EDHEC Business School, BBA 4, Capstone Innovations in Finance

Dans quelle mesure l'engagement de levier de GreenUp borne-t-il la capacité d'acquisition de Veolia d'ici fin 2027 ?

Capstone Innovations in Finance : sujet 2, périmètre « capacité financière »

Rapport réalisé pour Veolia Environnement

Noa ROSZAK, Armand MARIN, Kevin TU, Ethan PETROVIC, Benjamin ROLAND

Responsable : Patrice BOUCHÉ | Année 2026-2027

Travail académique d'étudiants de l'EDHEC. Ce document n'est pas une publication de Veolia.

Rapport généré le 17 novembre 2026 depuis la dataroom du groupe : 912 chiffres sourcés, contrôles du classeur OK. Édition vérifiable : https://dataroom.is42.fr/visualisation/rapport.html

EDHEC BUSINESS SCHOOL

VEOLIA

Remerciements

Nous remercions l'équipe de Veolia qui a posé ce sujet. Il touche au cœur du plan *GreenUp*. Les publications de Veolia ont fourni l'essentiel de nos sources.

Nous remercions l'EDHEC Business School pour le cadre du capstone Innovations in Finance. Ce cadre nous a permis d'appliquer l'analyse financière à une question réelle d'entreprise.

Nous remercions enfin l'encadrant de notre capstone.

Sommaire

Introduction.....5

GreenUp lie la croissance de Veolia à un plafond de levier.....5
Le groupe a mesuré la marge de dette sous ce plafond, puis cherché ce qu'elle peut acheter.....5
La marge finance des tuck-ins et nous en désignons un : le four de Chauny.....6

1. GreenUp annonce des enveloppes nettes, qui ne plafonnent pas les acquisitions.....7

1.1 Les enveloppes sont nettes ; le levier, pas l'enveloppe, borne les acquisitions.....7
1.2 L'allocation du capital de GreenUp raisonne en soldes nets de cessions.....7
1.3 La rotation d'actifs additionne achats et ventes : c'est le chiffre brut.....8
1.4 Les sorties nettes depuis 2024 ne se comparent pas à l'enveloppe de croissance.....8
1.5 Clean Earth compte quatre chiffres et le levier retient l'effet sur la dette.....9
1.6 Le programme de cessions compense la plus grande part de Clean Earth, en partie après 2027.....9
1.7 Chaque chiffre renvoie à un fichier, une page et une date de consultation.....10
1.8 Ce que nous n'avons pas pu établir.....10

2. Le plafond de levier que s'impose Veolia mord avant les seuils des agences.....11

2.1 Le levier dépasse le plafond en septembre 2026 et ne laisse qu'une marge mince fin 2027.....11
2.2 La définition de Veolia redonne exactement ses ratios publiés.....11
2.3 Au 30 septembre 2026, aucune lecture du levier ne descend sous le plafond.....12
2.4 Finir 2026 au niveau annoncé exige un quatrième trimestre hors norme.....12
2.5 Le remboursement d'un hybride alourdit le levier de Veolia plus que la dette ajustée de Moody's.....13
2.6 Les seuils des agences laissent plus de marge que le plafond de Veolia fin 2027.....13
2.7 Le refinancement renchérit la dette sans limiter la capacité.....14
2.8 Ce que nous n'avons pas pu établir.....15

3. Une marge mince fin 2027, portée par l'EBITDA et les cessions plutôt que par le cash-flow libre net.....16

3.1 Fin 2027, la marge sous le plafond reste mince et tient d'abord au calendrier des cessions.....16
3.2 Le cash-flow libre net ne couvre pas l'ensemble des dividendes.....16
3.3 Du 30 septembre 2026 à fin 2027, la dette baisse par le quatrième trimestre et par les cessions.....17
3.4 Les cessions comptent par leur date plus que par leur multiple.....17
3.5 Le calendrier des cessions et la croissance de 2027 font le plus bouger la marge.....18
3.6 L'efficacité soutient la croissance de l'EBITDA et reste l'hypothèse la plus fragile.....19
3.7 Ce que nous n'avons pas pu établir.....20

4. Le booster déchets dangereux achète sa croissance plus qu'il ne la génère.....21

4.1 Le booster croît d'abord par acquisitions, payées à un prix que seules les synergies compensent.....21

4.2 En valeur, l'organique ralentit et le périmètre prend le relais....21
4.3 Vu du vendeur, l'EBITDA de Clean Earth est plus bas que le budget de Veolia....22
4.4 Clean Harbors, seul comparable direct, paie des prix du même ordre que Veolia....23
4.5 Les comparables valident les hypothèses centrales du modèle, pas sa borne basse sur Clean Earth....24
4.6 Ce que nous n'avons pas pu établir....24
5. Les passifs environnementaux d'une acquisition fixent le coût de la diligence, pas la capacité d'achat....25
5.1 Un passif repris se compte en dizaines de millions et reste hors de la dette financière nette....25
5.2 Les provisions de fermeture de Veolia sont stables, sauf au semestre de Clean Earth....25
5.3 Clean Earth est entré dans les comptes avant que ses passifs soient évalués à leur juste valeur....26
5.4 Les pairs donnent un ordre de grandeur, pas une mesure du passif de Clean Earth....26
5.5 L'exposition hors bilan tient aux contentieux, aux PFAS et aux limites de l'assurance....27
5.6 La taxonomie classe une part du capex déchets dangereux comme verte, sans mesurer le passif....27
5.7 Les provisions restent hors du levier de Veolia et Moody's ne leur consacre aucune ligne....28
5.8 Ce que nous n'avons pas pu établir....28
6. Si Séché doit céder un four pour racheter Flamme, Chauny est le tuck-in que Veolia peut viser....29
6.1 La marge de 2027 finance des tuck-ins et aucune plateforme....29
6.2 Les tuck-ins de Veolia ont des noms, un prix et trois critères publiés....29
6.3 Séché rachète Flamme et l'Autorité de la concurrence examine l'opération....30
6.4 Si une cession est exigée, le four de Chauny est le plus détachable....30
6.5 L'Autorité raisonne par marché et l'incinération de déchets dangereux en est un....31
6.6 Le précédent de Suez fixe les règles et laisse une ouverture....31
6.7 D'autres acheteurs existent et Veolia perd à les laisser faire....32
6.8 Nos hypothèses prêtent à Chauny environ 2 M€ d'excédent brut et un prix d'une vingtaine de millions....32
6.9 Au multiple des tuck-ins de 2025, les critères de Veolia ne sont tenus qu'avec des synergies....33
6.10 Veolia apporterait au four ce qui lui manque pour tenir les critères....33
6.11 Appliqué aux rachats récents de Veolia, le payback montre que notre plafond est prudent....34
6.12 Deux autres objections : la priorité donnée au reste du monde et le passif du site....34
6.13 Les plateformes américaines restent hors de portée ou sans prix....34
6.14 Ce que nous n'avons pas pu établir....35
7. Viser le four de Chauny sous un prix plafond, poursuivre les tuck-ins et attendre les cessions pour une plateforme....36
7.1 Nous recommandons une offre plafonnée sur Chauny, des tuck-ins nommés et aucune plateforme avant de nouvelles cessions....36
7.2 Chauny vaut par son rendement, pas par sa taille....37

7.3 La décision de l'Autorité commande trois conduites....37
7.4 La prudence se paie en EBITDA cédé et les agences en portent le risque....37
7.5 Veolia confirme GreenUp et notre modèle place l'EBITDA 2027 juste sous l'objectif....38
7.6 Quatre seuils observables nous feraient changer d'avis....38
7.7 Ce que nous n'avons pas pu établir....38
Conclusion....39
La capacité restante finance des tuck-ins et le premier a un nom....39
Le levier et non l'enveloppe de GreenUp borne les achats de Veolia....39
Une offre plafonnée sur Chauny, des tuck-ins et aucune opération de la taille de Clean Earth....39
Un chiffre se lit sur sa page, une marge se lit en probabilités....40
Bibliographie....41
Glossaire....46
Table des annexes....48
Annexes (paginées à part, en chiffres romains)....I

Chiffres clés

3,18x

Levier fin 2026

guidance : égal ou légèrement au-dessus de 3x

2,98x

Levier fin 2027

engagement : au plus 3x

0,16 Md€

Marge sous 3x fin 2027

défavorable −1,80 · favorable 2,28

2,87 Md€

Marge sous 18 % S&P fin 2027

FFO / dette ajustée 18,5 % en 2026, 19,8 % en 2027

0,23 Md€

Acquisition max. fin 2027

sous la contrainte qui mord : levier ≤ 3x (plafond de Veolia)

4,76 Md€

Sorties nettes depuis 2024

investissements financiers nets des cessions, au 30/09/2026

Source : classeur du groupe, calculé à partir des chiffres du registre (912 lignes sourcées). Le détail figure dans la dernière partie.

Introduction

GreenUp lie la croissance de Veolia à un plafond de levier

Veolia conduit son plan stratégique *GreenUp* de 2024 à 2027. Le plan vise un *EBITDA* d'au moins 8 Md€[1] en 2027. Il veut accélérer les boosters, dont le traitement des *déchets dangereux*, et consolider les strongholds. Il fixe aussi un *levier* d'au plus 3x[2], avec le maintien des notations.

