et de partenariat).
- Repenser les missions des agences urbaines

Les outils pour cette politique

- Augmentation des ressources du fonds de solidarité (FSHIU) qui se traduira par un relèvement de la taxe sur le ciment de 5 centimes supplémentaires sachant qu'elle est actuellement à 10 centimes par kg. Cela permettra de disposer de 700 à 800 millions de DH de plus.
- La mobilisation du foncier public (20.000 ha/habitat).

- Création d'outils de financement et d'aide fiscale pour inciter l'investissement locatif et aussi pour favoriser la rénovation du parc ancien existant.
- Lutte contre la corruption : Lutte contre l'habitat illégal. A titre d'exemple pour un seul quartier de Casablanca, plus de 400 constructions illégales ont été dénombrées (entre les mois de mars et avril derniers).

5. Les contraintes boursières

Pour un pays émergent comme le Maroc, le secteur boursier est d'une importance cruciale vu le rôle qu'il joue pour drainer les capitaux, nécessaires à toute politique de développement. Toutefois, la performance du marché boursier reste tributaire de plusieurs paramètres, notamment la transparence de l'information financière mise à la disposition des investisseurs.

Les scandales financiers qui ont secoué le monde ont révélé la fragilité des places boursières et l'importance de l'information financière. C'est ainsi que ces places ont réagi de manière négative et spectaculaire suite à la diffusion d'informations fausses sur les résultats de certaines entreprises ; ce qui a provoqué des dégâts importants tant sur le plan économique que social, notamment aux Etats-Unis suite à l'effondrement de deux grandes entreprises à savoir, Enron et Worldcom.

Le Maroc a également connu son lot de scandales financiers, notamment avec des affaires telles que le CIH et la BNDE, ce qui montre que le problème est d'une portée mondiale, même pour les petites places boursières.

Du côté des sociétés cotées : malgré que la loi sur la SA comprend un volet répressif très contraignant, certaines obligations d'ordre informationnel sont rarement respectées vis-à-vis des actionnaires et des épargnants d'une manière générale. Il s'agit notamment des contrats conclus entre les administrateurs et la société dont un avis doit être donné au commissaire aux comptes qui doit en aviser l'assemblée générale.

Le fait d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires à travers le système des « stocks options », constitue également une source non négligeable de risque de non transparence pour l'entreprise. En effet, si l'intérêt de l'actionnaire est de maximiser la valeur boursière de l'entreprise, un dirigeant peut déployer des techniques qui gonflent artificiellement cette valeur boursière au moment même où il doit exercer ses stocks options, et ce pour s'enrichir personnellement.

Du côté des organes de contrôle : Les organes de contrôle travaillent de manière cloisonnée sans aucun échange d'information ni même de stratégie ; ce qui nuit de manière tangible à l'efficacité du système de contrôle. En outre, l'absence d'un système de garantie de la qualité de l'audit légal constitue une grande lacune quant à la certification des comptes.

Le CDVM dispose de cadres satisfaisant sur le plan qualitatif, alors que le profil de ses cadres est loin d'être adapté à l'environnement dans lequel il opère étant donné que les profils financiers font défaut.

Pour ce qui est des moyens financiers, dont dispose le CDVM pour mener sa mission, les ressources financières couvrent à peine les charges de fonctionnement, ce qui laisse penser que le CDVM ne dispose pas d'assez de marge de manœuvre pour accomplir des investissements stratégiques en matière de contrôle de l'information financière. En outre, ces moyens financiers dépendent largement de la bonne santé du marché boursier.

En ce qui concerne sa mission de surveillance du marché, le CDVM dispose d'un système informatisé à cet effet. Cependant, les outils utilisés ne sont qu'au début de leur exploitation et leur efficacité reste à démontrer. Par ailleurs, on note l'absence d'une interface entre le CDVM et l'OEC et qui pourrait être d'une grande utilité afin de permettre au CDVM de réagir en temps opportun.

Pour ce qui est de l'analyse et du traitement de l'information financière afin de la mettre à la disposition des investisseurs, il y a lieu de noter les constats suivants :

- **Fiabilité de l'information financière** : Les analystes financiers préfèrent recourir directement aux responsables de la communication financière auprès des sociétés cotées pour cueillir l'information financière. En deuxième lieu vient les publications officielles comme source principale d'information. Par ailleurs, les réunions d'information et la presse financière viennent en troisième position en tant que sources d'information. Enfin il est constaté que les analystes financiers utilisent peu ou rarement les sites web des sociétés cotées ce qui attire l'attention sur le degré de crédibilité des contenus de ces sites.
- **Accessibilité à l'information financière**: A défaut de recourir à une communication financière personnalisée les analystes financiers optent pour le déplacement aux sociétés cotées.
- **Forme et contenu des états financiers** : Les volumes des états financiers sont souvent dissuasifs. Les documents sont beaucoup trop longs et découragent les lecteurs. Les mises en page sont généralement austères : noir et blanc, texte très dense, pas d'éléments visuels. A noter qu'une présentation austère apparaît rédhibitoire, y compris pour les plus « matures ». Peu / pas de clés de lecture pour favoriser une lecture rapide. En ce qui concerne la hiérarchisation de l'information, les éléments utiles/attendus ne sont pas toujours présentés en premier. En l'occurrence les informations qui peuvent sembler alarmistes, voire dissuasives.
- **Qualité du traitement de l'information financière** : Cette composante est traitée à travers l'existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier.

Les professionnels de l'information n'expriment pas des grosses craintes en rapport avec cette question néanmoins des soucis sont émis dans l'optique d'améliorer la transparence de l'information financière de laquelle dépend le regain de confiance en matière de décisions de recourir aux transactions boursières.

B. Présentation de l'entreprise et de ses DAS:

1. Renseignements à caractère général

Premier opérateur immobilier coté à la Bourse de Casablanca, Douja Promotion Groupe Addoha occupe, avec des programmes immobiliers totalisant plus de 190 000 logements et une réserve de près de 6 000 hectares, la place de leader sur le marché national de la promotion immobilière.

La société doit son leadership aux efforts qu'elle ne cesse d'entreprendre pour répondre, aux plans de la qualité et de la sécurité des logements, aux attentes de sa clientèle. La certification ISO 9001 (version 2008) de tous les processus en application au niveau du Groupe de même que l'assurance décennale dont bénéficient les acquéreurs, sont l'aboutissement concret d'une approche novatrice visant en permanence la satisfaction des clients.

Douja Promotion Groupe Addoha doit également son rang au Guichet Unique mis en place pour faciliter aux acquéreurs l'accomplissement de l'ensemble des formalités liées à l'achat d'un logement et, s'agissant des prix de vente, à sa politique de totale transparence consacrée par son introduction en bourse en juillet 2006.

Elle doit enfin son positionnement aux multiples actions qu'elle initie auprès du Ministère chargé de l'Habitat et de l'Urbanisme et auprès des établissements de crédit en vue de mettre en place les meilleures conditions d'accès à la propriété.

Le déploiement de la société opéré à partir du début 2006 sur 12 villes du Royaume, parallèlement à la poursuite et à l'accroissement de ses réalisations à Casablanca, a consolidé sa part de marché, actuellement de l'ordre de 50% (auto-constructions exclue)

Douja Promotion Groupe Addoha, s'appuyant sur l'expertise reconnue de son management, s'inscrit ainsi parfaitement dans le cadre du programme du Gouvernement érigeant le secteur de l'habitat, et tout particulièrement des logements sociaux et intermédiaires, parmi les toutes premières priorités nationales.

- **Historique du capital**

Les principaux faits marquants intervenus depuis 2007 concernant l'évolution du capital social de la Société se présentent comme suit

- **28 décembre 2007** : augmentation de capital d'un montant de 2 146,5 Mdh par émission de 675 000 actions nouvelles au prix de 3 180 dh ;
- **07 avril 2008** : augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites (1 action offerte pour 1 action détenue) ;
- **03 septembre 2008** : split de l'action et division de la valeur nominale de l'action de 100 dh à 10 dh ;
- **15 juillet 2010** : augmentation de capital d'un montant de 2 992,5 Mdh par émission de 31 500 000 actions nouvelles au prix de 95 Dh par action.

- **Structure actuelle d'actionnariat**

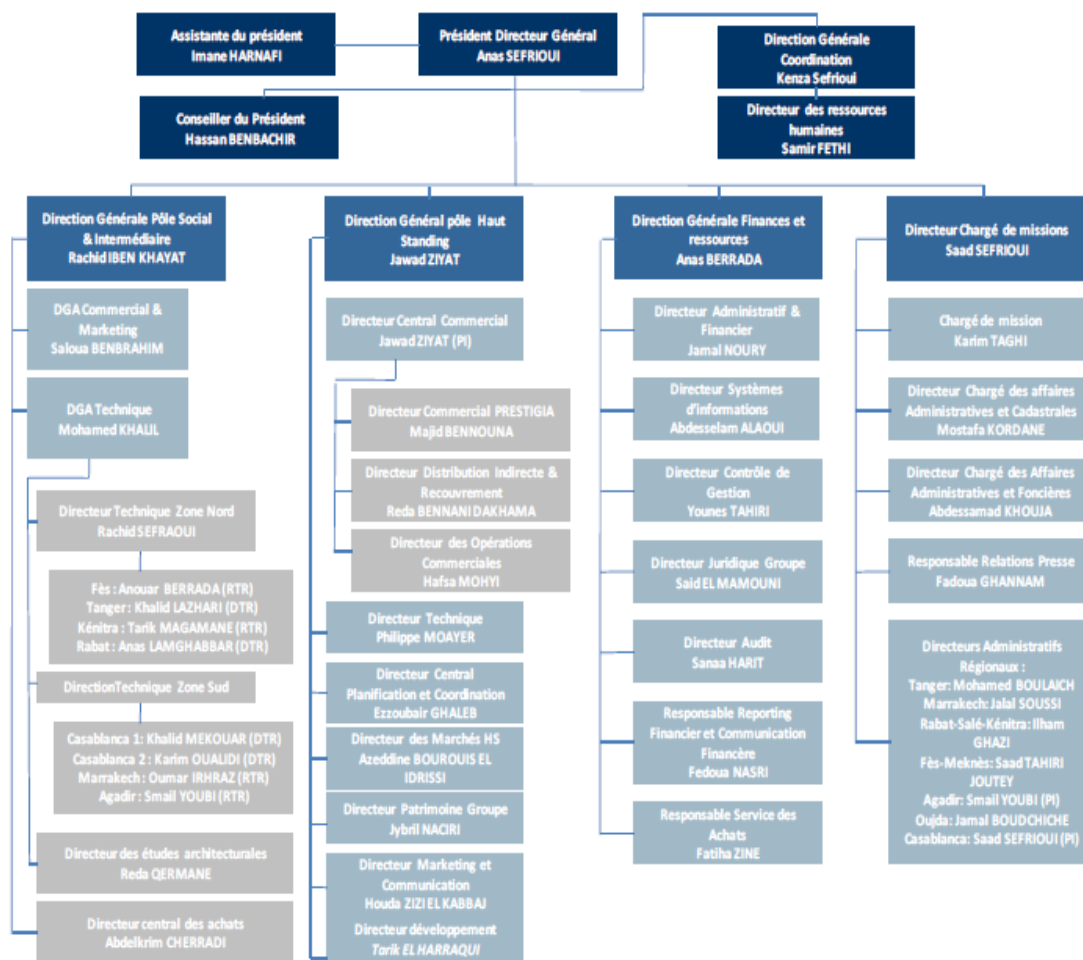
L'actionnariat de Douja Promotion Groupe Addoha est détenu majoritairement par la famille Sefrioui avec une participation qui évolue de 61,75% entre 2009 à 56,01% en 2010 et 2011. Cette évolution est principalement liée à l'augmentation de capital opérée en 2010 ayant induit une légère dilution de Monsieur Anas Sefrioui dans le capital.

- **Organe d'administration**

L'article 10 des Statuts de la société Douja Promotion Groupe Addoha stipule les éléments suivants en matière d'administration de la Société :

- la Société est administrée par un Conseil d'Administration.
- le Conseil d'Administration nomme parmi ses membres un Président, personne physique, et fixe la durée de sa fonction, qui ne peut toutefois excéder celle de son mandat d'administrateur.
- le Conseil désigne aussi la personne devant remplir les fonctions de secrétaire et qui peut être prise même en dehors de ses membres et des actionnaires. La présidence du Conseil d'Administration de Douja Promotion Groupe Addoha est assurée par M. Anas SEFRIOUI, Président Directeur Général, dont le mandat fut renouvelé par le Conseil d'Administration de la Société en date du 20 décembre 2005.

