

Cementir holding

PISTE D'INVESTISSEMENT

Bourse de Milan - Ticker : CEM / ISIN : **NL0013995087**



- Des fondations solides -

Date de l'analyse : 27.03.2025

Cours de référence : **13,30 EUR**

Objectif de cours : **17,75 EUR** (potentiel de +33%)

Présentation

Cementir est un groupe international spécialisé dans les matériaux de construction. Présent dans plus de 80 pays, il dispose d'une capacité de production annuelle de plus de 13 millions de tonnes de ciment gris et blanc, 10 millions de tonnes de granulats et 5 millions de mètres cubes de béton prêt à l'emploi.

Leader mondial sur le marché du ciment blanc, Cementir est également le premier producteur de ciment au Danemark et un acteur de premier plan en Scandinavie, en Belgique et en Turquie.

Basé aux Pays-Bas, le groupe est dirigé par Francesco Gaetano Caltagirone, son principal actionnaire, qui détient 67 % du capital.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

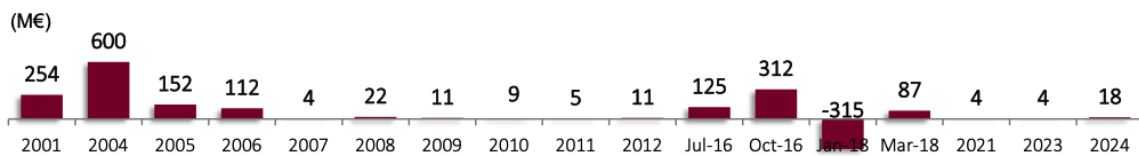
Historique

Les origines de Cementir remonte à 1947 et la société a fait son entrée à la bourse de Milan en 1955. En 1992, le groupe italien Caltagirone Group en prend le contrôle.

Depuis 2001, Cementir a investi plus de 1,7 milliard d'euros, devenant un acteur mondial du secteur des matériaux de construction.

Son développement a été marqué par plusieurs acquisitions stratégiques :

- 2001 : acquisition en Turquie de **Cimentas** et **Cimbeton** pour 254 millions d'euros
- 2004 : acquisition au Danemark de **Aalborg Portland**, leader mondial du ciment blanc, et d'**Unicon**, pour un total de 600 millions d'euros
- 2016 : acquisition en Belgique de la **Compagnie des Ciments Belges**, pour 312 millions d'euros



Par ailleurs, le groupe s'est désengagé d'une partie de ses activités en Italie en 2018, avec la vente de Cementir Italia à Heidelberg pour 315 millions d'euros. La même année, il a pris une participation majoritaire (63%) dans Lehigh White Cement aux États-Unis, pour 87 millions d'euros.

En 2024, la répartition géographique du chiffre d'affaires était la suivante :

(EUR'000)	Nordic & Baltic	Belgium	North America	Türkiye	Egypt	Asia Pacific	Italy	Rest of the world	CEMENTIR HOLDING GROUP
Revenue by customer geographical location	718,768	239,588	191,491	367,699	13,391	105,738	4,379	45,889	1,686,943

Cementir a réalisé 43% de son chiffre d'affaires 2024 dans les pays nordiques, 22% en Turquie, 14% en Belgique, 11% en Amérique du Nord et 6% en Asie-Pacifique.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Résultats et création de valeur

Cementir a enregistré une croissance modérée de son activité au cours des huit derniers exercices et a vu sa rentabilité s'améliorer.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires (en M EUR)	1 140	1 196	1 212	1 225	1 360	1 723	1 694	1 687
Résultat net par action (en EUR)	0,45	0,80	0,53	0,64	0,71	1,02	1,27	1,27
Flux de trésorerie disponible par action (en EUR)	0,45	1,96	0,99	1,09	0,92	0,90	1,31	1,47
Dividende par action (en EUR)	0,10	0,14	0,14	0,14	0,18	0,22	0,28	0,28
Rapport flux de trésorerie disponible / dividende	4,5	14,0	7,1	7,8	5,1	4,1	4,7	5,3
Marge opérationnelle courante	12,3%	12,8%	12,5%	12,8%	14,5%	11,9%	16,4%	15,5%
Retour sur fonds propres	11,5%	13,0%	8,2%	9,7%	10,6%	13,2%	14,0%	12,5%

Le chiffre d'affaires est passé de 1,1 milliard d'euros en 2017 à 1,7 milliard d'euros en 2024, soit une croissance annualisée de +5,8%. Le taux de marge opérationnelle courante a progressé, atteignant en moyenne 14,6% sur la période 2022-2024 contre 12,6% sur la période 2017-2019.

Le résultat net a suivi la même tendance haussière, passant d'une moyenne de **0,59 EUR** par action sur la période 2017-2019 à **1,18 EUR** sur la période 2022-2024.