Le 1er juin 2026, Veolia a acquis *Clean Earth* auprès d'Enviri. Cette activité américaine de *déchets dangereux* a pesé 2 804 M€[3] sur la *dette financière nette*. Veolia l'a adossée à un programme de cessions de plus de 2 Md€[4].

Le 5 novembre 2026, Veolia a publié ses résultats des neuf premiers mois. Elle vise un *levier* égal ou légèrement supérieur à 3x[5] fin 2026. Elle annonce ensuite un retour à 3x[6] au plus en 2027.

Le sujet 2 du capstone Innovations in Finance de l'EDHEC s'inscrit dans ce cadre. Posé par Veolia, il demande quelles acquisitions peuvent combler l'écart aux objectifs de *GreenUp*. Notre périmètre est la capacité financière. Notre problématique en découle : dans quelle mesure l'engagement de *levier* de *GreenUp* borne-t-il la capacité d'acquisition de Veolia d'ici fin 2027 ? Notre fourchette de capacité, reproduite à l'annexe IV, sert aussi de borne aux autres groupes. Le sujet demande aussi de maximiser la contribution ESG de Veolia : ce classement revient aux autres groupes et nous mesurons en partie 5 ce que l'ESG coûte.

Le groupe a mesuré la marge de dette sous ce plafond, puis cherché ce qu'elle peut acheter

Notre mission consiste à traduire l'engagement de *levier* en montant d'acquisitions. Une acquisition ajoute son prix à la dette et son *EBITDA* au dénominateur du *levier*. La capacité d'achat se mesure donc en marge de dette sous le plafond. Nous partons de la dette du 30 septembre 2026, 25 423 M€[7].

Notre méthode suit quatre étapes. Chaque chiffre cité renvoie à un fichier, une page et une date de consultation. Le modèle du groupe projette la dette et l'*EBITDA* en trois scénarios et mille futurs simulés. Nous confrontons la réponse aux seuils des agences, aux comparables et aux cibles réelles. Nous appliquons enfin à une cible précise les critères publiés par Veolia : rendement, ROCE et payback.

[1] F12 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 9.
[2] F6 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 64.
[3] F730 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 5.
[4] F25 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 29.
[5] F725 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 21.
[6] F726 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.
[7] F721 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 19.

La marge finance des tuck-ins et nous en désignons un : le four de Chauny

Fin 2027, notre scénario central laisse une marge de dette de 159 M€[8] sous le plafond. Elle s'entend après 0,5 Md€[9] de tuck-ins en 2027. Dans le scénario défavorable, elle devient négative, à −1 802 M€[10]. Le plafond ne tient que dans 63 %[11] des futurs simulés. Elle écarte une *plateforme* et laisse la place à des tuck-ins, ces petites acquisitions qui complètent un métier existant.

Notre thèse en désigne un. Séché Environnement rachète le Groupe Flamme, dont le pôle de *déchets dangereux* exploite deux incinérateurs dans l'Aisne. L'Autorité de la concurrence examine l'opération. Si elle exige une cession, le four de Chauny est l'actif le plus détachable. Veolia doit alors se porter candidate. Nos hypothèses prêtent à ce site environ 2 M€ d'excédent brut et un prix d'une vingtaine de millions d'euros. Les critères publiés par Veolia plafonnent ce prix à sept fois l'excédent brut, sauf *synergies* démontrées.

Cette thèse a une faiblesse, que nous traitons en partie 6 : l'Autorité doit agréer le repreneur et Veolia exploite déjà un four dans la région.

Le rapport suit sept parties. Les parties 1 à 3 établissent la capacité : les enveloppes de *GreenUp*, le plafond de *levier*, la marge de fin 2027. Les parties 4 et 5 décrivent le métier visé, les *déchets dangereux*, et les passifs d'un site acheté. La partie 6 désigne le *tuck-in* et le chiffre. La partie 7 porte notre recommandation.

Cinq annexes complètent le rapport : les chiffres, les opérations et les cibles cités avec leur source, la fourchette de capacité (annexe IV) et les tableaux que le texte appelle (annexe V).

[8] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; fourchette version 2 du 9 novembre 2026, valable pour toutes les notes du classeur ; clé M:HEAD27.

[9] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck.

[10] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario défavorable combiné ; clé M:HEAD27@def.

[11] Classeur du groupe, onglet Distribution, part des 1 000 futurs tirés ; clé M:P.tenir3x.

1. GreenUp annonce des enveloppes nettes, qui ne plafonnent pas les acquisitions

1.1 Les enveloppes sont nettes ; le levier, pas l'enveloppe, borne les acquisitions

Dans quelle mesure l'engagement de *levier* de *GreenUp* borne-t-il la capacité d'acquisition de Veolia d'ici fin 2027 ? Cette première partie fixe le périmètre de la réponse. Elle établit la portée des enveloppes du plan *GreenUp*. Elle dit aussi d'où viennent nos chiffres.

Les enveloppes de *GreenUp* sont nettes des cessions. Le plan prévoit une rotation nette d'actifs d'environ 0,5 Md€ par an[12]. Il prévoit aussi une croissance nette de 1 Md€ par an[13], investissement organique compris. Quatre années à 1 Md€ par an donnent les 4 Md€[14] d'investissements nets de croissance du plan. Ce total couvre les boosters et les strongholds, dont 2 Md€ pour les seconds. Il ne plafonne donc pas les acquisitions. Leur borne se trouve ailleurs : dans l'engagement de *levier*, au plus 3x[15], et dans le maintien des notations.

Clean Earth a pesé 2 804 M€[16] sur la *dette financière nette*, soit 5,6 années de rotation nette à environ 0,5 Md€ par an. Le programme de cessions de plus de 2 Md€[17] en compense la plus grande part. Son échéance, la mi-2028, tombe toutefois après l'horizon du sujet.

Nous en tirons trois conventions pour la suite du rapport. Une acquisition se juge contre la marge de *levier*, pas contre une enveloppe. *Clean Earth* entre dans le *levier* par son effet sur la dette. La position de départ est le 30 septembre 2026, date des derniers chiffres publiés par Veolia.

1.2 L'allocation du capital de GreenUp raisonne en soldes nets de cessions

La présentation stratégique de *GreenUp* consacre une page à l'allocation du capital de 2024 à 2027. Cette page aligne trois colonnes. La première et la troisième sont expressément nettes des cessions.

La première colonne porte les investissements industriels nets, soit 3,1 Md€ par an. La deuxième colonne porte le *capex* de croissance discrétionnaire, de 0,5 Md€ par an à 0,7 Md€ par an. La troisième colonne porte la rotation nette d'actifs, environ 0,5 Md€ par an. Elle combine des tuck-ins de 0,5 Md€ à 1,0 Md€ et environ 0,5 Md€ de cessions d'actifs non stratégiques.

Une autre page du plan donne le total de la période. *GreenUp* y prévoit 4 Md€ d'investissements nets de croissance. Sur ces 4 Md€, 2 Md€ vont aux strongholds et le solde, 2 Md€, aux boosters.

[12] F2, F7, F24, F9, F5, F21, F18 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 63.
[13] F745 : Veolia Environnement SA (2025b), p. 34.
[14] F129, F130 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 44.
[15] F6 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 64.
[16] F730, F766 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 5.
[17] F25 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 29.

Les résultats annuels 2024 précisent le contenu de ce net. La croissance nette y vaut 1 Md€ par an. Elle additionne l'investissement organique, en priorité dans les boosters, et les acquisitions petites et moyennes. Elle en retranche les cessions.

Notre lecture rapproche les deux documents. Le rapprochement se fait au bas de la fourchette du *capex* discrétionnaire. Ses 0,5 Md€ par an et la rotation nette d'environ 0,5 Md€ par an font environ 1,0 Md€ par an. L'enveloppe mêle donc investissement organique et acquisitions, boosters et strongholds. Elle ne mesure pas ce que Veolia peut acheter.

Ce qui borne les acquisitions, c'est l'engagement de *levier*, au plus 3x. Veolia l'assortit du maintien de ses notations. Le 5 novembre 2026, elle a confirmé sa cible pour fin 2026. Elle vise un *levier* égal ou légèrement supérieur à 3x[18], *Clean Earth* inclus. Pour 2027, elle annonce un retour à au plus 3x[19]. La partie 2 analyse ces contraintes. La partie 3 en mesure la marge.

1.3 La rotation d'actifs additionne achats et ventes : c'est le chiffre brut

Veolia publie aussi un chiffre brut, qu'elle appelle rotation d'actifs. Lors des résultats du premier semestre 2026, elle l'a chiffrée à plus de 8 Md€[20] sur quatre ans. Ce montant additionne les acquisitions et les cessions.

La présentation des neuf mois 2026 actualise la décomposition par année. Un tableau en annexe la rapproche du pont de dette publié par Veolia.

Voir le tableau 1 de l'annexe V.

Additionnées, les six valeurs 0,6 Md€[21], 2,4 Md€, 3,0 Md€, 1,0 Md€, 0,1 Md€ et 0,2 Md€ donnent 7,3 Md€ de rotation brute. La présentation dépasse 8 Md€ en y ajoutant les cessions attendues d'ici la mi-2028.

Le pont de dette suit une autre convention. Dans son texte, un montant négatif est une sortie de trésorerie, qui accroît la dette. Un montant positif est une entrée. En 2024, Veolia a vendu plus qu'elle n'a acheté : le pont enregistre +397 M€[22]. Nous gardons partout le signe du document cité.