● Organe de direction



2. Dates clés :

1988 Création de Douja Promotion Groupe ADDOHA.

1995

- Lancement du Programme National des 200.000 logements sociaux
- Réalisation du 1er programme d'envergure sous la dénomination "Addoha" portant sur la réalisation de 2.371 logements sociaux.

2000

- Obtention de la certification ISO 9001 – version 2000 – couvrant les domaines de la conception, du développement, de la production et de la commercialisation.
- Signature de la 1ère convention avec l'Etat dans le cadre de l'article 19 de la loi de finances 1999-2000.

2001

Signature de la 2ème convention avec l'Etat dans le cadre de l'article 19.

2002

- Signature de la 3ème convention avec l'Etat dans le cadre de l'article 19
- Achat du siège situé à Casablanca, Km 7 Route de Rabat (Ain Sebaa).

2002

Mise en place du "Guichet Unique"

2004

- Refonte générale du système d'information
- Création de la filiale "Immolog" en partenariat avec le CGI
- Signature de la 4ème convention avec l'Etat dans le cadre de l'article 19
- Remboursement par la société de l'intégralité de l'endettement bancaire.

2005 Signature d'une convention avec le Ministère Délégué chargé de l'Habitat et de l'Urbanisme dans le cadre de la politique de promotion du partenariat public/privé. Aux termes de cette convention, Douja Promotion Groupe Addoha s'engage à prendre en charge la réalisation, le financement et la commercialisation de 50 000 logements dans les villes de **Casablanca, Tanger, Salé, Marrakech, et Agadir**. L'enveloppe financière de cet investissement, dont la réalisation sera étalée sur la période 2006-2010, est estimée à 10 milliards de dirhams.

2006

- Introduction en Bourse
- Constitution d'une réserve foncière assurant l'activité de la société à l'horizon 2017
- Création de filiales en partenariat avec des partenaires stratégiques.

2007

- Réalisation des premiers projets en dehors de Casablanca
- Généralisation du Guichet unique sur toutes les villes
- Augmentation de Capital de 2.8 MMDH
- Acquisition de 50 % du Groupe Fadesa Maroc

2009

- Lancement de la marque Prestigia avec l'ouverture à la commercialisation de 8 programmes des résidences principales de haut standing
- Ouverture de la station de **Saïdia**, première station du **Plan Azur**

2010

- Nouvelle Loi de Finances
- Objectif de réalisation de 120.000 logements sociaux en 5 ans
- Signature du protocole d'accord avec l'ALEM portant sur 10.000 logements.
- Construction d'une cimenterie de 1,6 millions de tonnes à **Beni Mellal Ciments de l'Atlas**

2011

- Projets de construction de logements sociaux en Guinée
- Projet de construction d'une cimenterie de 500 milles tonnes en Guinée, Cote d'ivoire Gabon, Cameroon **Ciments d'Afrique**

2012 Projet de construction de 2600 logements sociaux en Côte D'ivoire

3. Vision Stratégique et les différents domaines d'activité stratégique :

Le Groupe Addoha, leader du secteur de l'immobilier au Maroc, inscrit ses plans d'actions dans le cadre des objectifs fixés par le Gouvernement visant à faire face au déficit structurel du Royaume en matière d'habitat. C'est ainsi que depuis sa création en 1988, il a réalisé, dans le cadre de conventions signés avec l'Etat, plusieurs dizaines de programmes de logements sociaux et, à travers son Guichet Unique et les partenariats conclus avec les principaux établissements bancaires, a contribué activement à faciliter l'accès à la propriété aux ménages à faible revenu. La notoriété acquise par le Groupe, étendue à l'échelle internationale après l'introduction en bourse, ont permis d'associer définitivement la marque « ADDOHA » au logement social.

Le Groupe a également été pionnier dans le domaine des logements destinés à la classe moyenne par la réalisation de plusieurs programmes de logements de moyen standing et de villas économiques implantés dans les principales villes du Maroc.

En parallèle, le Groupe a étendu depuis 2009 son activité au segment des résidences principales de haut standing commercialisé sous la marque PRESTIGIA et dont la gestion est assurée par un business Unit créée à cet effet au sein du Groupe. Les performances commerciales enregistrées au titre de ce segment, dépassant les objectifs, ont confirmé l'existence au Maroc d'une forte demande confortant le Groupe dans l' pertinence de sa décision d'élargir son champ d'actions pour devenir le leader du secteur immobilier dans la totalité de ses composantes.

4. Matrice SWOT du groupe ADDOHA :

Forces	Faiblesses
Le guichet unique Forte notoriété Un marketing développé et étudié. Partenariat avec les banques & l'Etat La qualité et la sécurité des logements Assurance décennale accordée au client Croissance extérieure dans les pays d'Afrique Agence à l'étranger	Présence importante des investissements des MRE dans l'immobilier, Ferme volonté des autorités publiques de résorber le problème de l'habitat Déficit important de logements sociaux L'explosion démographique au Maroc Développement accéléré du marché immobilier La création de fonds de garantie Des avantages fiscaux
Opportunités	Menaces
Faible maintenance; Mauvaise finition des appartements; Une grande influence exercée par le marginal sécant Une qualification non généralisée au niveau des employés	La fiscalité opaque Partenariat d'Omrane avec le gouvernement La pléthore des opérateurs La crise actuelle Développement accru de l'informel et la pratique du noire Faiblesse de l'offre foncière mobilisable Importance des procédures administratives Resserrement des conditions de distribution des crédits L'absence de barrières à l'entrée Risque de « bulle immobilière et touristique » Prédominance de l'auto construction en dehors des grandes villes

Section 2 : caractéristiques de l'analyse concurrentielle : le modèle des 5 forces de Porter

1. Menace des nouveaux entrants :

L'attractivité du secteur immobilier et les perspectives du profit avantageuses qu'il offre, continue d'avoir pour effet d'augmenter le taux de pénétration des entrants potentiels surtout avec l'inexistence des barrières à l'entrée à citer : Absence de brevets exigés, absence d'accès privilégié aux matières premières, inexistence d'une taille critique du secteur, absence de mesures protectionniste qui régissent et protègent le secteur, absence de norme régissant la fixation des prix. Donc, sauf les besoins d'investissement initial qui sont très importants ainsi que des problèmes liés à la lourdeur des procédures administratives liées aux autorisations de lotir et de construire et au transfert de la propriété dont tous les acteurs du secteur immobilier souffrent, ainsi que la riposte des trois firmes qui se partagent le secteur, l'immobilier reste un secteur très attractif ce qui rend la possibilité d'entrée de nouveaux opérateurs très forte .

2. La force de la concurrence :

Le secteur de la promotion immobilière est caractérisé par une concurrence accrue entre les différents promoteurs publiques et privés et dont le nombre augmente d'un jour à l'autre vu l'absence des barrières à l'entrée, il y a également la concurrence des promoteurs internationaux qui viennent s'installer au Maroc .Donc face à cette situation et malgré sa

position comme leader sur le marché immobilier, le groupe Addoha se trouve en rivalité avec un nombre considérable de promoteurs immobiliers offrant les mêmes produits (produits de logement social et haut standing) et couvrant généralement le même emplacement géographiques que le groupe Addoha, Ils adoptent aussi presque les mêmes politiques quant à la fixation des prix.

On cite principalement les 6 premiers acteurs par ordre décroissant qui concurrencent directement le groupe Addoha selon une étude récente effectuée par le groupe SOREC :

- CGI,
- ALLIANCES DEVELOPPEMENT,
- GROUPE PALMERAIE DEVELOPPEMENT,
- ONAPAR,
- TSYPPROM,
- BAYTI INVESTMENT.

3. Pouvoir de négociation des clients :

Pour analyser le pouvoir de négociation des clients il paraît opportun de faire une distinction entre les deux segments de produits offerts par le groupe ADDOHA :

- le segment de l'immobilier de luxe

Le segment de l'immobilier de luxe est composé essentiellement d'une clientèle appartenant à une classe sociale aisée et très exigeante. Ce segment est caractérisé par une demande moins forte que pour le logement social, le groupe ADDOHA ne peut être que flexible quant à la détermination des prix pour garder cette clientèle.

Ce segment d'immobilier de luxe présente plusieurs défis tels que de la proposition des constructions respectant les standards internationaux en termes de qualité ce qui a fait que le pouvoir de négociation des prix a basculé vers les mains des clients.

- Le segment logement social

Contrairement au segment de l'immobilier de luxe, qui donne aux clients une certaine marge de manœuvre, le groupe ADDOHA dans le segment logement social (dont les propriétaires de logements insalubres cherchant des habitations de bas standing occupent une grande place) est intransigeant par rapport au prix, ceci peut être expliqué par la demande qui est largement supérieure à l'offre. Le groupe ADDOHA bénéficie de cette situation pour détenir une marge de manœuvre vis-à-vis de ses clients.

4. Pouvoir de négociation des fournisseurs :

Les fournisseurs du groupe Addoha n'ont pas un grand pouvoir de négociation, vu que les matières premières sont pour l'essentiel disponibles sur tout le Maroc, il s'agit essentiellement de l'acier et du ciment. Le groupe Addoha s'appuie également sur la taille de ses projets, élément qui lui permet de décrocher des contrats jusqu'à - 20% moins chers que ses concurrents auprès des différents fournisseurs et partenaires. Donc la taille des projets réalisés par Addoha ainsi que la disponibilité de la matière première dans tout le royaume lui assurent une situation de force vis-à-vis de ses fournisseurs.

5. Les produits de substitution

Le problème des produits de substitution se pose essentiellement pour le segment logement de luxe vu que l'ensemble des produits offerts par les autres opérateurs disposent des mêmes caractéristiques. Sont substituables les appartements de haut standing touristiques ou résidentiels, les maisons hautement catégorisés pour la clientèle de court séjour, parce que ces produits présentent des caractéristiques identiques en terme de qualité mais avec des couts moins chers.

Il y a aussi l'impact des produits provenant des activités informels, ces produits concurrencent fortement les produits formels car ils permettent d'atténuer la fracture sociale pour les populations à bas revenus.

Donc face aux couts moyennement élevés des produits proposés par les opérateurs formels, la population se dirige directement aux modes de productions informels : celui-ci est en effet décrit comme le seul système capable de proposer des mécanismes de production de l'habitat adaptés à la fois au pouvoir d'achat et aux savoir-faire locaux.

6. (5+1) Pouvoirs publics

Une spécificité du secteur immobilier, c'est que l'Etat intervient en même temps en tant qu'acteur régulateur du secteur, mais aussi en tant que concurrent, vu qu'il réalise énormément de projets qui concurrencent les promoteurs privés et publics et avec des prix très compétitifs.

Concernant le rôle régulateur de l'état, on peut dire qu'en dépit de son engagement pour promouvoir le secteur, ce dernier fait face à plusieurs obstacles qui freinent son développement tels que : le nombre des promoteurs non structurés, la lourdeur des procédures administratives et la gestion inefficace du foncier. La réglementation du secteur reste moins développée. A titre d'exemple, chaque personne peut exercer le métier d'agent immobilier, aucune loi ne réglemente ce volet. Les produits immobiliers ne sont pas standardisés et chaque promoteur peut afficher le standing qu'il juge en adéquation avec le niveau des prestations fournies. Les prix ont flambé ces dernières années en dehors de toutes normes à cause notamment de la spéculation. Le "noir" est un phénomène économique qui on n'arrive pas à maîtriser. Tous ces problèmes nécessitent la mise en place d'un mécanisme de régulation sous forme d'une agence indépendante ou à travers une réglementation proactive qui permis un développement harmonieux du secteur.