Les chiffres du bilan confirment la bonne gestion du groupe :

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capitaux propres part du groupe (M EUR)	956	997	1 045	1 057	1 088	1 368	1 503	1 717
Trésorerie nette (M EUR)	(544)	(256)	(241)	(125)	(45)	45	172	273
Capitaux propres part du groupe par action (EUR)	6,01	6,27	6,57	6,64	6,84	8,60	9,45	10,79
Variation n/n-1	-	4%	5%	1%	3%	26%	10%	14%
Ratio de solvabilité	45%	52%	54%	58%	60%	64%	71%	76%

- les capitaux propres ont progressé à un rythme annualisé de 8,7% entre fin 2017 et fin 2024, pour atteindre 1 717 millions d'euros
- en tenant compte des dividendes, la création de valeur annualisée atteint +10,7%
- la situation financière s'est nettement renforcée : d'une dette nette de 544 millions d'euros fin 2017, Cementir affiche désormais une trésorerie nette de 273 millions d'euros
- notre [ratio de solvabilité maison](#) est solide à 76%, en hausse de 31 points par rapport à 2017

Des performances robustes, qui se sont traduites par une forte progression du cours de l'action, notamment depuis le point bas d'octobre 2022.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES



Valorisation et comparables

Cemntir a publié ses [résultats 2024](#) le 11 février. Voici les chiffres clés :

- chiffre d'affaires en recul de -0,4% à 1 687 millions EUR
- résultat opérationnel en baisse de -5,9% à **262 millions EUR**
- résultat net part du groupe stable à **201,6 millions EUR** (+0,1%), soit **1,27 euros** par action*
- capitaux propres part du groupe en hausse de 14,2% à **1 717 millions d'euros**, soit **10,79 euros** par action*
- trésorerie nette en hausse de 72,8 millions EUR à **290,4 millions d'euros**

**159,12 millions d'actions (sans tenir compte de l'auto détention)*

Avec ces données et un cours de bourse de **13,30 EUR**, nous obtenons les ratios de valorisation suivants :

$$\text{PER 2024} = 13,30 / 1,27 = 10,5$$

$$\text{VE/EBIT 2024} = ((159,12 \times 13,30) - 290,4) / 262 = 7,0$$

$$\text{P/B} = 13,26 / 10,79 = 1,2$$

Par rapport aux ratios historiques que nous avons calculé sur les 8 dernières années, le titre affiche **une surcote moyenne de l'ordre de 15%**.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

LES DAUBASSES

Voyons donc comment Cementir se positionne par rapport à ses principaux comparables cotés en Europe. Nous avons sélectionné :

- deux géants mondiaux, le suisse **Holcim** et l'allemand **Heidelberg**
- l'italien **Buzzi Unicem** ([ex-Pépites PEA](#)), présent aux États-Unis (40% du chiffre d'affaires), en Europe centrale (24%), en Italie (19%) et en Europe de l'Est (17%)
- **Titan Cement**, un groupe grecque coté à Bruxelles et à Athènes, avec une forte présence aux États-Unis (58%), en Grèce et en Europe du Sud-Est
- le français **Vicat**, présent en France (30%), Amériques (26%), Méditerranée (13%), Europe (11%), Asie (11%) et Afrique (10%)

	Buzzi Unicem	Cementir	Heidelberg	Holcim	Titan Cement	Vicat	
Cours de référence (EUR)*	44,53	13,30	157,55	94,50	41,95	49,70	
Capitalisation boursière (millions EUR)	8 578	2 116	28 685	54 862	3 286	2 232	
Trésorerie (+) / dette (-) nette (millions EUR)	756	290	(5 293)	(8 448)	(670)	(1 237)	
Valeur d'entreprise (millions EUR)	7 822	1 826	33 978	63 310	3 956	3 469	Moyenne
PER	8,9	10,5	16,0	16,6	9,9	8,2	11,7
VE/EBIT	7,9	7,0	12,3	12,5	9,7	7,6	9,5
P/B	1,4	1,2	1,5	2,0	2,0	0,8	1,5
Rendement de l'action	1,3%	2,1%	1,9%	3,3%	2,0%	4,0%	2,4%

*clôture du 31 mars 2025

Holcim et **Heidelberg** se démarquent par leur taille : 54,9 milliards d'euros de capitalisation pour le premier et 28,7 milliards d'euros pour le second, ainsi que par des multiples de valorisation supérieurs à la moyenne de notre sélection, bénéficiant d'une prime à la taille : PER de l'ordre de 16, VE/EBIT de l'ordre de 12 et *price-to-book* (cours / fonds propres) compris entre 1,5 et 2,0.

Buzzi Unicem et **Titan Cement** affichent une capitalisation boursière plus modeste, respectivement 8,6 milliards et 3,3 milliards d'euros, avec cependant un avantage pour Buzzi en termes de valorisation.

Enfin, **Cementir** et **Vicat** affichent une capitalisation boursière presque identique, légèrement supérieur à 2 milliards d'euros, et les ratios de valorisations les plus attractifs de notre sélection.