1.4 Les sorties nettes depuis 2024 ne se comparent pas à l'enveloppe de croissance

Le pont de dette retrace l'effet des opérations financières sur la dette. Selon le modèle du groupe, le cumul atteint 4,76 Md€[23] de sorties nettes au 30 septembre 2026.

Les deux dernières périodes ont chacune leur grande opération. En 2025, la sortie comprend le rachat des minoritaires de Water Technologies, en juin. En 2026, l'acquisition de *Clean Earth* pèse 2 804 M€ sur neuf mois. Le pont du premier semestre inscrit Enviropacific pour −137 M€[24].

Ce cumul ne se compare pas aux 4 Md€ de *GreenUp*, pour trois raisons.

[18] F725 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 21.
[19] F726 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.
[20] F32 : Veolia Environnement SA (2026c), p. 4.
[21] F782, F785, F783, F786, F784, F738 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 14.
[22] F138 : Veolia Environnement SA (2025a), p. 9.
[23] Classeur du groupe, onglet Cessions ; clés M:C.spentCum, M:C.progEb.
[24] F77 : Veolia Environnement SA (2026e), p. 25.

D'abord, l'enveloppe inclut l'investissement organique. Or cet investissement entre dans les investissements industriels, pas dans les investissements financiers.

Ensuite, Veolia compte les rachats de minoritaires parmi les investissements financiers. Ses définitions le précisent dans le rapport du troisième trimestre. Or le rachat de Water Technologies ne fait entrer aucune activité nouvelle.

Enfin, les périodes ne coïncident pas. Le cumul s'arrête au 30 septembre 2026, alors que l'enveloppe court jusqu'à fin 2027.

Corriger ces écarts jouerait dans les deux sens. Ajouter l'investissement organique augmenterait le cumul. Retirer le rachat de minoritaires le réduirait.

1.5 Clean Earth compte quatre chiffres et le levier retient l'effet sur la dette

Clean Earth change le périmètre de la réponse. Veolia a acquis cette activité américaine de *déchets dangereux* auprès d'Enviri. L'opération s'est conclue le 1er juin 2026. Quatre chiffres circulent pour cette seule acquisition. Un tableau en annexe les distingue.

Voir le tableau 2 de l'annexe V.

Nous retenons une convention unique pour tout le rapport. Le *levier* se calcule avec l'effet sur la dette, 2 804 M€. Les multiples se calculent avec le prix, 2 542 M€[25].

L'effet sur la dette dépasse le prix. Veolia y inclut principalement le prix et la dette locative reprise.

Au 30 septembre 2026, la dette porte toute l'acquisition, mais l'*EBITDA* n'en compte que 4 mois[26]. La partie 2 en tire les lectures du *levier* à cette date.

1.6 Le programme de cessions compense la plus grande part de Clean Earth, en partie après 2027

Veolia a adossé *Clean Earth* à un programme de cessions. En novembre 2025, elle a annoncé plus de 2 Md€[27] de cessions d'actifs matures dans les deux ans suivant la clôture. Le rapport semestriel 2026 fixe l'échéance : plus de 2 Md€ d'ici la mi-2028.

Au 30 septembre 2026, les cessions réalisées atteignent 0,2 Md€ sur neuf mois. Le 25 septembre, Veolia a vendu une participation minoritaire dans Rookery South pour 87 M£[28], soit 101 M€. Le 5 novembre 2026, Veolia a annoncé 570 M€[29] de cessions déjà signées. Leur *multiple* moyen atteint 10,4x l'*EBITDA*.

Net du programme, *Clean Earth* pèse au plus 804 M€ : 2 804 M€ moins plus de 2 Md€. Pour le *levier*, la compensation est moindre, car une cession retire aussi de l'*EBITDA*. Selon le modèle

[25] F40, F41 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 46.
[26] F787 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 23.
[27] F132 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 17.
[28] D61, F739 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 7.
[29] F736, F737 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 3.

du groupe, le programme retire 192 M€ d'*EBITDA* au *multiple* central de 10,4x[30]. La part encaissée avant le 31 décembre 2027 reste la première sensibilité de la capacité. La partie 3 la mesure ; voir l'annexe IV.

1.7 Chaque chiffre renvoie à un fichier, une page et une date de consultation

Nos chiffres viennent d'abord des publications de Veolia. Les opinions de Moody's et de S&P complètent ces sources. Nous utilisons aussi les rapports et communiqués d'Enviri, de Séché et de pairs du secteur, les inspections de la DREAL et des décisions de concurrence.

Chaque chiffre cité occupe une ligne d'un registre commun au groupe. La ligne donne le libellé, la valeur, l'unité et la période. Elle donne aussi le fichier, la page, l'adresse internet de la source et la date de consultation. La valeur est recopiée telle que le document l'imprime. Le libellé doit garder les mentions environ, plus de et moins de. Cette partie ne cite aucune opération sans document versé.

Les résumés de presse, les consensus d'analystes et les transcriptions d'appels non versées ne sont pas cités comme chiffres. Ils servent au plus de repères, nommés comme tels.

Veolia a publié ses résultats des neuf premiers mois le 5 novembre 2026. Nous les avons consultés le 6 novembre.

Deux contrôles protègent ces sources. Un contrôle automatique vérifie que chaque valeur figure sur la page qu'elle cite. Le groupe a ensuite relu ensemble les chiffres cités.

L'annexe I reproduit chaque chiffre cité avec sa source. L'annexe II fait de même pour les opérations.

1.8 Ce que nous n'avons pas pu établir

- La page d'allocation du capital ne dit pas si les tuck-ins et les cessions sont annuels.
- Le solde de 36 M€ entre 2 804 M€ et la somme de 2 542 M€ et de 226 M€ n'est pas détaillé.
- Nous ignorons la valeur des cessions signées autres que Rookery. Nous ignorons aussi si Rookery fait partie des 570 M€.
- Les publications du troisième trimestre ne datent pas les encaissements du programme. La part encaissée avant fin 2027 reste une hypothèse du groupe.

[30] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F737) ; clé M:H.mDisp.

2. Le plafond de levier que s'impose Veolia mord avant les seuils des agences

2.1 Le levier dépasse le plafond en septembre 2026 et ne laisse qu'une marge mince fin 2027

Au 30 septembre 2026, la dette atteint 25 423 M€[31] pour un *EBITDA* glissant de 7 374 M€[32]. Le *levier* mécanique ressort ainsi à 3,45x. Avec une année pleine de *Clean Earth*, il vaut 3,40x. Corrigé de la saisonnalité, il vaut encore 3,36x. Aucune de ces lectures ne descend sous 3x[33], le plafond fixé par *GreenUp*.

Veolia annonce un *levier* égal ou légèrement supérieur à 3x[34] fin 2026. Elle vise ensuite un retour à 3x[35] au plus en 2027. Notre modèle donne 3,18x[36] fin 2026, puis 2,98x fin 2027. La marge de dette sous le plafond n'est alors que de 159 M€ fin 2027. Dans le scénario défavorable, elle devient négative, à −1 802 M€[37]. Le *levier* fin 2027 reste sous le plafond dans 63 %[38] des simulations. Le chemin de 2026 est lui-même étroit. Pour finir l'année à 23 806 M€, la dette doit fortement baisser au seul quatrième trimestre.

Fin 2027, les agences laissent davantage de marge. S&P pourrait dégrader Veolia si son ratio *FFO* sur dette ajustée passait durablement sous 18 %[39]. Sur une base proche de Moody's, le modèle obtient 18,5 % fin 2026 et 19,8 % fin 2027. Fin 2027, la marge sous le seuil de S&P atteint 2 870 M€. Le risque d'agence se concentre sur 2026. Fin 2026, le ratio passe sous le seuil de S&P dans 17 % des simulations. Dans les trois scénarios, la première contrainte à mordre fin 2027 reste levier ≤ 3x (plafond de Veolia). L'annexe IV présente la fourchette de capacité qui en découle, scénario par scénario.

2.2 La définition de Veolia redonne exactement ses ratios publiés

Le *levier* de Veolia rapporte la *dette financière nette* de clôture à l'*EBITDA*. Les deux termes intègrent la norme IFRS 16 sur les loyers. Le rapport du troisième trimestre 2026 précise que ces définitions n'ont pas changé.

[31] F721, F731, F732 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 19.

[32] Classeur du groupe, onglet Levier ; clés M:L.ltm, M:L.levMech, M:L.levPF, M:L.levSeas, M:L.lev24c, M:L.lev25c, M:L.cePF, M:L.seas.

[33] F6 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 64.

[34] F725 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 21.

[35] F726, F776, F828 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.

[36] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:LEV26, M:LEV27, M:HEAD27, M:NFD26, M:RATIO26, M:RATIO27, M:HEADSP27, M:WHICH27, M:EB26, M:D26, M:ADJS26, M:RATIOS26, M:HEADS26, M:HEADS27, M:HEADSP26, M:LEV26PF.

[37] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario défavorable combiné ; clé M:HEAD27@def.

[38] Classeur du groupe, onglet Distribution, part des 1 000 futurs tirés ; clés M:P.tenir3x, M:P.sp26, M:P.sp27, M:P.agences.

[39] F163 : S&P Global Ratings (2026), p. 3.