Synthèse de l'intensité concurrentielle du groupe Addoha :

	force de l'intensité concurrentielle : Pouvoir/menaces				
acteurs	très faible	faible	moyenne	forte	très forte
les fournisseurs	1	2	3	4	5
les clients	1	2	3	4	5
les concurrents	1	2	3	4	5
les entrants potentiels	1	2	3	4	5
les substituts	1	2	3	4	5
synthèse de l'intensité	très faible	faible	moyenne	forte	très forte
concurrentielle du secteur	(5-8)	(9-12)	(13-17)	(18-21)	(22-25)



D'après les graphiques présentés ci-dessus, on peut donc déduire que l'intensité concurrentielle du est forte : $(2 + 3 + 4 + 4 + 5 + 2 \text{ (Etat)}) = 19$. Le groupe ADDOHA opère donc dans un secteur fortement concurrentiel puisque tous les partenaires (selon le tableau présentée ci-dessus) ont une influence sur le groupe et ils ont susceptible de réduire ses profits.

Section 3 : la chaine de valeur

La chaine de valeur est un outil managérial qui permet à L'Entreprise d'optimiser l'utilisation de ses moyens humains et financiers afin de maximiser la Valeur ajoutée qu'elle crée. Parmi les avantages quand peut tirer de cette démarche, c'est le repérage des avantages concurrentiels ainsi que les champs d'intervention pour l'optimisation les ressources et l'atteinte des objectifs préalablement fixés.

Au sein du groupe ADDOHA, la chaine de valeur ne se différencie pas des autres entreprises, on distingue alors deux types de processus à savoir :

Processus d'affaires :

Ce processus représente l'ensemble d'activités de soutiens qui supportent les processus de production. On cite les différentes activités de soutien du groupe ADDOHA

Activité d'audit et contrôle de Gestion : Qui permet à l'entreprise d'auditer les différents processus de fabrication, commercialisation et logistique interne...

Activité d'approvisionnement : Activité de soutien mais primordiale pour la réalisation des chantiers.

Activité administrative et Juridique : qui constitue l'infrastructure de la firme et englobe l'ensemble des tâches du Conseil d'administration, Comptabilité, relations extérieurs... Etc.

Recherche et développement : Afin de suivre les tendances du marché et s'impliquer dans une démarche de créativité et d'innovation.

Ressources Humaines : Etant un avantage concurrentiel, la gestion des ressources humaines réunit l'ensemble des processus de Recrutement, formation, rémunération, et gestion prévisionnelle des emplois et des compétences.

Processus de production

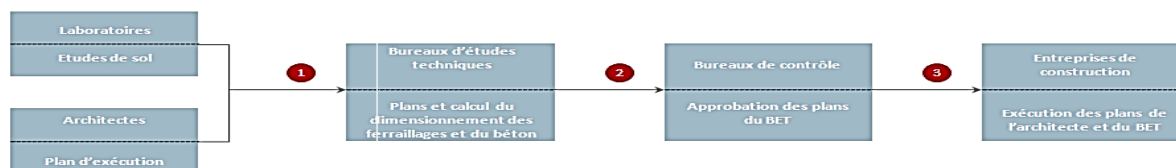
Ce processus représente l'ensemble des activités de base qui se trouvent en lien physique avec le produit qui sera ultimement livré au client externe. Les activités de base pour le Groupe ADDOHA sont :

La logistique interne se réfère à la liaison entre les approvisionnements destinés à la production et la production elle-même : gestion de la sous-traitance. Le groupe dispose des dépôts de stockage diversifiées et codifiées (selon le type du produit et son client interne) permettant la réception et la gestion des approvisionnements.

Les acquisitions des terrains sont réalisées par Douja Promotion Groupe Addoha sur la base des études ci-après :

- f localisation du terrain ;
- f note de renseignements de l'Agence Urbaine ;
- f étude du marché ;
- f étude par l'architecte du nombre de logements pouvant être réalisés ;
- f étude de rentabilité financière prévisionnelle du programme ;
- f achat du terrain.

Le groupe a par ailleurs mis en place une organisation et des structures ad-hoc chargées d'identifier de manière permanente les terrains en vue de constituer la réserve foncière nécessaire à la pérennisation de l'activité.



La Production (Construction) aussi dénommée Opérations, est le cœur du métier de l'entreprise. Au sein d'ADDOHA, l'activité de production est répartie en 2 sous-activités, Elle **Prépare le Chantier** (élaboration de plans et croquis - utilisation d'un logiciel de planning prévisionnel- démarches administratives...) et **l'exécution du chantier** (construction).

L'entreprise ADDOHA ne dispose pas d'une logistique externe vue la nature de ses produits immobiliers matérialisés par des Résidences et villas.

Le Marketing et les Ventes : Le top management de l'entreprise a jugé nécessaire de bien distinguer les deux fonctions Marketing et Ventes. Aussi, et dans le cadre de la spécialisation des pôles, l'entreprise dispose de deux départements Marketing et deux Services de ventes. Parmi les avantages concurrentiels du groupe c'est qu'il arrive à traiter efficacement en interne la fonction commerciale grâce à ses agences et bureaux de ventes sur place. Certes, et à différents degrés, l'entreprise externalise les projets marketing lourds.

Dans le cadre d'une stratégie basée sur l'anticipation et la satisfaction des besoins des clients, le Groupe Addoha a mis en place une démarche commerciale active depuis la visite d'un appartement témoin à la remise des clés aux acquéreurs. Ce processus de commercialisation dynamique et structuré fait appel à un ensemble d'intervenants (Direction Commerciale, Direction Technique, Service Crédits, Notaires, Banques, etc.) ayant pour objectif d'optimiser en permanence les prestations au profit de la clientèle.

Le processus de commercialisation des logements économiques et intermédiaires est structuré en trois phases :

Phase 1 : présentation du produit et détermination du montant de l'avance aux clients ;

Phase 2 : signature du compromis de vente ;

Phase 3 : exécution des formalités juridiques, administratives et bancaires de l'écèlement des titres fonciers jusqu'à la remise des clés et la livraison du bien (crédits, actes notariés, banques, etc.).

Le Service : prend une Valeur de plus en plus importante dans la Chaînes de Valeur du Groupe à travers le guichet unique et un service après-vente.

La Valeur est créée dans chacun des chaînons évoqués ci-dessus. De bonnes liaisons entre les chaînons contribuent à la création de Valeur. Ainsi, on peut tracer le schéma de Création de la valeur du groupe ADDOHA Comme suite :



Section 4 : Le positionnement concurrentiel :

A. Processus de positionnement concurrentiel :

Avec 17 939 logements économiques réalisés en 2010, le groupe Addoha confirme sa position du **leader national** du secteur de l'habitat économique et s'inscrit activement dans le cadre de la politique gouvernementale de lutte contre l'habitat insalubre.

Cette position de leadership a été le fruit d'un processus de positionnement qui s'est achevé par la sélection du segment du logement social comme le segment le plus porteur selon les avantages concurrentiels qu'Addoha détient.

Ce processus de positionnement s'est déroulé comme suit :

1) Identification des marchés potentiels :

En pleine transition démographique et avec une urbanisation qui s'accélère, Les marocains ont besoin de logements. Et ce besoin ne cesse de croître dépassant largement les capacités installées dans nos villes.

Ce qui s'est traduit par la multiplication de l'habitat insalubre (bidonvilles). Devant ce problème l'Etat Marocain s'est décidé à encourager le logement social et à l'accession à la propriété, en facilitant l'accession des promoteurs à des terrains exploitables et en accordant aux acquéreurs potentiels des couches populaires des facilités de crédit et des garanties très incitatives.

2) Etude des caractéristiques de l'organisation industrielle :

En étudiant le marché de l'habitat social et les besoins déclarés des consommateurs, Addoha a identifié comme frein majeur à l'accession à ses appartements la lourdeur administrative souvent rédhitoire à laquelle doivent faire face leurs clients potentiels, ballotés d'un service à un autre pendant des mois pour obtenir un prêt bancaire ou établir un acte de propriété, se heurtant à des absurdités administratives sans fin et à une corruption obligatoire quasi-systématique.

3) Identification des avantages concurrentiels :

Le guichet unique : Addoha a mis en place dans ses bureaux commerciaux un "one-stop-shop", c'est à dire la possibilité pour le futur acheteur de rencontrer dans un même lieu, un banquier, un notaire, le service de la conservation foncière, le trésor public, le tristement célèbre service de légalisation des

signatures ainsi que les sociétés de distribution d'eau et d'électricité. Toutes les formalités peuvent être remplies en une journée.

Un savoir-faire sur le segment économique,

Une assise foncière importante et répartie sur tout le pays ainsi qu'une capacité d'adaptation au retournement de conjoncture.

Ces différentes analyses ont permis à Addoha **de choisir de se positionner sur l'habitat économique**, en optant pour **une stratégie de domination par les coûts** et **une diversification géographique**. Ces décisions ont permis à Addoha en l'espace de quelques années d'occuper la place de leader sur le marché en termes d'unités réalisées sur les segments économique et intermédiaire.

B. La matrice de positionnement concurrentielle :

Le tableau ci-dessous présente la stratégie des principaux concurrents d'Addoha et leurs segments d'activité.

firme	Segment d'activité	stratégie
Alliances	- Habitat Intermédiaire - Immobilier Résidentiel & Tertiaire - Resorts Golfiques - Prestation de services - Construction	une stratégie de diversification sur l'ensemble du territoire.
CGI	- Logement et résidentiel - Business centers - Tourisme et détente - Shopping et loisirs - Equipements communautaires - Economique et Social	Une diversification de l'offre et un renforcement de positionnement sur des segments à forte valeur ajoutée tel que l'immobilier professionnel et tertiaire.
Chaabi liliskane	- logements socio- collectifs, - logements socio-économiques, - logements économiques collectifs ou individuels, - villas, - commerces, - complexes touristiques, - d'hypermarchés.	rapport qualité-prix inégalable et répondent aux besoins de chaque type de clientèle

La matrice de positionnement se présente donc ainsi :

Positionnement concurrentiel	Industrie		
	Segment particulier Focalisation		
		Faible coût	Différenciation

	Avantage concurrentiel
--	-------------------------------

C. Estimation de la durée de l'avantage concurrentiel :

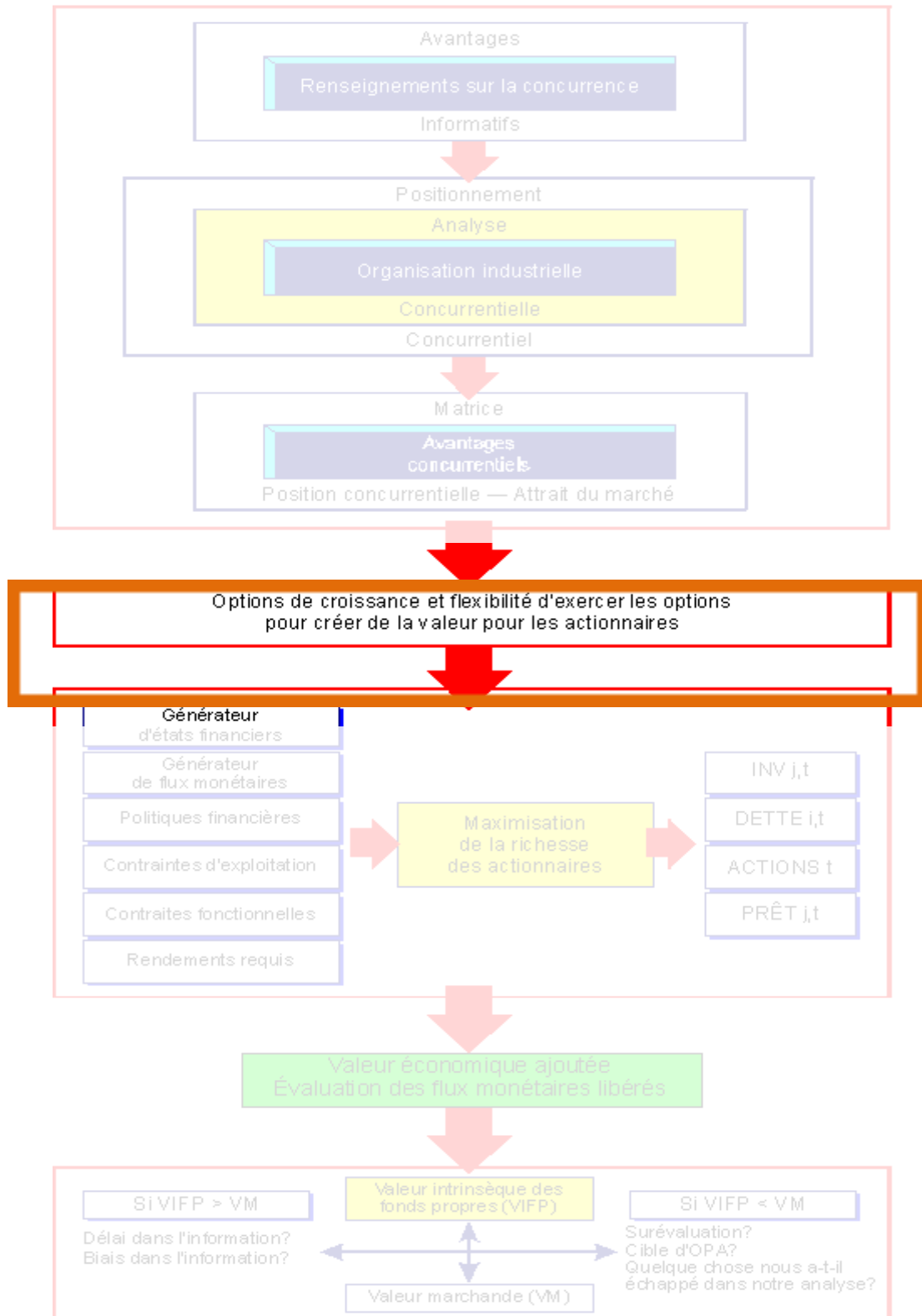
A travers notre étude de l'organisation interne d'ADDOHA ainsi que l'environnement dans lequel il opère, nous avons conclu que parmi ses nombreux avantages concurrentiels, le guichet unique est considéré comme le plus important car il est :