Nous allons nous focaliser sur ces deux acteurs les plus faiblement valorisés.

1. Vicat

Lors de la présentation de ses résultats annuels, le groupe a annoncé :

- viser une croissance de l'EBITDA « *low single digit* » en 2025, soit vraisemblablement de 1 à 3%

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

- viser une marge d'EBITDA au moins égale à 20% sur 2025-2027 (20,2% en 2024)
- poursuivre le désendettement pour atteindre un ratio d'endettement inférieur à 1,0x d'ici à 2027

En supposant :

- un EBITDA (783 millions d'euros) et EBIT (457 millions d'euros), stables sur la période 2025-2027 ;
- une dette nette ramenée à 1x l'EBITDA fin 2027, soit 780 millions d'euros ;
- un multiple de valorisation VE/EBIT constant de 7,5 ;
- un dividende stable à 2 euros par action (le groupe rappelle dans sa présentation 2024 que le dividende n'a jamais baissé au cours des 30 dernières années) ;

nous valorisons Vicat à l'horizon 2027 à :

$(7,5 \times 457) - 780 = 2\,650$ M EUR, soit **59 EUR** par action*

**44,9 millions d'actions*

En tenant compte du dividende que nous anticipons au titre des exercices 2024, 2025 et 2026 (6 EUR au total), et compte tenu d'un cours actuel de 49,70 EUR, le rendement global de l'action s'établirait à : $(59 + 6) / 49,70 = \mathbf{+31\%}$ en 3 ans.

Ce scénario ne valorise aucune croissance potentielle.

2. Cementir

Cementir a publié en février son plan stratégique à 3 ans. À l'horizon 2027, le groupe s'est fixé les objectifs suivants :

- un chiffre d'affaires de 2,0 milliards d'euros, soit un taux de croissance annualisée de 6-7% sur la période 2025-2027
- un EBITDA de 465 millions d'euros, soit une hausse de 15% par rapport à 2024, et une marge d'EBITDA de 23,3%
- une position de trésorerie nette de 700 millions d'euros
- un dividende en croissance et un *payout* compris entre 20 et 25% (contre 22% au titre de l'exercice 2024)

En supposant :

- un EBIT 2027 de 300 millions d'euros, soit une hausse de 15% similaire à celle de l'EBITDA ;
- l'atteinte de l'objectif d'une trésorerie nette de 700 millions d'euros fin 2027 ;

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

- un multiple de valorisation VE/EBIT constant de 7 ;
- un dividende stable à 0,28 euros par action ;

nous valorisons Cementir à l'horizon 2027 à :
(7 x 300) + 700 = 2 800 M EUR, soit **17,60 EUR** par action*

**159,12 millions d'actions*

En tenant compte du dividende que nous anticipons au titre des exercices 2024, 2025 et 2026 (0,84 EUR au total), et compte tenu d'un cours actuel de 13,30 EUR, le rendement global de l'action s'établirait à : $(17,6 + 0,84) / 13,30 = \mathbf{+39\% \text{ en } 3 \text{ ans}}$.

Ce scénario tient compte des perspectives de croissances communiquées par le groupe.

Conclusion

Le secteur a connu un beau rallye boursier depuis le 1^{er} janvier. En moyenne, nos six acteurs ont vu leur cours de bourse progresser de plus de 20% en 3 mois :

	Cours 31.12.2024	Cours 31.03.2025	Perf YTD
Buzzi Unicem	35,58	44,53	25%
Cementir	10,54	13,30	26%
Heidelberg	119,30	157,55	32%
Holcim (CHF)	87,36	94,50	8%
Titan Cement	39,75	41,95	6%
Vicat	36,65	49,70	36%

Heidelberg et **Buzzi Unicem** se sont particulièrement démarqués avec un gain moyen de +29%. Ces deux groupes semblent les mieux positionnés pour profiter du méga plan de relance allemand de 500 milliards d'euros. On ne peut que se mordre les doigts d'avoir cédé nos actions Buzzi Unicem en 2020. Si le titre avait été conservé, ce serait aujourd'hui un 3-bagger ([#coffee can](#)).

Vicat a aussi connu un très beau parcours avec un gain de 36% depuis le 1^{er} janvier. Le titre a bénéficié d'une publication annuelle solide, avec un résultat net part du groupe en hausse de

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

+5,5% et un endettement en baisse. La faible valorisation du titre a sans doute aussi contribué à ce rattrapage.

Enfin, **Cementir** a également profité de l'engouement du secteur, avec un gain de 26% YTD. La valorisation du titre reste raisonnable en absolu avec un ratio VE/EBIT de 7, mais la marge de sécurité, avec un potentiel de +39% à un horizon de 3 ans, nous paraît insuffisante pour initier une position.

Malgré tout, nous suivrons ces valeurs, en particulier Cementir et Vicat, et nous n'excluons pas un achat si la marge de sécurité devient plus confortable.



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tous droits réservés