



**Actionnariat :**

Famille Vicat-Merceron 63,4% (Parfininco 31,95%, Sopadi 26,87%, famille en direct 4,5%), salariés 1,4%, autocontrôle 0,8%

<b>Données boursières :</b>	18/2/26	n actions : 44,90				
<b>Cours :</b>	72,10€					
<b>+haut /+bas 1 an :</b>	81,70/42,50					
<b>Cap. boursière :</b>	3 237 M€					
<b>Performance YTD :</b>	- 5%	Perf. 2025 : + 107%				
	2023	2024	2025	2026e	2027e	
<b>BNA</b>	5,76€	6,07€	6,12€	6,57€	7,02€	
<b>Var. BNA</b>		+ 5%	+ 1%	+ 7%	+ 7%	
<b>Cash Flow pa</b>	11,4€	12,1€	12,1€	12,8€	13,7€	
<b>Actif Net pa</b>	67,2€	72,7€	71,6€	76,2€	81,2€	
<b>Dividende net</b>	2,00€	2,00€	2,00€	2,00€	2,00€	
	PER		11,8x	11,0x	10,3x	
	P/CF		6,0x	5,6x	5,3x	
	P/AN	1,07	0,99	1,01	0,95	0,89
	Rdt net	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
	CB/CA		0,84	0,82		
	VE/CA		1,08			
	VE / Ebitda		5,9x			

**Vicat - Sfaf Résultats annuels 2025 – 17 février 2026**

Des résultats annuels stables ou presque n'ont jamais excité les investisseurs : le cours de Bourse de Vicat a de fait baissé jusqu'à -4,5% en séance sur la publication de comptes 2025 rabotés par les effets changes, le groupe ayant près de 60% de son activité en non-euro, et vraisemblablement aussi pour des prises de bénéfices, le titre ayant plus que doublé en 2025.

Ceci alors que la valorisation reste très raisonnable à 10,3x RN 2027<sup>e</sup>, 0,84x CB/CA et 1,09x VE/CA, même si i) cette valorisation en bas de fourchette correspond à une profitabilité en bas de fourchette du secteur aussi, ii) la direction ne table que sur une croissance modérée de l'activité et des résultats en 2026, et, iii) on peut s'interroger sur la très large diversification géographique de ce groupe qui reste une small cap du ciment (tout est relatif). Diversification qui fait toutefois largement du sens, puisque le ciment est un métier régional, et qu'il y a toujours des régions du monde en plein développement, et que ce métier dégage structurellement du free cash-flow pléthorique : pourquoi se priver ?

M. Sidos, PDG, + DAF

Dividende 2025 proposé : 2€ par action (stable, mais Vicat n'a jamais baissé son dividende).

Comparaisons boursières :	17/2/26	Cours	Ciments/matériaux			CA	DN	Marge				
			CB (Mds)	PERn	PERn+1			P/AN	CB/CA	VE/CA	Op.	Rdt PO ratio
Holcim	72,94FS	44,93	20,5x	17,7x	2,3	15,71	2,86	3,93	3,11	18,0%	2,3%	47,9%
Heidelberg Materials	203,00€	35,80	14,4x	12,8x	1,8	21,58	1,66	5,22	1,90	15,6%	1,8%	25,5%
Buzzi	48,70€	9,38	10,6x	10,1x	1,3	4,52	2,08	-1,13	1,83	19,7%	1,5%	16,3%
Vicat	72,10€	3,24	11,0x	10,3x	1,0	3,85	0,84	0,94	1,09	11,5%	2,8%	30,4%

**1 - CA 2025 : 3,85Mds€** : -0,8% publié mais +3,3% hors effet change (+6,5% pour le ciment, dont +3% pour les volumes, et des prix en hausse dans les émergents, et +0,9% pour les volumes béton et +9,7% pour les volumes granulats), dont +8,1% au T4. Faits marquants :

- **France** : T4 positif (+4,8 organique) après 7 trimestres en baisse, soit 600 kt en moins sur ces trois dernières années, avec des volumes stabilisés, un effet périmètre positif (Cermix) et des signes de reprise dans l'immobilier résidentiel (remontée des permis de construire). Le grand chantier TELT du tunnel ferroviaire Lyon – Turin (57km) redémarre, alors que Vicat doit livrer en tout plus de 1,3M t de ciments sur la durée de la construction.