- **Pertinent** : le guichet unique permet de l'accomplissement de l'ensemble des formalités juridiques, administratives et bancaires liées à l'acquisition d'un logement. En effet, la lourdeur et la complexité de ces formalités constitue une véritable entrave à la commercialisation dans le secteur immobilier. Un tel guichet a permis de dépasser cette contrainte et ainsi booster les ventes.
- **Rare** : depuis 2004, ADDOHA est le seul promoteur immobilier sur la scène nationale à proposer ce type de prestations à la clientèle. La rareté de cet avantage est due au fait que la constitution d'un guichet unique nécessite de faire des partenariats avec l'ensemble de ces composantes (banques, services publiques...) ce qui nécessite du temps et des ressources.

Cependant, le guichet unique est imitable, transférable, et substituable. En effet, ce n'est qu'une affaire de temps pour que les concurrents d'ADDOHA puissent constituer leurs guichets uniques et ainsi annuler l'importance et la valeur de cet avantage. D'ailleurs, Alliance a déjà mis en place sa structure du guichet unique en 2011, mais il n'est pas tout à fait opérationnel et il se présente seulement à son siège.

Ainsi, prenant en considération qu'ADDOHA a pu exploiter cet avantage pendant huit ans déjà, et que Alliance a commencé le processus de perfectionnement son guichet unique, on estime donc que la société peut encore l'exploiter pendant encore **quatre années** de plus, le temps qu'Alliance développe son savoir-faire et que les autres construisent aussi leur guichets.

Partie II : Détermination des options de croissance



1. Consolidation de son activité cœur de métier

Douja Promotion Groupe Addoha souhaite poursuivre la consolidation de son activité cœur de métier à travers la mise en œuvre des moyens nécessaires à la signature avec l'Etat de nouvelles conventions permettant une production additionnelle de 150 000 logements économiques à 250 000 Dhs à horizon 2015.

Le groupe a par ailleurs conclu des compromis de vente portant sur l'acquisition de terrains d'une superficie globale de 110 hectares permettant la réalisation de 25 000 logements sociaux.

Dans le cadre du partenariat conclu avec l'ALEM en 2011, la société « Foncière Iskane » (société détenue à parts égales par Douja Promotion Groupe Addoha et l'ALEM) assurera le développement de quatre projets implantés à Casablanca, Kénitra et Oujda, dont trois projets ont été autorisés portant sur 16 800 logements sociaux, 7 200 logements intermédiaires et 124 000 m² de surfaces commerciales. Un quatrième projet situé à Casablanca Médiouna portant sur 14 000 logements sociaux et 280 lots de villas est en cours d'autorisation.

2. Accélération de la production sur le segment haut de gamme

Conscient des limites en terme de développement d'une focalisation sur le segment du logement économique, Douja Promotion Groupe Addoha a opéré, dès 2008, à la diversification de son positionnement à travers le développement de programmes haut standing dédiés principalement à la résidence principale.

Dans cette optique, Douja Promotion Groupe Addoha souhaite accélérer le rythme de production du segment haut de gamme afin de satisfaire la demande rencontrée et de permettre au groupe de catalyser son développement au cours des prochaines années.

Le groupe n'envisage pas, à court terme, l'acquisition de foncier dans le haut standing car la réserve foncière stockée et identifiée aujourd'hui pour ce segment est suffisante pour le développement prévisionnel à moyen long terme considéré par le groupe.

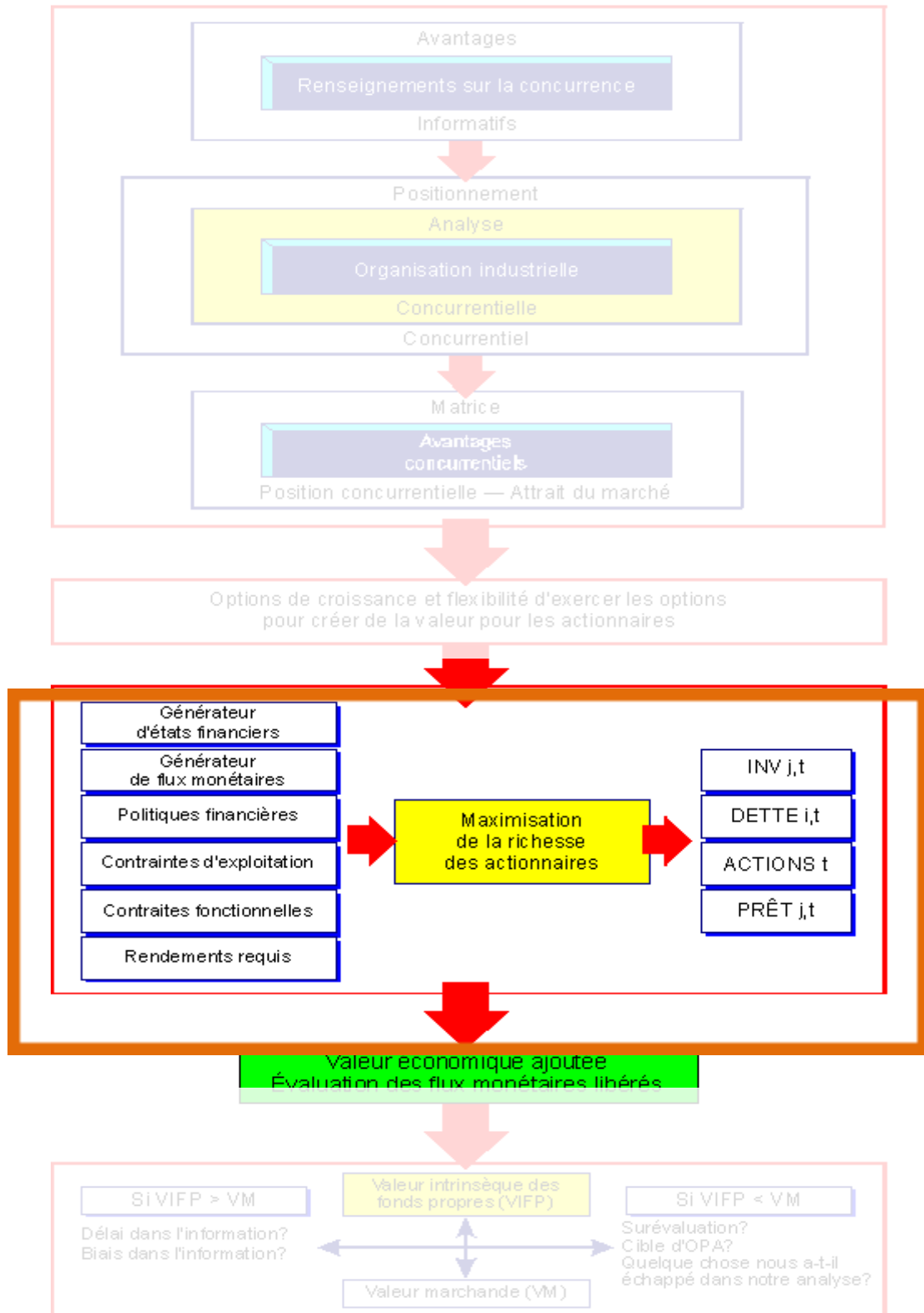
3. Poursuite de la politique de régionalisation de l'activité

Présente aujourd'hui dans les principales villes du Royaume, Douja Promotion Groupe Addoha souhaite poursuivre la politique de régionalisation de son activité à travers le développement de projets dans de nouvelles villes.

4. L'ouverture de son activité à l'international

Dans le cadre de l'ouverture de son activité à l'international, et devant faire face à une forte demande de transfert de son savoir-faire émanant de plusieurs pays de l'Afrique de l'Ouest, le groupe a entamé les démarches pour le lancement de l'activité de promotion immobilière en Côte d'Ivoire et en Guinée Conakry.

Partie III : Maximisation de la richesse des actionnaires :



Section I : Analyse historique des états financiers du groupe :

A. Analyse du Compte de résultat

Le tableau ci-dessous fait ressortir les principaux agrégats financiers du groupe DOHA sur la période 2009-2011. Compte tenu des principaux ratios de marge.

1. Chiffre d'affaires

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
Chiffre d'affaire	6 011 962	7 582 052	9 332 632	26,1%	23,1%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Evolution du chiffre d'affaires consolidé entre 2009 et 2010

Sur la période 2009-2010, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a enregistré une hausse de 26,1%, en s'établissant à 7 582,0 Mdh en 2010 contre 6 011,9 Mdh en 2009. Cette progression s'explique essentiellement Par :

- Une hausse de 36,6% du chiffre d'affaires de Douja Promotion Groupe Addoha qui s'établit à 4 483,6 Mdh, suite à la livraison d'unités relevant du haut standing ;
- La progression du chiffre d'affaires généré par le segment économique qui s'élève en 2010 est lié à l'augmentation des livraisons des logements sociaux (990 unités en 2010 vs 385 unités en 2009)
- La progression du chiffre d'affaires enregistré par le segment intermédiaire affichant une croissance de 56,1% en comparaison avec 2009

Evolution du chiffre d'affaires consolidé entre 2010 et 2011

Sur la période 2010-2011, Douja Promotion Groupe Addoha enregistre un volume d'affaires consolidé de 9 332,6 Mdh, en progression de 23,1% comparativement à 2010.

Cette évolution résulte principalement de l'effet conjugué des facteurs suivants :

- La progression des livraisons réalisées par le groupe sur les différents segments (social,intermédiaire et haut standing)

2. Valeur ajoutée

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
Valeur ajoutée	1 699 229	2 533 521	2 347 993	50,3%	-8,0%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha **Evolution de la valeur ajoutée entre 2009 et 2010**

En 2010, la valeur ajoutée s'établit à 2 553,5 Mdh en forte progression (+50,3%) par rapport à l'exercice précédent en raison essentiellement de la croissance du chiffre d'affaires de 26,1%conjuguée à la baisse de la consommation de l'exercice de 25,3% à 4 148,9 Mdh (essentiellement liée à une diminution des achats consommés de matières et marchandises).

La baisse de 7,6% de la production du Groupe Addoha en 2010 s'explique par un important déstockage de Logements finis, induisant une variation de stocks de produits négative de -879 Mdh et un chiffre d'affaires Consolidé du Groupe Addoha en croissance de 26,1%.

Evolution de la valeur ajoutée entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, la valeur ajoutée enregistre un repli (-8,0%) pour s'établir à 2 348,0 Mdh contre 2 553,5 Mdh en 2010. Cette évolution s'explique essentiellement par l'effet conjugué des facteurs suivants :

- La diminution du taux de la marge brute en raison du recul du poids des livraisons de lots de terrains dans Le volume livré global ;
- L'augmentation de 56,9% des charges externes sous l'effet des dépenses engagées par le Groupe pour Renforcer ses structures et accompagner son développement commercial.