Le ratio retient la dette de clôture et non une dette moyenne. Une acquisition payée en juin pèse donc en entier sur la dette de décembre. Elle n'apporte pourtant à l'*EBITDA* que ses mois consolidés. Pour *Clean Earth* en 2026, ce sont 7 mois[40].

Les hybrides restent hors de cette dette. Veolia les inscrit en capitaux propres, en application de la norme IAS 32.

Nous avons testé cette définition sur les deux derniers exercices. Pour 2024, une dette de 17 819 M€[41] rapportée à un *EBITDA* de 6 788 M€ donne 2,63x. C'est exactement le ratio publié, 2,63x. Pour 2025, une dette de 19 657 M€ rapportée à 7 050 M€ donne 2,79x, là encore le ratio publié, 2,79x.

Le ratio publié varie aussi selon la saison. Il vaut 3,0x[42] au 30 septembre 2025, puis 2,79x au 31 décembre. Un ratio de septembre se lit donc plus haut qu'un ratio de décembre.

2.3 Au 30 septembre 2026, aucune lecture du levier ne descend sous le plafond

La *dette financière nette* atteint 25 423 M€ au 30 septembre 2026. L'*EBITDA* des neuf premiers mois passe de 5 080 M€[43] en 2025 à 5 404 M€ en 2026. Ajoutée à l'*EBITDA* 2025, 7 050 M€, cette progression donne un *EBITDA* glissant de 7 374 M€.

Nous en tirons trois lectures du *levier*. La lecture mécanique rapporte la dette à cet *EBITDA* glissant et donne 3,45x. Elle compte toute la dette de *Clean Earth*, mais seulement 4 mois[44] de son *EBITDA*. La lecture pro forma ajoute l'*EBITDA* des mois manquants, 113 M€, et donne 3,40x. Cet ajout part des 200 M$[45] d'*EBITDA* attendus de *Clean Earth* pour 2026. La troisième lecture corrige aussi la saisonnalité. Elle retire de la dette sa baisse du quatrième trimestre 2025, 268 M€, et donne 3,36x. Seule cette dernière lecture se compare à un ratio de fin d'année. Même ainsi, le *levier* reste au-dessus de 3x.

De 19 657 M€ à 25 423 M€, la hausse doit près de la moitié à *Clean Earth*, 2 804 M€[46]. Les dividendes des neuf mois, 1 464 M€, dépassent le *cash-flow libre net* de 2025, 1 178 M€.

2.4 Finir 2026 au niveau annoncé exige un quatrième trimestre hors norme

Avec l'*EBITDA* 2026 du modèle, 7 486 M€, un *levier* de 3x correspond à environ 22,5 Md€ de dette. C'est loin des 25 423 M€ du 30 septembre et il ne reste qu'un trimestre. Or la dette n'a baissé que de 268 M€[47] au quatrième trimestre 2025, de 19 925 M€ à 19 657 M€. Le *cash-flow libre net* de ce trimestre a pourtant atteint 1 383 M€. Les autres flux du trimestre en ont absorbé l'essentiel.

[40] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F40) ; clé M:H.months.
[41] F23, F17, F20, F8, F3, F16, F29 : Veolia Environnement SA (2026g), p. 1.
[42] F741, F740 : Veolia Environnement SA (2025e), p. 5.
[43] F723, F722 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 11.
[44] F787 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 23.
[45] F51 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 6.
[46] F730 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 5.
[47] Classeur du groupe, onglet Pont de dette ; clés M:PD.dropQ4, M:PD.fcfQ4.

Le modèle reprend au quatrième trimestre 2026 le *cash-flow libre net* de celui de 2025, 1 383 M€[48]. Il suppose que 50,0 %[49] des cessions signées non encore encaissées le seront avant le 31 décembre. Cela représente 234 M€. Le modèle fixe à 0 Md€[50] les tuck-ins du quatrième trimestre et à 0 M€ les autres flux. Il n'y prévoit pas non plus de dividende. La dette tombe alors à 23 806 M€ et le *levier* à 3,18x.

Passer de 25 423 M€ à 23 806 M€ demande une baisse d'environ 1,6 Md€ en un seul trimestre. Pour nous, ce *levier* de fin 2026 est une cible, pas un résultat de calage. Il suppose un quatrième trimestre aussi généreux qu'en 2025, sans ses autres sorties de trésorerie.

Le cash-flow du trimestre pèse plus que le calendrier des cessions. Limité à 1 000 M€[51], il porte le *levier* de fin 2026 à 3,23x[52]. La marge de fin 2027 devient alors négative, à −224 M€. Sans nouvelle cession encaissée d'ici le 31 décembre, le *levier* ne monte qu'à 3,20x[53]. Veolia annonce des produits de cession à venir, sans les dater. Son programme de plus de 2 Md€[54] doit être livré d'ici la mi-2028. Cette échéance dépasse l'horizon de notre sujet.

2.5 Le remboursement d'un hybride alourdit le levier de Veolia plus que la dette ajustée de Moody's

Le 12 septembre 2026, Veolia a remboursé un *hybride*. Le pont des neuf mois l'inscrit pour −500 M€.

Pour Veolia, le remboursement ajoute tout son montant à la *dette financière nette*. Pour Moody's, l'effet est moitié moindre. L'agence compte la moitié des hybrides en dette : 2 050,0 M€[55] sur 4,1 Md€[56] fin 2025. Le remboursement efface cette moitié, mais la trésorerie versée accroît sa dette nette. Le modèle garde l'écart de dette de fin 2025 entre Moody's et Veolia. Il compte donc encore la moitié du titre remboursé. Notre test d'agence est ainsi un peu prudent.

2.6 Les seuils des agences laissent plus de marge que le plafond de Veolia fin 2027

Les deux agences ont confirmé leur note au printemps 2026, avec une perspective stable. Veolia ne présente pas d'autre notation : nous n'en avons trouvé aucune de Fitch. Le seuil de dégradation des deux agences ne porte pas sur le *levier* de Veolia. Il porte sur le *FFO* rapporté à une dette ajustée, propre à chaque agence. Un tableau en annexe compare leurs grilles.

Voir le tableau 3 de l'annexe V.

[48] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4.
[49] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F736, F739) ; clé M:H.s26.
[50] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale ; clés M:H.tuckH2, M:H.other.
[51] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4@bas.
[52] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « fcfQ4 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clés M:LEV26@fcfQ4-bas, M:HEAD27@fcfQ4-bas.
[53] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « s26 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:LEV26@s26-bas.
[54] F25 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 29.
[55] F251, F256 : Moody's Ratings (2026), p. 11.
[56] F562 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 429.

Pour Moody's, le test se fait sur ses propres chiffres. Son *FFO* 2025, 5 160 M€[57], rapporté à sa dette nette ajustée, 25 404,0 M€, donne 20,3 %[58]. Cette dette ajustée, 25 404,0 M€, dépasse de 5 747 M€ la *dette financière nette* publiée, 19 657 M€. Pour 2026, Moody's attend un ratio de 18,5 %[59]. Ce niveau touche, à nos yeux, la zone de son seuil. La marge de Veolia y est étroite.

Pour S&P, le modèle approche le ratio sur la base de Moody's. Il ajoute à sa *dette financière nette* l'écart constaté chez Moody's fin 2025. Il estime le *FFO* à 73,2 %[60] de l'*EBITDA*. Le ratio ressort à 18,5 %, le niveau même que prévoit Moody's pour 2026. Fin 2027, il remonte à 19,8 %. Ce test nous paraît sévère pour S&P. Sa dette ajustée, 24 340 M€[61] fin 2025, ne dépasse la dette publiée, 19 657 M€, que de 4 683 M€. C'est 1 064 M€ de moins que l'écart de Moody's. Sur la base de S&P, le modèle donne 28 488 M€ de dette ajustée fin 2026 et un ratio de 19,2 %. C'est le bas de ce que S&P attend pour 2026, 19 % à 20 %, et environ un point au-dessus de son seuil. La marge de dette y atteint 1 952 M€ fin 2026, puis 3 934 M€ fin 2027.

Sur la base de Moody's, cette marge vaut 888 M€ fin 2026. Le ratio passe pourtant sous ce seuil dans 17 % des simulations. Fin 2027, il reste au-dessus dans 100 % des simulations. Or le seuil de S&P vise un ratio durablement trop bas. Un simple creux en 2026 ne remplit pas cette condition, selon notre lecture. Fin 2027, la marge sous ce seuil atteint 2 870 M€, contre 159 M€ sous le plafond de Veolia. Le seuil des agences mord le premier dans 0 % des simulations.

Des deux agences, Moody's laisse le moins de marge. Elle note Veolia un cran au-dessus de S&P et attend pourtant un ratio plus bas. Les deux marges ont fondu avec *Clean Earth*. En mars 2025, S&P attendait environ 22 %[62]. En avril 2025, Moody's visait 20,0 %[63] à 22,0 %. Chaque agence a ainsi retiré de l'ordre de deux à trois points à sa prévision pour 2026.