- **Europe** : en croissance en **Suisse** (Vigier) avec les grands travaux d'infrastructures (plus hausse du franc suisse) et le succès des produits bas-carbone.

- **Amérique** : marché résidentiel **US** toujours en baisse avec les taux, et le non-résidentiel pénalisé par les incertitudes de la politique (CA ciment -6,3%, CA béton -9,9%), mais le contraire au **Brésil** (Ciplan) : volumes +9,8%, et acquisition de Realmix, qui apporte 4 centrales de béton prêt à l'emploi.

- **Asie** : **Inde** : prix toujours volatiles, dans un environnement concurrentiel très compétitif.

- **Méditerranée** : CA+34% organique : i) **Turquie** (2 cimenteries : Bastas et Konya + 40 centrales à béton) : volumes +19%, Ebitda +82%, ii) **Egypte** (Sinai Cement) : Ebitda +78%, avec la forte demande intérieure + les exportations via le port d'El Arish.

- **Afrique** : **Sénégal** : grosse unité, et nouveau four à clinker n°6 qui remplace deux vieux fours et dégage - 30% de GES, et un gain de -20€/t de prix de revient en moins ⇔ montée en puissance et premières

productions, et arrêt des importations de clinker. Les autres pays un peu en baisse.

CA/zones géo.	2025	en %	Var. CA	Var. ch. Cst	ROC 2025	Marge Op.
	France	1 198,0	31%	+ 3,5%	- 2,6%	81,0
Europe	443,2	11%	+ 7,9%	+ 6,3%	80,8	18,2%
Amériques	943,5	24%	- 6,0%	- 2,0%	120,0	12,7%
Asie	393,0	10%	- 10,5%	- 1,5%	36,5	9,3%
Méditerranée	514,1	13%	+ 3,3%	+ 34,4%	95,5	18,6%
Afrique	362,6	9%	- 3,3%	- 2,9%	30,9	8,5%
	3 854,4	100%	- 0,8%	+ 3,3%	444,7	11,5%

Activités et Résultats	CA		en %			ROC	Marge				
	2025 c. 2024	2025	2024	Var. CA	Var. org CA2025	2025	Op.	2024			
Ciment		2 046,9	2 076,1	- 1,4%	+ 6,5%	53%	391,0	19,1%	369,0	17,8%	+1,3pt
Béton et granulats		1 420,5	1 476,6	- 3,8%	+ 0,2%	37%	45,9	3,2%	74,9	5,1%	-1,8pt
Autres & Eliminations		387,0	331,4	+ 16,8%		10%	7,8	2,0%	13,3	4,0%	-2,0pt
		3 854,4	3 884,1	- 0,8%	+ 3,3%	100%	444,7	11,5%	457,2	11,8%	-0,2pt

Sources : publications société

**ROC : 444,7M€ c. 457,2** : marge op 11,5% c. 11,8%

Ebitda (+3,7% en organique mais -5,9% en publié) en et ROC (-2,7% en publié) un peu en baisse : effets volumes positifs et bonne performance industrielle qui compensent les hausses de salaires (+4%), soit une amélioration du différentiel prix-coûts, mais poids de l'effet change négatif, avec 59%CA hors euro.

**Résultat Financier : -22,5M€ c. -45,5** : en nette baisse avec environ 100M€ de dette financière en moins, et baisse des taux d'intérêts.

**RN : 274,7M€ c. 272,6**

#### Bilan :

- Investissements : 299M€ en net, la moitié en maintien et la moitié en développement (Sénégal). Investissements 2026 programmés : 288M€.

- Désendettement avec le free cash-flow : DN/Fds Propres : 29% c. 32%.

#### Vicat

#### Fondamentaux :

#### Compte de résultats et prévisions :

Var. CA yoy :	+ 8%	- 1,3%	- 0,8%	+ 2%	+ 4%
en M€	2023	2024	2025	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	3 937,2	3 884,1	3 854,4	3 950	4 120
EBE	687,8	728,5	713,9	750	800
Résultat Op. Courant	432,7	457,2	444,7	470	500
Marge opérationnelle	11,0%	11,8%	11,5%	11,9%	12,1%
Résultat financier	-37,3	-45,5	-22,5	-20	-20
RCAI	395,4	411,7	422,2	450	480
Résultat net pdg	258,4	272,6	274,7	295	315
Résultat net retraité	258,4	272,6	274,7	295	315
Marge nette	6,6%	7,0%	7,1%	7,5%	7,6%
dt ME	10,1	0,3	1,6		