3. EBE :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
EBE	1515646	2 365 200	2 121 525	56,1%	-10,3%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Evolution de l'excédent brut d'exploitation entre 2009 et 2010

Au titre de l'exercice 2010, l'excédent brut d'exploitation enregistre une croissance de 56,1% pour s'établir à 2 365,2 Mdh contre 1 515,6 Mdh en 2009. Cette croissance résulte de la hausse de la valeur ajoutée (+50,3%) sur la période du fait de la progression de l'activité suite aux livraisons intervenues durant cet exercice, et une quasi-stagnation des charges de personnel qui s'élèvent à 171,7 Mdh à fin 2010.

Evolution de l'excédent brut d'exploitation entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, l'excédent brut d'exploitation enregistre un repli de 10,3% pour s'établir à 2 121,5 Mdh contre 2 365,2 Mdh en 2010. Cette évolution s'explique essentiellement par :

- Le repli de la valeur ajoutée (-8,0%) sur la période principalement sous l'effet de la baisse du poids des lots De terrains dans le mix produit et la moins-value constatée suite à l'opération de cession de terrains par SAS ;
- La hausse (+23,9%) des charges de personnel sous l'effet des recrutements effectués en 2011 pour renforcer les fonctions support et stimuler le développement commercial du Groupe.

4. Résultat d'Exploitation :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
Résultat d'exploitation	1 552 451	2 365 20	2 121 525	50,2%	-6,0%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Evolution du résultat d'exploitation entre 2009 et 2010

En 2010, le résultat d'exploitation enregistre une hausse de 50,2% à 2 332,5 Mdh contre 1 552,5 Mdh en 2009, principalement justifiée par la croissance significative de l'excédent brut d'exploitation sur la période et le recul des dotations d'exploitation.

Concernant la marge opérationnelle, celle-ci ressort à 30,8% contre 25,8% en 2009 soit une amélioration de 5,0 points, liée à la hausse du volume permettant l'absorption des charges fixes.

Evolution du résultat d'exploitation entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, le résultat d'exploitation enregistre un recul de 6,0% pour s'établir à 2 193,5 Mdh contre 2 332,5 Mdh en 2010 et ce, sous l'effet notamment (i) du recul de l'excédent brut

d'exploitation pour les raisons explicitées précédemment et (ii) de l'augmentation des dotations d'exploitation suite aux investissements réalisés sur la période.

La marge opérationnelle ressort à fin 2011 à 23,5% contre 30,8% en 2010 soit un repli de 7,3 points dû à la diminution du poids des lots de terrains dans le mix-produit, la hausse des charges de structure pour accompagner le développement du Groupe et l'impact de l'opération de cession de terrains par SAS.

5. Résultat net :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
RNPG	877 968	1 685 777	1 834 945	92,0%	8,8%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Evolution du résultat net entre 2009 et 2010

En 2010, le résultat net part du groupe enregistre une progression substantielle (+92,0%) pour s'établir à 1 685,7 Mdh contre 877,9 Mdh en 2009, principalement tiré par (i) la croissance du résultat d'exploitation en 2010 et Le résultat non courant affiche un recul de 25,3% pour s'établir à 34,3 Mdh contre 45,9 Mdh en 2009, suite à une baisse des produits non courants (-52,4%) conjuguée à une baisse plus importante des charges non courantes (-68,0%).

Concernant la marge nette, elle s'apprécie de 7,6 points et s'élève à 22,2% en 2010 vs 14,6% en 2009.

Evolution du résultat net entre 2010 et 2011

Le résultat net part de groupe s'élève à 1 834,9 Mdh en progression de 8,8% par rapport à 2010 (1 685,7 Mdh).

Cette évolution résulte de la hausse du résultat net des entreprises intégrées pour les raisons explicitées ci-dessus et du recul des intérêts minoritaires.

Le résultat net consolidé et le résultat net part de groupe tiennent compte de la perte non récurrente réalisée au titre de l'opération SAS de -240 Mdh. Retraités de cette perte, le résultat net consolidé et le résultat net part de groupe s'établissent respectivement à 2 174,0 Mdh et 2 075,0 Mdh, enregistrant une augmentation par rapport à 2010 de 18,6% et 23,1%.

La marge nette part de groupe retraitée de ladite opération s'établit à 22,2%, soit au même niveau enregistré en 2010.

B. Analyse bilancielle (comptes consolidés)

1. Actif immobilisé

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
Actif immobilisé	523 933	527 588	171 613	0,6%	33,4%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Evolution des immobilisations entre 2009 et 2010

En 2010, l'actif immobilisé consolidé du groupe s'établit à 527,2 Mdh contre 523,9 Mdh, soit une légère hausse de 0,6% par rapport à 2009

Evolution des immobilisations entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, l'actif immobilisé consolidé s'élève à 703,4 Mdh contre 527,2 Mdh en 2010, soit une progression de 33,4% se justifiant principalement par :

La hausse des immobilisations corporelles qui s'élèvent à 496,0 Mdh en 2011 contre 362,4 Mdh en 2010. Cette évolution résulte essentiellement des investissements réalisés par (i) Douja Promotion Groupe Addoha (pour un montant de 35,8 Mdh relatif à l'acquisition d'un terrain destiné à abriter un Show-Room et aux aménagements opérés au niveau du siège) et (ii) General Firm of Morocco (pour un montant de 185,3 Mdh afférent notamment aux investissements de l'aménagement de la Marina de Saïdia)

2. Fond propres :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
Capitaux propres	5 547 927	9 715 910	10 518 238	75,1%	8,3%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Evolution des fonds propres entre 2009 et 2010

En 2010, les fonds propres consolidés du groupe enregistrent une croissance de 80,9% pour s'établir à 9 395,1 Mdh contre 5 194,2 Mdh en 2009. Cette évolution est imputable aux éléments suivants

- La croissance du capital social de 11,1% suite à l'augmentation du capital de Douja Promotion Groupe Addoha par apport en numéraire réalisée en 2010
- La hausse notable (+92,0%) du résultat net part du groupe ;
- La progression des réserves consolidées de 33,1% pour s'établir à 1 266,0 Mdh contre 950,9 Mdh en 2009.

Evolution des fonds propres entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, les fonds propres part du groupe s'élèvent à 10 099,2 Mdh contre 9 395,1 Mdh en 2010, soit une progression de 7,5%. Cette croissance s'explique principalement par l'effet combiné des facteurs suivants :

- La croissance du résultat net part du groupe de 7,5% passant de 1 685,8 Mdh en 2010 à 1 835,0 Mdh en 2011 ;
- La progression des réserves consolidées de 43,8% pour s'établir à 1 820,9 Mdh à fin 2011.

C. Etude de l'équilibre financier :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	VAR 10 /09	VAR 11 /10
FR	8 703 435	15 517 777	16 300 986	78,3%	5,0%
BFR	13 471 844	16 484 602	18 962 974	22,4%	15,0%
TN	-4768409	-966 825	-2 661 988	-79,7%	

Evolution de l'équilibre financier entre 2009 et 2010

En 2010, le fonds de roulement consolidé du groupe Addoha s'élève à 15,5 Mrd Dh, enregistrant une hausse notable (+78,3%) par rapport à l'exercice précédent principalement en raison de la croissance de son financement permanent lié à :

- L'accroissement du capital d'un montant de 2 992,5 Mdh ;
- L'emprunt obligataire émis s'élevant à 2 000 Mdh ;
- Le résultat net de l'ensemble consolidé s'élevant à 1831,6 Mdh

Evolution de l'équilibre financier entre 2010 et 2011

En 2011, malgré une augmentation de l'actif immobilisé de 33,4%, le fonds de roulement du groupe Addoha enregistre une hausse de 5,0% par rapport à 2010 liée principalement à l'accroissement des capitaux propres et la légère progression de l'endettement financier. L'activité de Douja Promotion Groupe Addoha induit un niveau de besoin en fonds de roulement élevé généré essentiellement par le lancement à la production de plusieurs programmes de logements économiques.

Le Groupe finance une partie de ses besoins en recourant à l'endettement à court. La trésorerie nette s'établit par conséquent à un niveau négatif de -2 662,0 Mdh au 31 décembre 2011. Le rapport FR/BFG s'établit à 85,9% en 2011 contre 94,1% en 2010.

D. Analyse des ratios :

RATIO	2009	2010	2011
ROE	16,9%	19,9%	18,2%
ROCE	8,9%	10%	7,8%
Gearing	58,2%	68,1%	80,6%
Capacité de remboursement	2,8	3,7	1,6
Payout	48,4%	37,4	35
PER	35,5 x	18,6 x	15,1 x
D/Y	3%	2,3%	3%

Commentaire des ratios :

Le taux d'endettement net (dette nette / capitaux propre) est un ratio qui mesure le niveau d'endettement d'une société par rapport à ses fonds propres. Plus le ratio est élevée, plus l'entreprise est endettée, de plus il donne des indications sur la structure financière de l'entreprise.

Dans cette lignée est suite à la hausse de 3% des dettes de financement à 5820,5 et ce en dépit du désendettement total de SAS auprès des banques pour un montant de 900, la dette nette s'établit à 8 482,5 en 2011 contre 6 615,8. Le gearing demeure, toutefois soutenable à 81% à fin 2011 contre 68% en 2010.

Le rendement des capitaux propre attribuables aux actionnaires ordinaires s'établissait à 18,6%, le ROE qui illustre l'efficacité de Doha Douja Promotion à déployer les capitaux qui leur ont confiés les

actionnaires, malgré un résultat non courant en baisse de 7,7 % à 28,7 MAD, la capacité bénéficiaire de la société se hisse de 18,6% à 1195,2 MAD

La capacité de remboursement de la dette à travers le processus d'exploitation, il exprime le nombre d'années la capacité de l'entreprise à rembourser son endettement en moyen de son excédent brut d'exploitation, sauf exception un endettement trop important au regard de la création de richesse de l'entreprise, la capacité de remboursement du groupe représente en 2011 un raton de 3 ce qui traduit un endettement tolérable au regard de la création de richesse de l'entreprise

En terme de rendement la société compte distribuer un dividende de 1,5 MAD au titre de l'exercice un dividende de 1,5 MAD au titre de l'exercice 2011(vs 2 MAD en 2010) affichant un D/Y la base du dividende s'explique par la volonté de la société de conforter ses fonds propres dans l'optique de la poursuite d'acquisition de fonciers stratégiques et un payout de 37,4%

Section II : Les prévisions pour les années futures

A. Les prévisions concernant les comptes de résultats :

Comptes de résultat (M MAD)	2012	2013	2014	2015
CA consolidé	10 828,1	11 657,0	13 031,1	14 437,4
EBITDA consolidé	3 025,3	3 470,0	3 957,2	4 470,9
EBIT consolidé	3 010,1	3 453,7	3 939,0	4 450,7
Impôts	412,5	425,7	498,0	573,8
Taux d'imposition	15,0%	13,5%	13,5%	13,5%
RNPG	2 220,7	2 482,4	2 903,8	3 345,9

D'après le tableau de prévisions fourni par Addoha, on constate que ce groupe opte pour un scénario central qui tient compte d'une progression conservatrice de la demande sur le segment haut-standing à composante résidentielle principale et d'une progression de la production d'unités sociales.

Ainsi, on constate qu'il a prévu une augmentation moyenne du CA consolidé de 11,6% sur les 4 années estimées.

Du côté de l'EBITDA, et l'EBIT le groupe prévoit une évolution moyenne de 18,5% pour le premier et de 19% pour le second.

De ce fait, le RNPG enregistrera une évolution moyenne de 16%.

B. Les prévisions des comptes de bilan :

Bilan & autres éléments (M MAD)	2012	2013	2014	2015
Immobilisations nettes totales	704,9	706,3	707,7	709,1
Total fonds propres	12 238,8	14 408,3	16 730,8	19 364,9
Besoin de fonds de roulement	17 810,8	17 136,9	19 063,6	20 030,3
Dettes nettes	6 273,6	3 431,0	3 035,8	1 370,6
Capitaux employés	18 515,6	17 843,2	19 771,3	20 739,4

Ce tableau montre que les immobilisations nettes resteront presque stables entre 2012 et 2015.

Les fonds propres augmenteront de 16% en moyenne, et le BFR diminuera en 2013 et augmentera de 16% en 2014.