Le plafond de Veolia et les seuils des agences sont liés. En novembre 2025, S&P jugeait la politique financière de Veolia compatible avec sa note pour un *levier* publié allant jusqu'à 3,0x[64]. Moody's fonde sa perspective stable sur le désendettement de Veolia après *Clean Earth*. S&P cite d'abord, parmi les causes d'une dégradation, des acquisitions par dette plus fortes que prévu. Sa prévision intègre *Clean Earth* et d'éventuels petits tuck-ins. Nous en déduisons qu'une *plateforme* payée par dette sortirait du scénario que les deux agences ont noté, avant même que le ratio n'atteigne son seuil.

2.7 Le refinancement renchérit la dette sans limiter la capacité

Veolia juge ses besoins de 2026 couverts par ses émissions de l'année. La liquidité reste solide, mais elle a baissé. Elle atteint 14,9 Md€[65], dont 5,8 Md€ de lignes de crédit confirmées non tirées, sans covenant restrictif. La liquidité nette des dettes courantes vaut 4 087 M€[66], contre 6 886 M€[67] fin 2025.

[57] F261 : Moody's Ratings (2026), p. 12.
[58] F147, F151 : Moody's Ratings (2026), p. 7.
[59] F152, F244, F245 : Moody's Ratings (2026), p. 2.
[60] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F261, F3) ; clé M:H.ffo.
[61] F867, F831, F832, F826, F852, F865, F868, F869 : S&P Global Ratings (2026), p. 4.
[62] F870 : S&P Global Ratings (2025b), p. 2.
[63] F872, F873 : Moody's Ratings (2025), p. 2.
[64] F871 : S&P Global Ratings (2025a), p. 3.
[65] F830, F835, F779 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 33.
[66] F769, F770, F768 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 7.
[67] F411 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 421.

Veolia juge son taux de financement stable sur un an. Il vaut 3,82 % au 30 septembre 2026, contre 3,83 % un an plus tôt. Veolia prévoit toutefois un coût de la dette en hausse en 2026 et 2027. Elle l'attribue aux acquisitions.

Aux taux des émissions de 2026, la plupart des échéances obligataires de 2027 se refinanceraient plus cher. Nous retenons comme taux de refinancement le coupon moyen de l'émission d'août 2026. Refinancées à 3,856 %, les souches de 700 M€[68] à 0,000 % et de 850 M€ à 1,250 % coûteraient 49,1 M€ de plus par an. La souche de mars 2027, 750 M€ à 4,625 %, coûterait au contraire moins cher. Ce surcoût pèse sur le *FFO*, donc sur le ratio des agences. Il touche peu le *levier* de Veolia. Notre lecture : le refinancement ne borne pas la capacité, il en relève le coût.

2.8 Ce que nous n'avons pas pu établir

- Nous n'avons trouvé aucun *levier* publié au 30 septembre 2026. Nos trois lectures de cette date sont des calculs du groupe.
- Nous ignorons combien de mois de *Clean Earth* le ratio de fin 2026 retiendra. Le modèle en compte 7 mois et donne 3,18x. Sur une année pleine, il donne 3,15x.
- L'*EBITDA* de *Clean Earth* retenu, 200 M$, est une prévision de Veolia. Un *EBITDA* plus faible relèverait nos lectures pro forma.
- Moody's ne chiffre pas son seuil, high teens : sa marge ne se mesure pas en euros.
- Veolia a signé 570 M€[69] de cessions et en a réalisé 0,2 Md€[70] sur neuf mois. Nous ne savons pas comment ces montants s'emboîtent, ni quand les cessions signées seront encaissées.

[68] F279, F280, F283, F284, F281, F282 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 407.
[69] F736 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 3.
[70] F738 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 14.

3. Une marge mince fin 2027, portée par l'EBITDA et les cessions plutôt que par le cash-flow libre net

3.1 Fin 2027, la marge sous le plafond reste mince et tient d'abord au calendrier des cessions

Au 30 septembre 2026, la *dette financière nette* de Veolia atteint 25 423 M€[71]. Veolia ne publie aucun ratio à cette date. Elle vise un *levier* égal ou légèrement supérieur à 3x[72] fin 2026. Elle annonce ensuite un retour à 3x[73] au plus en 2027.

Sur une année pleine, le *cash-flow libre net* couvre le dividende de Veolia, pas tous les dividendes. La marge vient donc de deux autres sources. La croissance de l'*EBITDA* élève le plafond de dette. Les cessions réduisent la dette. Dans le scénario central du modèle du groupe, la dette atteint 23 638 M€[74] fin 2027. L'*EBITDA* atteint 7 932 M€ et le *levier* revient à 2,98x. La marge sous le plafond de 3,0x[75] n'est que de 159 M€. Elle s'entend après 0,5 Md€[76] de tuck-ins payés en 2027.

Cette marge est fragile. Le plafond tient dans 63 %[77] des 1 000 futurs tirés par le modèle. Le premier facteur est la part des cessions non encore signées encaissée en 2027. Sans autre encaissement en 2027 que le solde des cessions signées, la marge tombe à −304 M€[78]. Viennent ensuite la croissance organique de 2027 et le montant des tuck-ins. La croissance de l'*EBITDA* repose en partie sur les plans d'efficacité, l'hypothèse la plus fragile du modèle. La fourchette complète de capacité figure à l'annexe IV.

3.2 Le cash-flow libre net ne couvre pas l'ensemble des dividendes

Le *cash-flow libre net* de Veolia est très saisonnier. En 2025, il s'établit à −451 M€[79] à fin juin, puis à −205 M€ à fin septembre. Il atteint pourtant 1 178 M€[80] sur l'année. Le seul quatrième trimestre en a apporté 1 383 M€[81].

L'année 2026 suit le même profil, avec un troisième trimestre plus faible. Le *cash-flow libre net* vaut −200 M€ au 30 septembre 2026, contre −288 M€ au 30 juin. Le besoin en fonds de

[71] F721, F728, F727, F760, F761, F731, F735 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 19.
[72] F725 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 21.
[73] F726 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.
[74] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:NFD27, M:EB27, M:LEV27, M:HEAD27, M:DIV27, M:FCF27, M:D26, M:NFD26, M:EB26, M:LEV26, M:D27, M:DE27, M:MAXACQB.
[75] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F56, F6) ; clé M:H.cap.
[76] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck.
[77] Classeur du groupe, onglet Distribution, part des 1 000 futurs tirés ; clés M:P.tenir3x, M:P.obj8, M:P.agences, M:P.acq1, M:P.acq2.
[78] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « s27 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@s27-bas.
[79] F70, F28, F74 : Veolia Environnement SA (2026e), p. 25.
[80] F29 : Veolia Environnement SA (2026g), p. 1.
[81] Classeur du groupe, onglet Pont de dette ; clés M:PD.fcfQ4, M:PD.dropQ4.

roulement explique une part de ce retard. Sa variation atteint −1 488 M€ à fin septembre 2026, contre −1 272 M€ un an plus tôt.

Le modèle du groupe suppose un quatrième trimestre 2026 identique à celui de 2025 : 1 383 M€[82]. Nous bornons cette hypothèse entre 1 000 M€[83] et 1 600 M€[84]. La borne basse couvre un retard d'encaissement qui ne se résorberait pas.

Veolia a versé 1 099 M€ à ses actionnaires au titre de 2025. Sur neuf mois, son pont de dette compte 1 464 M€ de dividendes versés, minoritaires compris. Ce total dépasse déjà le *cash-flow libre net* de toute l'année 2025, 1 178 M€. En 2025 déjà, ce cash-flow a couvert le dividende de Veolia, 1 023 M€[85]. Il n'a pas couvert tous les dividendes du tableau de flux, inscrits pour −1 280 M€[86].

Le dividende de Veolia suit la croissance du bénéfice net courant par action. Le modèle fait croître ce dividende de 8,0 %[87] en 2027. Ce taux reprend la *guidance* de résultat net courant, au moins 8 %[88]. Le modèle ajoute 365 M€[89] d'autres dividendes, l'écart observé entre 1 464 M€ et 1 099 M€. Les dividendes de 2027 atteignent ainsi 1 552 M€. Le *cash-flow libre net* de 2027, 1 319 M€, reste en dessous.

3.3 Du 30 septembre 2026 à fin 2027, la dette baisse par le quatrième trimestre et par les cessions

Au quatrième trimestre 2026, la dette baisse de deux façons. Le cash-flow saisonnier en ôte 1 383 M€. Les cessions signées en ôtent 234 M€. La dette finit l'année à 23 806 M€, pour un *EBITDA* 2026 de 7 486 M€. Le *levier* fin 2026 atteint alors 3,18x.

En 2027, la dette ne baisse que grâce aux cessions, 900 M€. Elle finit l'année à 23 638 M€. Dans le même temps, l'*EBITDA* progresse jusqu'à 7 932 M€. Cette hausse porte la dette maximale sous le plafond à 23 797 M€[90]. Chaque demi-milliard d'*EBITDA* supplémentaire libère 1 500 M€ de dette. Une fois les dividendes payés, l'*EBITDA* crée donc plus de capacité que le cash-flow. Le scénario central reste toutefois sous l'objectif de *GreenUp*, au moins 8 Md€[91]. Seuls 32 % des futurs tirés atteignent cet objectif.

3.4 Les cessions comptent par leur date plus que par leur multiple

Veolia a annoncé un programme de cessions de plus de 2 Md€[92] d'ici mi-2028. Cette échéance tombe après l'horizon du sujet, fin 2027. Une partie du programme peut donc arriver trop tard pour la marge de fin 2027.