Retr. 2022 :

Retr. 2023 :

Retr. 2024 :

#### Bilan 31/12/2025 en M€

GW et incorp.	1 292,3	Fonds Propres	3 216,6
Immobilisations	3 359,0	Prov. LT	210,0
Autres actifs **	1 173,1	Dette financière*	1 470,6
Liquidités	528,4	Autres passifs**	1 455,6
	6 352,8		6 352,8
** nb : dt IFRS 16	198,2		215,0
		* : dont DCT :	285,5
Dette nette :	942,2		
Dette nette/FP :	29%	FR	-39,6
Coût de la dette :	1,5%	BFR	-282,5
DN/Ebitda :	1,3x	Trésorerie Nette	242,9
ROE :	9%		

#### Financement nb : EBE 2023&24&25 : hors amt IFRS16 de 51,9&54,9&56,6

Sources : publications société

	CAF	513,5	543,9	543,9	575	615
- Investissements bruts*	328,9	344,3	336,2	288	320	
= Free cash-flow	184,6	199,6	207,7	287	295	
* dt acquisitions						
Impact Variation BFR		320,7	91,3			
- Dividende		89,8	89,8			
= cash discrétionnaire		430,5	209,2			
Coût des ventes	2 598,5	2 483,6	2 463,8	- 1%		
MB/CA	34,0%	36,1%	36,1%	+0,0pt		
Frais de personnel	569,0	603,4	630,0	+ 4%		
FP/CA	14,5%	15,5%	16,3%	+0,8pt		
Ebitda/CA	17,5%	18,8%	18,5%	19,0%	19,4%	

#### Bilan 31/12/2024 en M€

GW et incorp.	1 317,5	Fonds Propres	3 264,2
Immobilisations	3 399,8	Prov. LT	226,9
Autres actifs **	1 160,1	Dette financière*	1 570,6
Liquidités	535,6	Autres passifs**	1 351,3
	6 413,0		6 413,0
** nb : dt IFRS 16	195,8		212,8
		* : dont DCT :	209,4
Dette nette :	1 035,0		
Dette nette/FP :	32%	FR	135,0
ROE :	8%	BFR	-191,2
Coût de la dette :	2,9%	Trésorerie Nette	326,2

## 2 - Performance climat :

- utilisation de **combustibles alternatifs** : 37,4% de la consommation totale, et +1,4 point sur 2024.
- des progrès sur tous les indicateurs, notamment en France la **réduction du taux de clinker** en utilisant plus d'argile et la mise en service de nouveaux fours. Plus une alliance avec d'autres cimentiers pour de l'oxyfuel, etc...
- près de **¼ du CA 2025 en ciments bas carbone** : DECA en France, Progresso en Suisse, et Vicat leader du ciment bas-carbone en Californie.
  - projet **VAIA** de capture du carbone en France pour la cimenterie de Montalieu et expédition du carbone par pipeline à Fos, soit en tout 340M€ de subventions à recevoir (Innovation Fund + GIPD), pour un projet de 700M€ hors subventions : décision finale d'ici fin 2027.
  - Vicat a **4,9Mt de quotas d'émission ETS** en réserve, soit de quoi couvrir jusqu'en 2030 ses besoins de restitution en Europe.
  - **IA** : déploiement dans les unités industrielles, et depuis longtemps dans les cimenteries californiennes. Vicat a beaucoup appris dans l'harmonisation des données de production. Avec une valeur certaine : l'IA permettra de gagner 5 à 10% des coûts de production, et d'optimiser aussi la logistique et les processus d'achat. Plusieurs sites pilotes en activité. Une structure dédiée : Digital Factory 1817, start-up avec 22 collaborateurs. Des développements aussi avec des partenaires externes.