Les dettes nettes connaîtront une diminution considérable entre 2012 et 2015. En effet, les dettes nettes vont enregistrer une baisse moyenne de 34% durant la période étudiée.

Enfin, pour ce qui concerne les capitaux employés, leur évolution sera stable, puisque ils vont croître de presque 1% l'année durant toute la période.

Section III : Structure financière et coût du capital :

A. Structure financière

1. Fonds propres :

Le tableau ci-après présente l'évolution des capitaux propres consolidés sur la période 2009-2011 :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	Var. 10/09	Var. 11/10
Capital	2 835 000	3 150 000	3 150 000	11,1%	0,0%
Primes	661 500	3 293 401	3 293 401	>100%	0,0%
Réserves consolidées	950 995	1 266 015	1 820 911	33,1%	43,8%
Autres réserves	-131 250	-	-	Ns	
Résultat net part du groupe	877 968	1 685 777	1 834 954	92,0%	8,8%
Capitaux propres part du groupe	5 194 213	9 395 194	10 099 266	80,9%	7,5%
Intérêts minoritaires	353 759	320 716	418 972	-9,3%	30,6%
Capitaux propres de l'ensemble consolidé	5 547 972	9 715 910	10 518 238	75,1%	8,3%

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

Au titre de l'exercice 2011, les fonds propres part du groupe s'établissent à 10 099,2 Mdh contre respectivement 9 395,1 Mdh et 5 194,2 Mdh en 2010 et 2009.

Evolution des fonds propres entre 2009 et 2010

En 2010, les fonds propres consolidés du groupe enregistrent une croissance de 80,9% pour s'établir à 9 395,1 Mdh contre 5 194,2 Mdh en 2009. Cette évolution est imputable aux éléments suivants :

La croissance du capital social de 11,1% suite à l'augmentation du capital de Douja Promotion Groupe Addoha par apport en numéraire réalisée en 2010 et qui a induit une hausse(i) du capital social de 2 835,0 Mdh à 3 150,0 Mdh et (ii) de la prime d'émission à 3 293,4 Mdh (vs. 661,5 Mdh en 2009) ;

La hausse notable (+92,0%) du résultat net part du groupe ;

La progression des réserves consolidées de 33,1% pour s'établir à 1 266,0 Mdh contre 950,9 Mdh en 2009.

Evolution des fonds propres entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, les fonds propres part du groupe s'élèvent à 10 099,2 Mdh contre 9 395,1 Mdh en 2010, soit une progression de 7,5%.

Cette croissance s'explique principalement par l'effet combiné des facteurs suivants :

La croissance du résultat net part du groupe de 7,5% passant de 1 685,8 Mdh en 2010 à 1 835,0 Mdh en 2011 ;

La progression des réserves consolidées de 43,8% pour s'établir à 1 820,9 Mdh à fin 2011.

2. Endettement net :

Le tableau ci-après détaille l'évolution de l'endettement net sur la période 2009/2011 :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	Var. 10/09	Var. 11/10
Dettes financières	3 668 668	5 648 926	5 820 510	54,0%	3,0%
Disponibilités (y compris les VMP)	514 333	500 949	207 435	-2,6%	-58,6%
Découverts	5 282 742	1 467 774	2 869 423	-72,2%	95,5%
Endettement net	8 437 077	6 615 751	8 482 498	-21,6%	28,2%
Taux d'endettement¹⁰	60,3%	40,5%	44,6%	-19,8 pts	4,1 pts

Source : Douja Promotion Groupe Addoha

10 Dette nette / (Fonds propres + Dette nette)

Evolution de l'endettement net entre 2009 et 2010

En 2010, l'endettement moyen et long terme affiche une hausse de 54,0% à 5 648,9 Mdh en raison notamment de :

L'émission en 2010 par Douja Promotion Groupe Addoha d'un emprunt obligataire d'un montant de 2 000,0 Mdh ;

La conclusion de nouveaux emprunts bancaires au niveau des filiales (Tanger Sakane, Mabani Détroit, Immolog et Cita) ;

Le recours à des crédits moyen terme sur 5 à 7 ans, remboursables par anticipation, en substitution d'une partie de l'endettement à court terme visant à sécuriser le financement du développement du groupe.

La trésorerie nette s'établit à -966,8 Mdh contre -4 768,4 Mdh en 2009 composée essentiellement des découverts mis à la disposition du groupe. Ces derniers ont connu une diminution significative de -72,2% en passant de 5 282,7 Mdh en 2009 à 1 467,7 Mdh en 2010. Cette baisse trouve son origine dans la restructuration du financement opérée par la Société, reclassant de ce fait les dettes à court terme en dettes à moyen et long terme, à travers notamment l'émission obligataire de 2 000,0 Mdh en 2010 et le recours aux crédits moyen terme.

De ce fait, l'endettement net ressort à 6 615,7 Mdh en 2010 contre 8 437,0 Mdh en 2009. Le taux d'endettement recule par conséquent de 60,3% en 2009 à 40,5% en 2010.

Evolution de l'endettement net entre 2010 et 2011

Au titre de l'exercice 2011, le groupe Addoha affiche un endettement moyen et long terme de 5 820,5 Mdh en légère croissance de 3,0% par rapport à 2010 sous l'effet des facteurs suivants :

L'augmentation de la dette financière de la société Immolog qui contracte en 2011 un emprunt bancaire de 85 Mdh afin de soutenir son développement. Au 31 décembre 2011, le solde de cette dette s'établit à 70 Mdh suite au remboursement de trois trimestrialités (l'encours de la dette financière totale d'Immolog passe ainsi de 250,0 Mdh en 2010 à 320,0 Mdh en 2011) ;

La hausse de la dette financière de la société Tanger Sakane suite à la levée d'un nouvel emprunt bancaire de 91 Mdh. L'encours des dettes de financement de la société Tanger Sakane évolue par conséquent de 200,0 Mdh en 2010 à 291,3 Mdh en 2011 ;

La levée par la société Mabani Zellidja d'une nouvelle dette bancaire portant le solde de ses dettes de financement à 120,0 Mdh en 2011 (contre 70,0 Mdh en 2010) ;

La levée par la société Addoha Essalam d'un emprunt bancaire de 170,0 Mdh en 2011 pour couvrir une partie de ses besoins de financement inhérents aux projets qu'elle développe.

En dépit de la progression de la dette nette consolidée, la consolidation des fonds propres du groupe qui augmentent de 9 716,0 Mdh en 2010 à 10 518,2 Mdh en 2011, permet de maintenir le taux d'endettement à des niveaux inférieurs à 50%.

B. CMCP :

Pour les besoins d'évaluation d'ADDOHA, nous nous sommes basés sur la méthode d'actualisation des *cash-flows* futurs en retenant les hypothèses suivantes :

Un TCAM du chiffre d'affaires de 4,7% sur la période 2012-2015 ;

Une marge d'EBITDA moyenne de 30,3% sur la période 2012-2015

Un taux d'actualisation de 6,55%, tenant compte de :

Indicateurs	Valeur	Explication
Taux sans risque	1,72%	Dernier Taux des Bons du Trésor 4 ans (en ligne avec l'horizon de prévisions retenu) en appliquant la formule du taux d'équivalence $I=[1+t]^{(1/n)}-1$ ça nous donne $(1+4,36\%)^{(4/10)}-1=0,017217043$ c.-à-d. 1,72%. 4,36% est le taux sans risque sur 10 ans c.-à-d. le taux de rémunération des bons de trésor qui ne comporte qu'un risque souverain
Beta	0,68%	Beta moyen pondéré par les capitalisations flottantes de l'ensemble des entreprises opérant dans le secteur de l'immobilier sur les 4 dernières années
Prime de risque marché actions	7,8%	Rentabilité des fonds propres des sociétés cotées dans le secteur immobilier au Maroc
Coût de la dette	6,22 %	Taux effectif du coût de la dette au niveau du groupe ADDOHA c.à.d. le rapport charge financières / le total des dettes (527235/8482498) voir tableau de l'évolution résultat financier et le tableau de l'évolution de l'endettement
Taux d'IS	4,2 %	C'est le taux d'impôt payé par le groupe ADDOHA en 2011
Taux Dette nette	5,96%	C'est le cout de la dette avant impôt *(1-taux d'imposition)/100
% Fonds Propres	55,4 %	Structure de financement actuelle : c.-à-d. le rapport CP/CP+D (10518238 / (8482498+10518238))
% Dette nette	44,6 %	Structure de financement actuelle : c.-à-d. le rapport D/CP+D voir le tableau de l'évolution de l'endettement net sur la période 2009 /2011
Coût Moyen Pondéré du Capital	6,55 %	

Tableau de l'évolution du résultat financier :

En milliers de dirhams	2009	2010	2011	Var. 10/09	Var. 11/10
Résultat d'Exploitation	1 552 451	2 332 486	2 193 458	50,2%	-6,0%
Produits financiers	510 514	303 318	258 515	-40,6%	-14,8%
Charges financières	797 126	489 090	527 235	-38,6%	7,8%
Résultat financier	-286 612	-185 772	-268 720	-35,2%	-44,7%

Le détail de calcul du CMPC se présente comme suit :

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais) est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires et les créanciers pour financer l'entreprise. Il est égal au coût moyen pondéré des différentes sources de financement de l'entreprise.

$$\text{CMPC} = R_c * (\text{CP} / \text{CP}+\text{D}) + R_d * (\text{D} / \text{CP}+\text{D}) * (1 - t)$$

$$\text{CMPC} = 7,024\% \times 55,4 \% + 6,22\% (1 - 4,22\%) \times 44,6\%$$

$$\text{CMPC} = 6,55 \%$$

CP : Capitaux propres

Rc : Le cout du capital de l'entreprise

D : Dettes

t : taux d'imposition de l'entreprise

Rd : Le taux de rendement exigé par la dette du groupe ADDOHA

$$Rc = Rf + \beta (E(Rm) - Rf)$$

$$Rc = 1,72\% + 0,68 \%(9,52\% - 1,72\%)$$

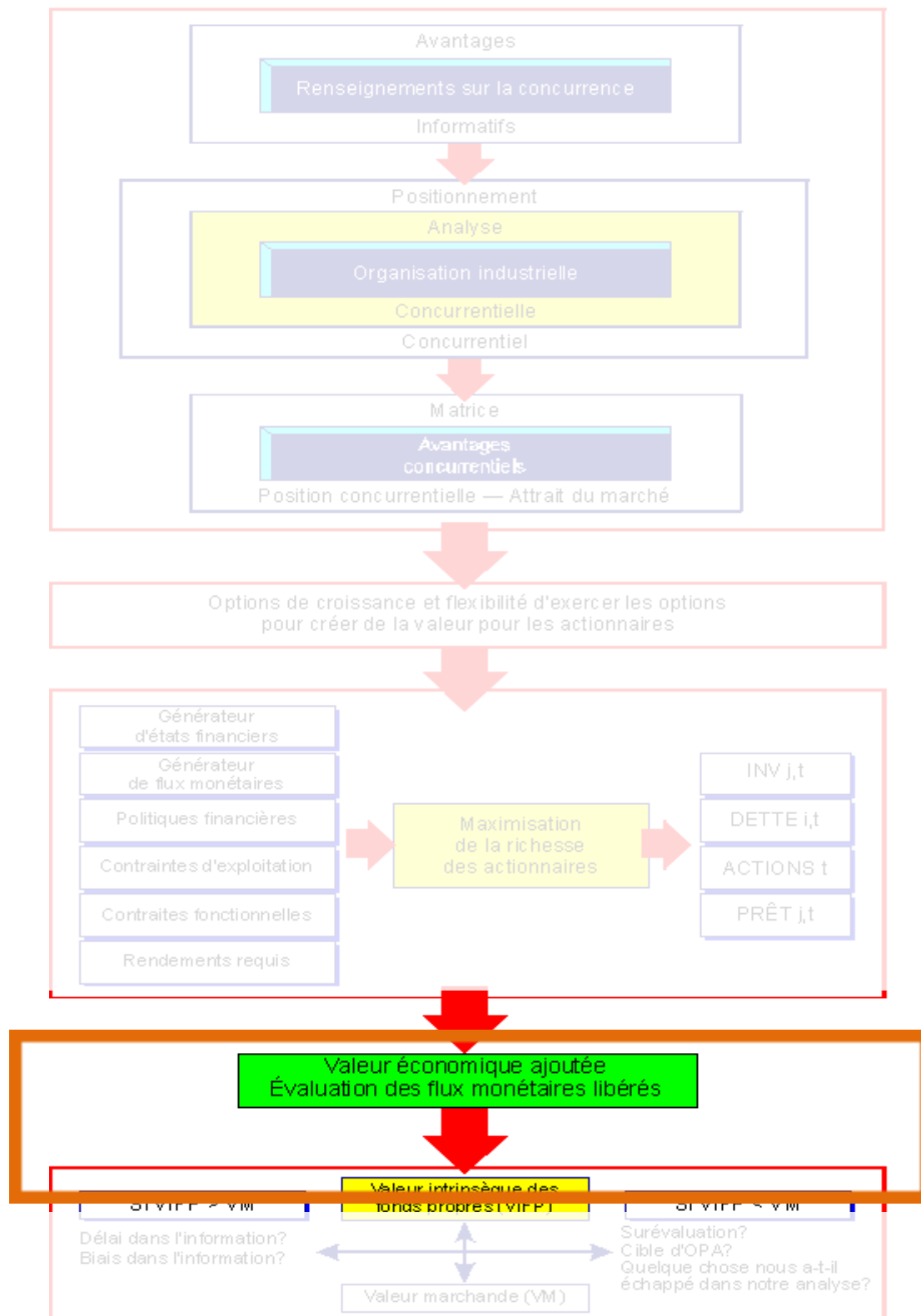
$$Rc = 7,024\%$$

$E(Rm) - Rf$ = Taux risqué du marché qui provient de la différence entre les moyennes arithmétiques des taux de rendement marché (représenté par un indice boursier) et des taux de rendement des bons de Trésor.