[82] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4.
[83] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4@bas.
[84] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4@haut.
[85] F15 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 337.
[86] F336 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 363.
[87] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F89) ; clé M:H.gDiv.
[88] F89, F87, F88 : Veolia Environnement SA (2026b), p. 3.
[89] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F731, F74) ; clé M:H.minDiv.
[90] Classeur du groupe, onglet Levier ; clés M:L.maxDebtMod, M:L.perHalf.
[91] F12 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 9.
[92] F25 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 29.

Au 5 novembre 2026, 570 M€[93] sont déjà signés, à un *multiple* moyen de 10,4x l'*EBITDA*. Les encaissements suivent plus lentement. Veolia a réalisé 0,1 Md€[94] de cessions au premier semestre et 0,2 Md€[95] sur neuf mois.

Au quatrième trimestre 2026, le modèle encaisse 50,0 %[96] des cessions signées et non encore encaissées, soit 234 M€. En 2027, il encaisse le solde de ces cessions signées. Il y ajoute 50,0 %[97] du reste du programme, c'est-à-dire de la part ni réalisée ni signée. Le total de 2027 atteint 900 M€. Le reste tombe en 2028. Chaque cession retire de l'*EBITDA* au *multiple* central de 10,4x[98]. Par prudence, le modèle retire cet *EBITDA* en année pleine dès l'encaissement. L'*EBITDA* cédé s'inscrit à −87 M€ en 2027.

Le *multiple* pèse moins que la date. À 10,4x et sous un plafond de 3,0x, 100 M€ encaissés dégagent environ 71 M€ de marge. Entre les bornes du *multiple*, 8,0x[99] et 12,0x[100], la marge de fin 2027 varie de 54 M€[101] à 206 M€[102]. La date compte davantage : elle commande le premier facteur de la marge.

3.5 Le calendrier des cessions et la croissance de 2027 font le plus bouger la marge

3.5.1 Une hypothèse à la fois, cinq facteurs peuvent effacer la marge

Nous faisons varier chaque hypothèse entre ses bornes, les autres restant au centre. Un tableau en annexe classe les cinq hypothèses qui pèsent le plus sur la marge.

Voir le tableau 4 de l'annexe V.

Le calendrier des cessions domine. La croissance organique de 2027 vient ensuite. Le troisième facteur est une décision de Veolia, pas un aléa. Sans *tuck-in* en 2027, la marge monterait à 497 M€[103].

Ces cinq hypothèses peuvent chacune effacer la marge à leur borne défavorable. Les autres laissent la marge positive à leurs deux bornes. C'est le cas du *multiple* de cession et des *synergies* de *Clean Earth*.

Ni les sensibilités ni les tirages du modèle ne font varier le change ou les taux. Ces risques existent pourtant. L'effet de change et de juste valeur sur la dette atteint −210 M€ sur neuf mois. Côté taux, 78 %[104] de la *dette financière nette* est à taux fixe au 30 septembre 2026. Nous jugeons ces facteurs secondaires face au calendrier des cessions.

[93] F736, F737 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 3.
[94] F30 : Veolia Environnement SA (2026c), p. 14.
[95] F738 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 14.
[96] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F736, F739) ; clé M:H.s26.
[97] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F25) ; clé M:H.s27.
[98] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F737) ; clé M:H.mDisp.
[99] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F737) ; clé M:H.mDisp@bas.
[100] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F737) ; clé M:H.mDisp@haut.
[101] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « mDisp bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@mDisp-bas.
[102] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « mDisp haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@mDisp-haut.
[103] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « tuck bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@tuck-bas.
[104] F775 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 33.

3.5.2 Sur 1 000 futurs tirés, le plafond cède dans une forte minorité de cas

Le scénario défavorable combine toutes les bornes défavorables : la marge y tombe à −1 802 M€[105]. Le scénario favorable les combine dans l'autre sens : 2 280 M€[106]. Ces deux extrêmes supposent que tout tourne mal, ou bien, en même temps. Le modèle tire donc 1 000 futurs par la méthode de *Monte-Carlo*. Chaque hypothèse suit une loi triangulaire entre ses bornes, la valeur centrale au sommet. Un facteur commun de conjoncture relie la plupart des hypothèses.

La marge médiane atteint 161 M€[107]. Le plafond cède dans plus d'un futur sur trois. Le seuil des agences s'impose en premier dans 0 % des futurs tirés. La contrainte utile reste le plafond de Veolia.

La capacité d'acquisition qui en découle est faible. Au *multiple* central des tuck-ins, 9,8x[108], l'acquisition maximale du scénario central atteint 229 M€. Sur les futurs tirés, chacun avec son propre *multiple*, l'acquisition maximale médiane atteint 238 M€. Ces montants s'ajoutent aux tuck-ins déjà prévus. Veolia peut acheter au moins un milliard d'euros fin 2027 dans 16 % des futurs seulement. Deux milliards ne passent dans aucun futur, 0 %. Une acquisition d'envergure demanderait donc, selon nous, des cessions supplémentaires ou un autre financement.

3.6 L'efficacité soutient la croissance de l'EBITDA et reste l'hypothèse la plus fragile

La croissance organique de 2027 est le deuxième facteur de la marge. Le modèle la fixe à 5,1 %[109], le rythme publié sur neuf mois, 5,1 %[110]. Ce rythme se situe dans le bas de la *guidance* 2026, de 5 % à 6 %. Veolia attribue la hausse de l'*EBITDA* à la croissance des activités et à ses plans d'efficacité.

GreenUp vise 350 M€[111] de gains d'efficacité par an. Veolia a dépassé cet objectif en 2024, avec 398 M€[112], puis en 2025, avec 399 M€[113]. Sur les neuf premiers mois de 2026, les gains bruts atteignent 294 M€.

Dans le pont d'*EBITDA* des neuf mois, ces gains ne forment pas une marche distincte. La marche croissance et performance apporte +303 M€[114]. Elle regroupe les prix, la productivité, l'efficacité, les volumes et les *synergies*. Cette marche est nette des gains rendus aux clients. Les prix de l'énergie et des recyclats pèsent pour −74 M€. Les gains bruts d'efficacité et la marche nette ne se comparent donc pas terme à terme. Sans ce plan, la croissance organique serait nettement plus faible, selon nous.

[105] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario défavorable combiné ; clé M:HEAD27@def.
[106] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario favorable combiné ; clé M:HEAD27@fav.
[107] Classeur du groupe, onglet Distribution, médiane des 1 000 futurs tirés ; clés M:HEAD27@p50, M:MAXACQB@p50.
[108] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F48) ; clé M:H.mTuck.
[109] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale ; clé M:H.g27.
[110] F724, F759 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 5.
[111] F420 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 58.
[112] F641 : Veolia Environnement SA (2025b), p. 5.
[113] F424 : Veolia Environnement SA (2026a), p. 21.
[114] F756, F757 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 16.

Cette hypothèse est fragile pour trois raisons. D'abord, un plan de coûts se livre ou ne se livre pas. Nous ne pouvons le vérifier qu'à travers les publications de Veolia. Ensuite, les gains publiés sont bruts et une partie revient aux clients. Enfin, les prix de l'énergie et des recyclats pèsent déjà sur la croissance organique. Si la croissance de 2027 tombe à 4,0 %[115], la marge devient négative, à −104 M€[116].

3.7 Ce que nous n'avons pas pu établir

- Les dates d'encaissement des cessions. Veolia ne les publie pas. Les parts 50,0 % et 50,0 % sont des choix du groupe.
- Les flux du quatrième trimestre 2025 hors *cash-flow libre net*. Nous n'avons pas expliqué pourquoi la dette n'a baissé que de 268 M€ ce trimestre-là.
- La plupart des bornes des hypothèses et la force du facteur commun. Ce sont des choix du groupe, sans source externe.

[115] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse ; clé M:H.g27@bas.

[116] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « g27 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@g27-bas.

4. Le booster déchets dangereux achète sa croissance plus qu'il ne la génère

4.1 Le booster croît d'abord par acquisitions, payées à un prix que seules les synergies compensent

En volume, le *booster* dépasse déjà son objectif. Veolia a traité 9 181 kt[117] de *déchets dangereux* en 2025. Son objectif pour 2027 est de 9 Mt. Cet objectif remplace les 10 Mt[118] fixés par *GreenUp* en 2024. Le *DEU* 2025 explique la révision par la cession de *RGS* aux États-Unis. La cible a donc suivi le périmètre, pas l'activité.

En valeur, la croissance change de nature. En 2025, l'*EBITDA* du métier a progressé de +13,0 %[119] à *périmètre et change constants*. En 2026, l'organique ralentit. Au premier semestre, l'*EBITDA* progresse de +7,2 %[120] à *périmètre et change constants*. Sur neuf mois, le chiffre d'affaires ne gagne plus que 2,6 %[121], contre +7,1 %[122] en 2024. La hausse publiée atteint pourtant 14,1 %, de 3 126 M€ à 3 566 M€. Hors *Clean Earth*, tuck-ins compris et à change constant, elle n'est que de +6,3 %[123]. *Clean Earth* fait le reste, malgré un change défavorable. Notre conclusion est nette : la croissance du *booster* est achetée plus que générée.