## 3 - Perspectives 2026 : raisonnablement optimiste, mais nous ne sommes qu'en février

On attend une croissance modérée du CA et de l'Ebitda à périmètre et changes constants :

- tous les voyants sont au vert : volumes, prix corrects, et on attend de la croissance du CA et de l'Ebitda, mais à un rythme modéré, et toujours des investissements de modernisation et de développement. France : fort levier opérationnel en cas de reprise.
  - change : l'euro est fort parce que l'Europe va bien vue du monde entier ⇔ pas d'effet positif à attendre.
  - allocation de capital : utilisation de la forte génération de trésorerie : i) continuer à se désendetter, ii) continuer à investir raisonnablement, avec de beaux projets rentables dans les tuyaux, iii) continuer à augmenter le dividende pour un retour significatif à l'actionnaire.
  - maintenir une marge Ebitda/CA  $\geq 20\%$ , continuer à se décarboner, et continuer les développements : cimenterie du Sénégal, chantier du TELT, qui avance, avec une contribution visible à l'activité en France, volet de croissance éventuel en France en cas de reprise de la construction résidentielle, et de même aux USA, zone Méditerranée : gros besoins de construction toujours.

## 4 - Questions :

### Q : guidance : objectifs de marge Ebitda 20% pas améliorables à MT ?

R : environnement incertain mais des catalyseurs importants pour des reprises d'activités ça et là. Cf résidentiel France qui peut repartir, mais impact des élections municipales ? baisse des taux d'intérêts et des projets dans le non-résidentiel. Environnement de prix positif aussi. Idem aux USA. Emergents : bonnes tendances partout.

### Q : 2027 : objectif de DN/Ebitda : contribution cash du Sénégal ?

R : arriver à terme à un ratio de 1x, mais pas d'objectif publié.

### Q : moins de pressions sur l'environnement : l'objectif carbone remis en question à termes ?

R : pas de remise en cause pour le futur proche, n'en déplaie aux médias, mais des discussions toujours en cours sur les quotas gratuits à moyen-terme du système ETS. Mais pas de remise en question sur les objectifs de réduction et les modes de calcul. Pas de remise en cause du programme Vicat : fours moins émetteurs, défossilisation des sources d'énergie, capture du carbone (projet VAIA).

### Q : guidance USA : volumes, prix ?

R : hypothèse : reprise du marché, du non-résidentiel d'abord, et du résidentiel aussi. Les hausses de prix auront lieu en avril : impact attendu sur la fin de l'année.

### Q : hausses de prix France ?

R : encore en discussion, selon le coût de l'électricité aussi : mid single digit.

### Q : Sénégal : encore des investissements après 50M€ en 2025 ?

R : encore des paiements à faire sur des constructions déjà faites, en fonction des performances des nouveaux équipements. Le four très performant + une nouvelle ligne d'ensachage qui traite 1 500 tonnes / jour. Le gros des investissements réalisés : le reste des investissements est marginal.

**Q : perspective d'activité du TELT ?**

R : 1,3M de tonnes à livrer en tout, mais on ne maîtrise pas le calendrier, et la montée en puissance du chantier a été plus lente qu'attendu, et devrait rester progressive.

**Q : base de coûts ?**

R : coûts d'énergie globalement stable, mais fin de l'Arenh en France : nouveau cadre contractuel, qui fait que le coût de l'électricité va augmenter en France.

**Q : des sujets d'inquiétude ?**

R : pas d'inquiétudes sur les hausses de prix, qui passent bien. On travaille à monter les volumes et les prix et baisser les coûts : environnement compliqué mais des opportunités partout : confiance pour la suite.

**Q : dynamique en Egypte ?**

R : toujours de bonnes perspectives, et toujours des investissements en capacités, pour exporter plus aussi par le port d'El Arish. Bons volumes et bon prix

**Q : droits de douane US : forte hausse de prix en avril ?**

R : productions locales ⇔ impact seulement sur des importations de pièces pour les cimenteries. Bon pour les producteurs locaux avec les tarifs sur les importations de ciment concurrentes.

Les hausses de prix dépendront des conditions de marché en mars-avril, mais confiance aussi.

**Q : inflation/pays : impact sur la croissance de l'Ebitda ?**

R : dans les pays émergents à très forte inflation : cf +32% en Turquie, et +20% en Egypte, et part significative dans les 100M€ de coût supplémentaire.

Coûts en hausse : masse salariale et en hausse, et coût de l'énergie globalement stables

**Q : Inde et Kazakhstan ?**

R : Kazakhstan : forte hausse des volumes, mais prix stables avec le développement de la concurrence, et l'ouverture à l'import/export des pays limitrophes.

Inde : volumes très dynamiques, mais fortes pressions sur les prix de la part des nouveaux entrants et des gros cimentiers ⇔ travailler les coûts d'énergie avec des sources de substitution, et aussi et surtout la logistique.



Sources : société