$$\beta (E(Rm) - Rf) = \text{Prime de risque société} \Rightarrow \text{prime de risque du Marché} \times \text{Bêta société}$$

Rf = Taux de rendement sans risque

Partie IV : La valeur intrinsèque du groupe Addoha Douja promotion



Dans ce quatrième bloc du schéma de création de valeur, on va essayer de déterminer la valeur intrinsèque du groupe 'ADDOHA, qui résulte essentiellement de son plan stratégique et ses décisions d'investissement et financement exploré dans les blocs précédents.

Pour le faire, on va appliquer deux méthodes, la première consistera à calculer l'VEA la valeur économique ajoutée, et la deuxième sera FML ou les flux monétaires libérés.

A. La valeur économique ajoutée (EVA) :

L'application de la méthode EVA se base essentiellement sur les prévisions des flux monétaires que ADDOHA sera capable de générer durant la période de planification, il faut aussi déterminer l'écart de performance c'est-à-dire la différence entre le rendement et le coût du capital investi qui sera déterminer dans le tableau ci-dessous qui nécessite la détermination du coût de capital de ADDOHA qui est de 6,55%(selon le tableau précédents) et le BENAI ou NOPAT, qui sera calculé on se basant sur les tableaux prévisionnels de l'EBIT et le l'impôt déterminés dans les blocs précédents .

IL est à mentionner que pour le calcul de l'EVA on a estimé comme horizon de planification l'année 2015, on supposant qu'au-delà de cette année l'avantage concurrentiel que possède le groupe ADDOHA sera érodé, c'est-à-dire le rendement marginal sur le capital de ADDOHA sera inférieur à son coût marginal.

Tableau: Montant du capital investi :

	Montant du capital investi exprimé en (M MAD)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Immobilisations nettes	703,4	704,9	706,3	707,7	709,1
Besoins en fonds de roulement	18963	17810,8	17136,9	19063,6	20030,3
Totaux	19666,4	18515,7	17843,2	19771,3	20739,4

Tableau: chiffre d'affaire et EBIT prévisionnels

	2012	2013	2014	2015
CA (HT)	10828,1	11657	13031,1	14437,4
EBIT/ CAHT	28%	30%	30%	31%
AIN	704,9	706,3	707,7	709,1
BFR	17810,8	17136,9	19063,6	20030,3
Capital investi: Cit	18515,7	17843,2	19771,3	20739,4

Tableau: Le calcul de la valeur économique ajoutée

	2012	2013	2014	2015
EBIT	3010,1	3453,7	3939	4450,7
Impôt (calculé sur EBIT)	- 412,50	- 425,70	- 498,00	- 573,80
NOPAT	2 597,60	3028,00	3441,00	3876,90
RCI	13,21%	16,35%	19,28%	19,61%
CMPC	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%
EVA	1309,45	1815,22	2272,27	2581,88
MVA	6 316,09			

Vu que les écarts de performance entre le rendement marginal et le cout marginal sont positifs (comme le présente le graphique ci-dessous) les EVA entre les années 2012 et 2015 sont positives.

Donc une première conclusion peut être tirée à partir du calcul de l'EVA, c'est qu'il y a une création de valeur pour les actionnaires du groupe ADDOHA ,ce qui prouve encore une fois que les départements de la chaine de valeur du groupe sont capables de générer des flux .Ceci dit que le groupe ADDOHA a intérêt à accroître la taille de ces investissements pour tirer le maximum de profits de la capacité de son avantage concurrentiel 4 ans à générer de la valeur .

Graphique: l'évolution de la valeur économique ajoutée

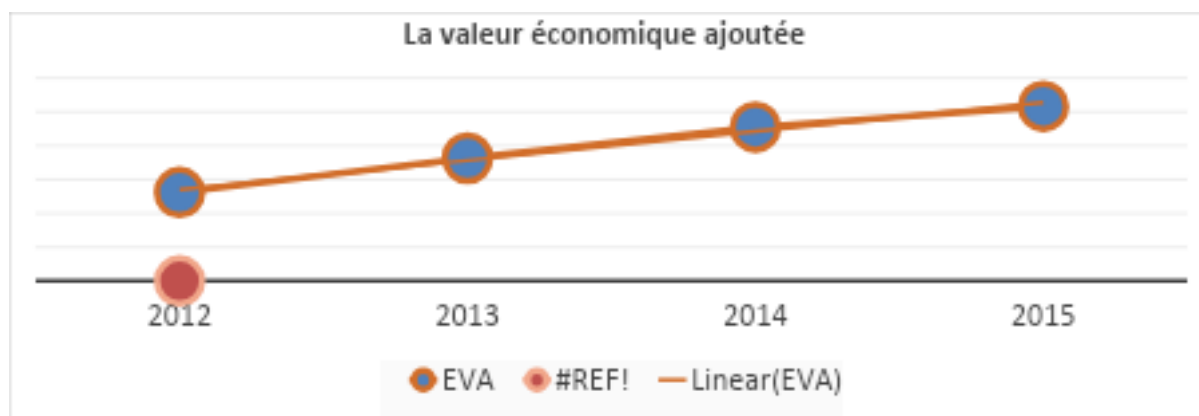
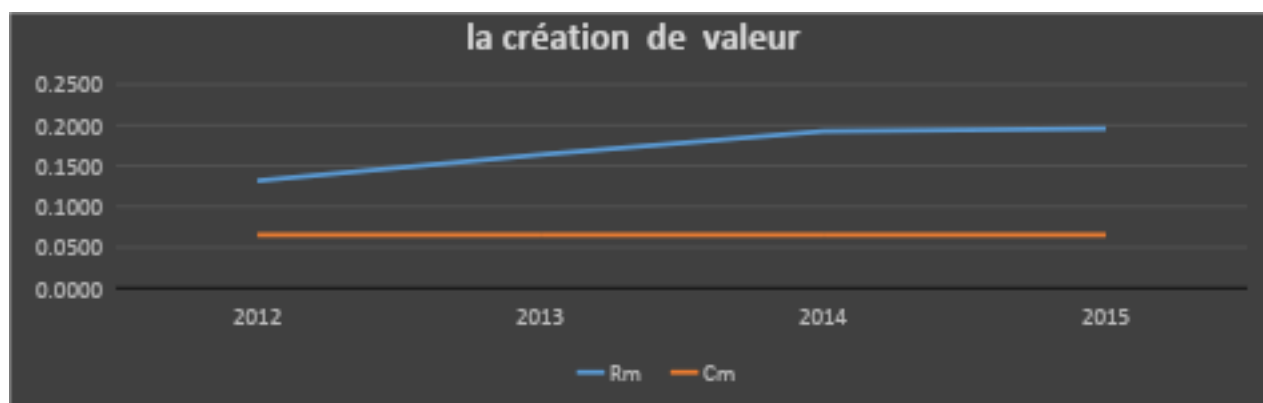


Tableau: Valeur intrinsèque de la firme ADDOHA :

	2015	2016
NOPAT	3 876,9000	
Dot. Amor.	20,2000	
CF exploitation	3 897,1000	
Var. BFR	966,7000	
Inv. Brut	21,6000	
FCF	2 908,8000	2 996,0640
Taux de croissance futur du FCF		0,0300
CMPC		0,0655
Valeur en 2015		84 396,1690
Valeur actuelle (en 2012)		71 796,1310
capital début de l'année 2012		19 666,4000
Valeur intrinsèque d'exploitation		91 462,5310
Placement		1 050,0000
Valeur intrinsèque totale		92 512,5310
Endettement total et baux		27888,185
valeur intrinsèque des fonds propres		64 624,3460
nombre d'action en circulation	317 000 000,0000	
valeur de l'action ADDOHA	203,8623	

B. Méthode des flux de trésorerie actualisés :

Appelée plus communément Discounting-Cash-Flow (DCF). Elle revient à considérer qu'une entreprise vaut «ce qu'elle rapporte». La méthode d'évaluation est basée sur la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie dans le futur et conduit à les actualiser à un certain taux. Ce taux reflète le coût d'opportunité des capitaux investis et le risque qu'elle ne puisse pas générer ces flux.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie libre bénéficie d'un grand intérêt dans la mesure où elle tient particulièrement compte des spécificités propres à l'entreprise (risque lié à l'activité, perspectives de croissance, dépenses d'investissement,).

La mise en œuvre de cette méthode amène, en effet, l'évaluateur à se pencher sur l'avenir de l'entreprise, sur l'évolution de sa position concurrentielle et sur la tendance du marché dans lequel elle opère.

L'application de cette méthode présente, cependant, certaines difficultés pratiques liées à l'estimation de différents paramètres. Ainsi, l'estimation du taux d'actualisation est délicate pour les raisons suivantes :

- Le coût des fonds propres est déterminé sur base de données passées et non futures;
- La pondération entre l'endettement financier et les capitaux propres n'est guère aisée vu la difficulté d'appréhender une structure de financement optimale pour l'entreprise.