Le prix de *Clean Earth* ne se justifie qu'avec ses *synergies*. Veolia l'a payé 9,8x[124] l'*EBITDA* 2026 attendu après *synergies*. Sans *synergies*, le *multiple* ressort à 14,9x, 2 989 M$[125] pour 200 M$[126]. Vu du vendeur, l'*EBITDA* de 2025 est nettement plus bas. Clean Harbors est le seul comparable direct dont les achats sont chiffrés. Clean Harbors a payé HEPACO 7,1x[127] et EnviroServe avec ES&H 8,9x[128] après *synergies*. Veolia, de son côté, cède des actifs mûrs à 10,4x[129]. Avant *synergies*, un euro investi dans *Clean Earth* rapporte donc moins d'*EBITDA* qu'un euro cédé n'en retire. Ces repères confirment, selon nous, les hypothèses centrales du modèle du groupe. Ils fragilisent sa borne basse sur l'*EBITDA* de *Clean Earth*.

4.2 En valeur, l'organique ralentit et le périmètre prend le relais

4.2.1 En 2024 et 2025, le métier a crû par lui-même

L'*EBITDA* du métier est passé de 609 M€ en 2024 à 686 M€ en 2025. À *périmètre et change constants*, il a progressé de +13,0 %. La marge du métier vaut 14,2 % en 2024, 609 M€ sur 4 276 M€. Cette année-là, le chiffre d'affaires a crû de +7,1 % en organique. La croissance de ces deux années est donc d'abord générée, pas achetée.

[117] F34, F35 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 226.
[118] F36, F12 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 9.
[119] F744, F742, F743 : Veolia Environnement SA (2026a), p. 41.
[120] F801 : Veolia Environnement SA (2026c), p. 21.
[121] F748, F747, F746, F814 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 14.
[122] F653, F647 : Veolia Environnement SA (2025b), p. 10.
[123] F788 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 21.
[124] F48 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 3.
[125] F40 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 46.
[126] F51, F52 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 6.
[127] F483, F478, F479 : Clean Harbors (2024).
[128] F607 : Clean Harbors (2026b).
[129] F737, F736 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 3.

4.2.2 En 2026, le périmètre fait l'essentiel de la croissance

Sur neuf mois, le chiffre d'affaires du métier passe de 3 126 M€ à 3 566 M€, en hausse de 14,1 %. À *périmètre et change constants*, la hausse n'est que de 2,6 %. Les tuck-ins hors *Clean Earth* la portent à +6,3 %. À change constant, effet de périmètre compris, elle atteint 14,9 %. *Clean Earth* en apporte donc 8,6 points, 14,9 % moins +6,3 %. Or *Clean Earth* n'est consolidé que depuis le 1er juin 2026. En 2027, il pèsera sur une année pleine.

4.2.3 L'investissement organique pèse peu face aux acquisitions

Sur neuf mois, Veolia a investi 192 M€[130] dans ses projets de traitement de *déchets dangereux*. Ses acquisitions atteignent 3,0 Md€[131] sur la même période, *Clean Earth* et Enviropacific en tête. Elles pèsent plus de quinze fois cet investissement, 3,0 Md€ contre 192 M€. Nous en concluons que, d'ici 2027, la croissance du métier vient d'abord du périmètre acquis.

4.3 Vu du vendeur, l'EBITDA de Clean Earth est plus bas que le budget de Veolia

4.3.1 Les comptes d'Enviri montrent un EBITDA plus bas et une croissance lente

Enviri a annoncé la vente de *Clean Earth* pour plus de 3,0 Md$[132], selon son rapport annuel 2025. Le segment a réalisé 973,9 M$[133] de chiffre d'affaires en 2025, contre 940,3 M$ en 2024, soit 3,6 % de hausse. Son résultat opérationnel a reculé de 92,6 M$[134] à 91,7 M$. Le budget de 1 030 M$ suppose environ 5,8 % de croissance sur les 973,9 M$ de 2025. C'est une nette accélération.

Nous reconstituons l'*EBITDA* de 2025 en ajoutant les amortissements du segment. La somme de 91,7 M$, de 39 778 k$[135] d'amortissements corporels et de 23 644 k$ d'amortissements incorporels donne 155,1 M$. Réunis, 91,7 M$, 39 778 k$ et 23 644 k$ restent environ 22 % sous les 200 M$ du budget. Rapportés à 973,9 M$, ils donnent une marge de 15,9 % : 91,7 M$, 39 778 k$ et 23 644 k$ sur 973,9 M$. Le budget de Veolia, 200 M$ pour 1 030 M$, suppose 19,4 %.

Une partie de l'écart tient aux normes comptables. Enviri publie en normes américaines. Les loyers de ses locations simples restent donc dans ses charges. Veolia retient un *EBITDA* ajusté après IFRS 16, qui exclut ces loyers. À l'inverse, le résultat de segment d'Enviri exclut ses coûts centraux. Nous ne savons pas chiffrer ces effets. Le budget de Veolia reste, à nos yeux, plausible. Il suppose toutefois une croissance que les comptes du vendeur ne montrent pas.

4.3.2 Les premiers mois consolidés sont cohérents avec le budget, sans le prouver

Sur neuf mois, l'effet de périmètre ajoute +383 M€[136] au chiffre d'affaires du groupe. Il ajoute +73 M€[137] à son *EBITDA*. La marge de ce périmètre ressort à 19,1 %, +73 M€ sur +383 M€. Elle est proche des 19,4 % du budget de *Clean Earth*, 200 M$ sur 1 030 M$. Trois limites s'imposent toutefois. Veolia attribue cet effet principalement à *Clean Earth* et à Enviropacific. *Clean Earth* n'y figure que pour 4 mois[138]. Enfin, quelques mois ne s'annualisent pas.

[130] F762 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 19.
[131] F784 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 14.
[132] F216 : Enviri Corporation (2025), p. 68.
[133] F209, F210 : Enviri Corporation (2025), p. 69.
[134] F212, F211 : Enviri Corporation (2025), p. 70.
[135] F213, F214 : Enviri Corporation (2025), p. 284.
[136] F754 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 15.
[137] F755 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 16.
[138] F787 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 23.

4.4 Clean Harbors, seul comparable direct, paie des prix du même ordre que Veolia

Nous retenons Clean Harbors comme comparable direct de *Clean Earth*. Le groupe exerce le même métier aux États-Unis et publie des comptes audités. En 2025, il réalise 6 030,8 M$[139] de chiffre d'affaires et 1 169 939 k$[140] d'*EBITDA* ajusté. Sa marge de 19,4 % égale celle du budget de *Clean Earth*, 200 M$ sur 1 030 M$. Son segment Environmental Services dégage 1 343 776 k$[141] d'*EBITDA* ajusté pour 5 193 290 k$ de chiffre d'affaires. Sa marge avant coûts centraux atteint 25,9 %, 1 343 776 k$ sur 5 193 290 k$. Les bases ne sont toutefois pas celles de Veolia.

La comparaison la plus juste porte donc sur les segments. Chez Enviri comme chez Clean Harbors, le segment se mesure en normes américaines. Il exclut les coûts centraux. Sur cette base proche, la marge de *Clean Earth* reste nettement inférieure à celle d'Environmental Services. Le budget de Veolia, ajusté et après IFRS 16, se place entre les deux.

4.4.1 Avant synergies, Clean Earth se paie au niveau de ses pairs américains

Le *multiple* après *synergies* inclut les économies attendues par l'acheteur. Le *multiple* avant *synergies* rapporte la valeur à l'*EBITDA* de la cible. Dans un tableau en annexe, les multiples suivis de leurs termes sont nos calculs ; les autres sont publiés. L'annexe I reprend chacun de ces chiffres avec sa source.

Voir le tableau 5 de l'annexe V.

Avant *synergies*, *Clean Earth* se situe dans la fourchette de ses pairs, entre HEPACO et EnviroServe. Sur l'*EBITDA* de son vendeur, il en dépasse le haut. Après *synergies*, il coûte plus cher que HEPACO et que l'ensemble EnviroServe et ES&H. US Ecology est l'opération chiffrée la plus proche de *Clean Earth*. Avant *synergies*, Veolia a payé *Clean Earth* un peu plus cher. Après *synergies*, l'ordre s'inverse.

Le *multiple* après *synergies* dépend surtout du poids des *synergies* dans l'*EBITDA* acheté. Chez EnviroServe, les *synergies* attendues, 25 M$[142], égalent presque l'*EBITDA* acheté, 27 M$. Chez US Ecology, elles n'en font qu'environ un quart, 40 M$[143] pour 156 M$. Chez *Clean Earth*, elles en représentent 60 %, 120 M$[144] pour 200 M$. Le *multiple* de 9,8x repose donc sur une hypothèse de *synergies* élevée.

Veolia cède ses actifs mûrs à 10,4x en moyenne, sur 570 M€ déjà signés. Son programme de plus de 2 Md€[145] doit être livré d'ici mi-2028, après l'horizon du sujet. Avant *synergies*, un euro investi dans *Clean Earth* rapporte moins d'*EBITDA* qu'un euro cédé n'en retire. À *EBITDA* constant, l'équilibre exige près des trois quarts des 120 M$ de *synergies* : 2 989 M$ sur 10,4x, moins 200 M$. Le modèle du groupe en réalise 25,0 %[146] en 2027 et au plus 50,0 %[147]. Pour nous, d'ici 2027, cet échange retire plus d'*EBITDA* par euro qu'il n'en apporte.