Tableau : Détermination du BENAI

	2012	2013	2014	2015
EBIT ou BAVIT ou BENAI	3 010,10	3 453,70	3 939,00	4 450,70
Impôt	-412,50	-425,70	-498,00	-573,80
BENAI ou NOPAT	2 597,60	3 028,00	3 441,00	3 876,90

Tableau : Détermination du Capital investi

	2012	2013	2014	2015
Immobilisations nettes totales	704,90	706,30	707,70	709,10
Besoin de fonds de roulement	17 810,80	17 136,90	19 063,60	20 030,30
CAPITAL INVESTI	- 672,50	1 928,10	968,10	207,39

Tableau : Détermination des FML actualisés

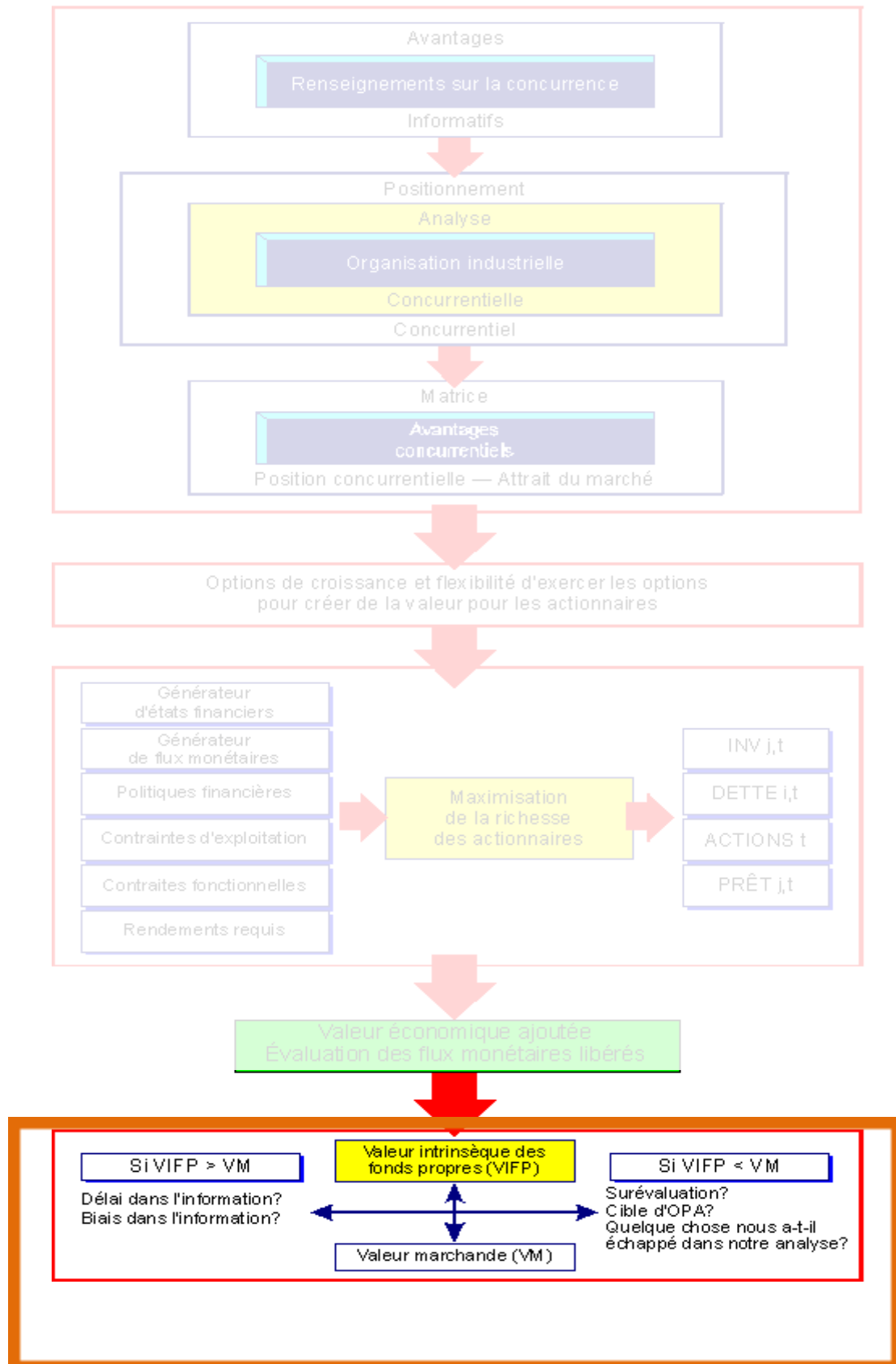
	2012	2013	2014	2015
FML	3270,10	1099,90	2472,90	3669,51
Facteur de l'actualisation	0,88	0,83	0,78	0,73
Valeur actuelle des FML	2880,41	909,27	1918,64	2672,02

Tableau : Détermination de valeur intrinsèque des fonds propres et de la valeur de l'action

	2015	2016
FCF	3 669,5060	3 779,5912
Taux de croissance futur du FCF		0,0300
CMPC		0,0655
Valeur en 2015		106 467,3572
Valeur actuelle (en 2012)		90 984,6397
Valeur intrinsèque d'exploitation		90 984,6397
Placement		1 050,0000
Valeur intrinsèque totale		92 034,6397
Endettement total et baux		27888,185
valeur intrinsèque des fonds propres		64 146,4547
nombre d'action en circulation	317 000 000,0000	
valeur de l'action Addoha	202,3547	

La valeur intrinsèque des fonds propres trouvée par l'application de la méthode de la VEA est presque la même que celle obtenu en utilisant la méthode des FML, ce qui valide la démarche suivie et les calculs que nous avons trouvés.

Partie V : Valeur intrinsèque – Valeur marchande

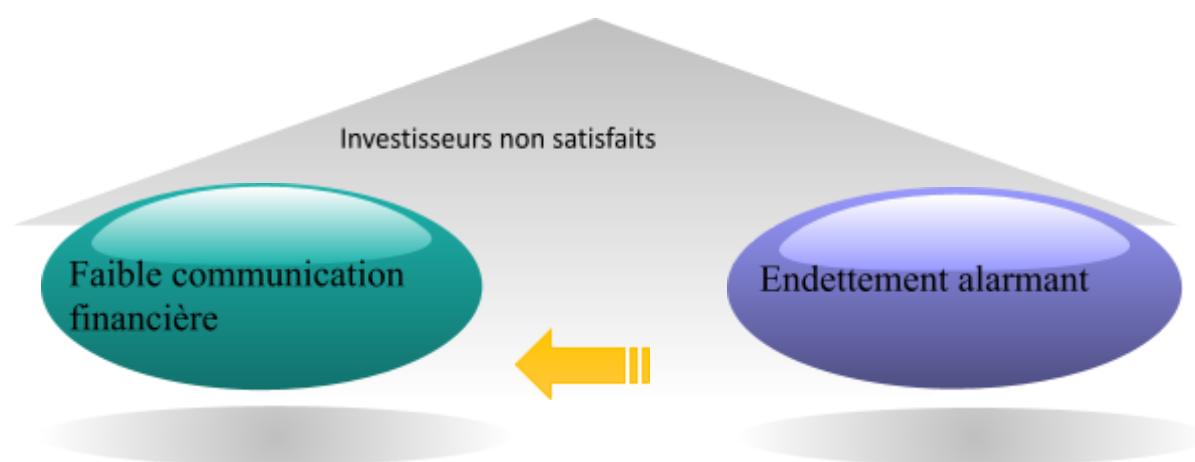


A. Analyse de l'écart :

L'action d'ADDOHA est en situation de sous-évaluation, vu que la valeur intrinsèque calculée excède de **138,92** la valeur marchande qui correspond au cours de l'action constaté dimanche à 13h:00 et qui s'élève à 64,94.

valeur de l'action Addoha	203,8623
Cours de l'action : Dimanche 13:00:00	64,9400
Ecart valeur intrinsèque / valeur marchande	138,9223

Une telle situation peut être expliquée par :



Le groupe ADDOHA comme on a déjà précisé opère dans un secteur d'activité qui est très sensible. Ceci impacte directement la valeur de ces actions qui sont bien évidemment impactées par la moindre information publiée sur le marché.

Comme toutes les entreprises marocaines cotées en bourse le groupe ADDOHA ne dispose pas d'une communication financière maîtrisée en interne, le groupe se contente de publier ses états financiers sans déployer des efforts afin de mieux expliquer aux investisseurs la situation financière et les projets futurs de l'entreprise, ce qui conduit à une sous-évaluation de la valeur de l'action qui se trouve fortement pénalisée avec un écart de 138,9223 avec la valeur intrinsèque de la firme.

Depuis la publication des résultats du groupe ADDOHA, la valeur de Casablanca n'a cessé de sanctionner le titre du promoteur immobilier, entre le début de l'année 2012 et jusqu'au 22 octobre 2012 la valeur a perdu 3,18% en passant de 64,00 MAD à 59,00 MAD.

Cette pénalisation du titre Addoha a été justifiée par les investisseurs par le fait que le niveau d'endettement du groupe Addoha est devenu alarmant ce qui constitue pour eux une situation financière déséquilibrée. Mais la réalité qui se cache derrière et qui n'a pas été communiquée aux investisseurs c'est que ADDOHA a augmenté sa réserve foncière de 50 ha courant 2012, notamment à Casablanca. Parallèlement, la dette financière au 30 juin 2012 s'élève à 9,5 Mrd MAD, soit un accroissement de +10,6% par rapport à 2011.

Dans ce sens, l'endettement du groupe atteint le niveau alarmant de 9,5 Mrd MAD nets (en hausse de 1 Mrd MAD), soit 90% des fonds propres contre 80% une année auparavant. Par conséquent, la trésorerie nette creuse son déficit à -3,20 Mrd MAD au S1 2012 contre -2,66 Mrd MAD à fin 2011. Une situation catégoriquement refusée par les investisseurs.

Face à cette situation et pour que la valeur marchande du groupe Addoha reflète la valeur réelle de ses actions, il faut non seulement alléger le niveau mais aussi en terme de communication financière pour les investisseurs aient les informations pertinentes quant au devenir et aux réalisations du groupe.

B. Analyse des scénarios

- Scénario haussier (Bull Case) :

A terme, Addoha serait en mesure d'augmenter son rythme de production à 30 000 unités sociales et bénéficierait d'une forte demande sur le segment haut-standing avec des livraisons de 2 000 unités par an.

- Scénario central (Base Case) :

A terme, Addoha serait en mesure d'augmenter son rythme de production à 25 000 unités sociales et bénéficierait d'une forte demande sur le segment haut-standing avec des livraisons de 1 500 unités par an.

- Scénario baissier (Bear Case) :

A terme, Addoha ne serait en mesure d'augmenter son rythme de production qu'à un niveau de 20 000 unités sociales et ne délivrerait que 1 000 unités de haut-standing par an.

Conclusion: Présentation des acquis professionnels et des limites de l'étude

L'évaluation est la méthode d'établissement de la valeur d'une entreprise permettant d'anticiper un prix potentiel de l'entreprise. L'évaluation d'une entreprise est une tâche complexe, et seul un analyste financier qui possède de l'expérience en évaluation d'entreprises peut la réaliser.

Dans le cadre de ce projet, les étudiants de la 5^{ème} année ENCG Casablanca, ont été amenés à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise cotée dans la bourse de Casablanca. C'est justement dans cette perspective que s'inscrit notre rapport d'évaluation du DOUJA PROMOTION Groupe ADDOHA.

L'évaluation d'une entreprise n'est pas une science exacte et il existe de nombreuses méthodes d'évaluation. Chacune de ces méthodes est fondée sur des hypothèses et des données financières différentes, qui se traduisent habituellement par une valeur différente pour chaque méthode d'où la difficulté de cette étude.

La réalisation de ce projet d'évaluation d'entreprise était une expérience enrichissante qui nous a permis tout d'abord de nous familiariser avec les différentes méthodes d'évaluation des entreprises employées par les professionnels et de reconnaître les avantages et limites de chaque méthode, d'avoir un œil critique sur les performances des entreprises ainsi que de juger la pertinence de leur projets futurs.

Grace à ce projet nous avons appris comment estimer les principaux paramètres nécessaires aux évaluations des entreprises. C'était en effet une opportunité de mettre l'accent sur la maîtrise des techniques et des concepts les plus importants afin de poser les bonnes questions dans la démarche d'évaluation d'entreprise.

Malgré notre manque d'expertise en évaluation d'entreprise et pour le bon déroulement du projet notre équipe a :

- Collecter des informations rigoureuses et fiables
- Maîtriser les méthodologies et techniques acquises en cours d'ingénierie financière,
- Analyser les principaux atouts et faiblesses du secteur immobilier pour déterminer la capacité du groupe ADDOHA à évoluer sur son marché,
- Mener une veille sur les pratiques d'évaluation des principales entreprises concurrentes,

Par ailleurs, tout au long de la réalisation de notre étude nous avons rencontré des difficultés liées essentiellement à la :

Fiabilité de l'information financière : Vu que notre principale source d'information est la toile ce qui attire l'attention sur le degré de crédibilité des contenus de ses sites.

Accessibilité à l'information financière : en raison de la confidentialité de certaines données stratégiques du groupe.

Forme et contenu des états financiers : Les volumes des états financiers sont souvent dissuasifs. Les documents sont beaucoup trop longs et découragent les lecteurs. Les mises en page sont généralement austères : noir et blanc, texte très dense, pas d'éléments visuels. A noter qu'une présentation austère apparaît rédhitoire, y compris pour les plus « matures » Peu / pas de clés de lecture pour favoriser une lecture rapide En ce qui concerne la hiérarchisation de l'information, les éléments utiles/attendus ne sont pas toujours présentés en premier en l'occurrence les informations qui peuvent sembler alarmistes, voire dissuasives.

Qualité du traitement de l'information financière : l'existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par les analystes financiers à travers les publications de certaines sociétés de bourse au Maroc.