Les rachats de Covanta et de Stericycle ne servent pas de comparables : le premier valorise l'énergie des déchets, le second traite des déchets médicaux.

[139] F224 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 33.
[140] F225, F226 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 38.
[141] F222, F220 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 34.
[142] F601, F602, F604 : Clean Harbors (2026c).
[143] F525, F527, F529 : BIC Magazine (2022).
[144] F49 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 13.
[145] F25 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 29.
[146] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F49) ; clé M:H.syn.
[147] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F49) ; clé M:H.syn@haut.

4.5 Les comparables valident les hypothèses centrales du modèle, pas sa borne basse sur Clean Earth

Le modèle du groupe retient un *EBITDA* de *Clean Earth* de 200 M$[148] en année pleine. Il le fait varier entre 180 M$[149] et 220 M$[150]. Le budget de Veolia et la marge de l'effet de périmètre soutiennent la valeur centrale. L'*EBITDA* reconstitué du vendeur se situe pourtant sous la borne basse. Nous mesurons chaque hypothèse par la marge de manœuvre sous le plafond de *levier* fin 2027. À la borne basse, elle passe de 159 M€[151] à 102 M€[152].

Les *synergies* du modèle suivent le calendrier de la direction, qui annonce les premières en 2027. Le modèle en réalise 25,0 % en 2027, soit 26 M€. Sans *synergies*, la marge de manœuvre tombe à 78 M€[153]. À 50,0 %, elle monte à 240 M€[154].

Pour les tuck-ins, le modèle retient le *multiple* de *Clean Earth* après *synergies*, 9,8x[155]. Ses bornes vont de 7,4x[156] à 11,0x[157]. Les multiples après *synergies* observés restent proches de ces bornes. Avant *synergies*, ils se situent à la borne haute ou au-dessus. L'acquisition maximale fin 2027 vaut 229 M€ au centre et 195 M€[158] à la borne haute du *multiple*.

À l'échelle du groupe, notre modèle place l'*EBITDA* 2027 à 7 932 M€, sous l'objectif d'au moins 8 Md€. Le *booster* y contribue d'abord par *Clean Earth*, selon nous.

4.6 Ce que nous n'avons pas pu établir

- L'*EBITDA* du métier au 30 septembre 2026. Veolia ne le publie pas.
- La contribution propre de *Clean Earth* à l'*EBITDA*.
- La valeur et le *multiple* de chaque cession signée.

[148] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F51) ; clé M:H.ceEb.

[149] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F51) ; clé M:H.ceEb@bas.

[150] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F51) ; clé M:H.ceEb@haut.

[151] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:HEAD27, M:SYN27, M:MAXACQB, M:EB27.

[152] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « ceEb bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@ceEb-bas.

[153] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « syn bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@syn-bas.

[154] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « syn haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@syn-haut.

[155] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F48) ; clé M:H.mTuck.

[156] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F48) ; clé M:H.mTuck@bas.

[157] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F48) ; clé M:H.mTuck@haut.

[158] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « mTuck haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:MAXACQB@mTuck-haut.

5. Les passifs environnementaux d'une acquisition fixent le coût de la diligence, pas la capacité d'achat

5.1 Un passif repris se compte en dizaines de millions et reste hors de la dette financière nette

Les provisions de fermeture et post-fermeture de Veolia, 1 290 M€[159], valent 0,18x son *EBITDA* 2025 de 7 050 M€[160]. Ce stock date du 30 juin 2026.

Les pairs donnent un ordre de grandeur. Clean Harbors porte 230 697 k$[161] de passifs environnementaux actualisés, soit 3,8 % de son chiffre d'affaires de 6 030,8 M$[162]. Appliqué au chiffre d'affaires 2025 de *Clean Earth*, 973,9 M$[163], le ratio de 230 697 k$ pour 6 030,8 M$ donne 37,3 M$.

Notre lecture tient en trois points. Pour une cible comme *Clean Earth*, un passif repris se chiffre en dizaines de millions. La *dette financière nette* de Veolia ne le compte pas. Aucune ligne du pont de dette de Moody's ne vise ce type de passif. Il ne déplace donc pas la capacité d'achat calculée à la partie 3. Il fixe en revanche le coût de la diligence. L'exposition hors bilan, faite de contentieux et de *PFAS*, reste à chiffrer. L'annexe I donne la source de chaque chiffre cité.

5.2 Les provisions de fermeture de Veolia sont stables, sauf au semestre de Clean Earth

Le stock a peu bougé en 2025. Il passe de 1 220 M€[164] fin 2024 à 1 214 M€ fin 2025. Fin 2025, la réhabilitation de sites en porte l'essentiel, avec 1 106 M€.

Au premier semestre 2026, le stock gagne 76 M€, de 1 214 M€ à 1 290 M€. Le segment Amériques, Asie-Pacifique, Afrique Moyen-Orient en porte l'essentiel : +54 M€, de 418 M€ à 472 M€. Il inclut les États-Unis et l'Australie, pays des deux acquisitions du semestre. Enviropacific est entré le 31 mars, *Clean Earth* le 1er juin. Veolia n'attribue pourtant pas cette hausse.

Trois causes peuvent s'y mêler. La première est l'entrée des deux sociétés. La deuxième est le change. La troisième est la désactualisation, qui a ajouté 72 M€ sur l'exercice 2025. Au 30 juin, Veolia publie les stocks par segment, pas le tableau des mouvements. Le partage entre ces causes reste donc impossible. Le stock du 30 juin 2026 reste la dernière mesure disponible.

[159] F44, F102 : Veolia Environnement SA (2026e), p. 65.
[160] F3 : Veolia Environnement SA (2026g), p. 1.
[161] F239, F238 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 43.
[162] F224 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 33.
[163] F209 : Enviri Corporation (2025), p. 69.
[164] F99, F100, F42, F101, F107 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 432.

5.3 Clean Earth est entré dans les comptes avant que ses passifs soient évalués à leur juste valeur

5.3.1 Un prix connu, des passifs encore provisoires

Veolia a acquis *Clean Earth* le 1er juin 2026 pour 2 989 M$[165], soit 2 542 M€. Fin septembre 2026, l'effet sur la dette atteint 2 804 M€[166]. Il comprend pour l'essentiel le prix et la dette de loyers IFRS 16 reprise, 226 M€.

Au 30 juin 2026, le goodwill préliminaire de 2 066 M€[167] représente 81,3 % du prix de 2 542 M€. L'amendement au *DEU* précise qu'aucune affectation provisoire du prix n'a été comptabilisée. Ses notes font pourtant entrer des actifs de *Clean Earth* par variation de périmètre. Faute d'affectation, ces actifs ne sont pas encore réévalués à leur juste valeur. Les passifs de fermeture déjà inscrits par *Clean Earth* ont pu entrer de la même façon. Ils se trouvent peut-être dans les 1 290 M€. Les comptes publiés ne permettent ni de le confirmer ni de l'exclure.

IFRS 3 laisse à l'acquéreur un an au plus pour affecter le prix. La norme impose alors d'inscrire à leur juste valeur les passifs éventuels repris. Un passif antérieur à l'acquisition et identifié pendant cette période augmente le goodwill. Identifié après, il passe en résultat, sauf correction d'erreur.

Veolia a déjà fixé le traitement de cette affectation. Le rapport du troisième trimestre l'annonce, en page 21, comme un élément non courant.

5.3.2 Des sites autorisés et des garanties à suivre

Clean Earth apporte 82 sites[168] et 700 permis aux États-Unis, selon la présentation de l'opération. Selon le *10-K* 2025 d'Enviri, plusieurs sont des centres de traitement autorisés par la loi *RCRA*. Le *10-K* en dénombre 19 sites[169] fin 2025. Le droit fédéral attache à ces autorisations un plan de fermeture. Il exige aussi une garantie financière de son coût.

5.4 Les pairs donnent un ordre de grandeur, pas une mesure du passif de Clean Earth

5.4.1 Clean Harbors porte un passif comparable à celui de Veolia

Clean Harbors, comparable américain coté, publie ses passifs environnementaux au 31 décembre 2025. Rapportés à l'*EBITDA* ajusté de 1 169 939 k$[170], les 230 697 k$ valent 0,20x. Veolia est à 0,18x, avec 1 290 M€ pour 7 050 M€. Les normes ne sont pas les mêmes : américaines pour Clean Harbors, IFRS pour Veolia. Les deux groupes actualisent en revanche ces passifs.

Comme Veolia, Clean Harbors grandit par acquisitions. Selon son *10-K*, la quasi-totalité de ses passifs environnementaux a été reprise lors d'acquisitions.

Le ratio de chiffre d'affaires sert d'analogie pour *Clean Earth*. Cette analogie suppose des portefeuilles de sites comparables. Nous ne l'avons pas vérifié.

[165] F40, F41 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 46.
[166] F730, F766 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 5.
[167] F98 : Veolia Environnement SA (2026e), p. 53.
[168] F127, F128 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 4.
[169] F815 : Enviri Corporation (2025), p. 17.
[170] F225 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 38.

5.4.2 Enviri fournit une borne haute, sans actualisation

Enviri, le vendeur, donne une borne. Son *10-K* 2025 présente 12 736 k$[171] de passifs courants et 38 256 k$ non courants, soit 50 992 k$. Ce total couvre tout le groupe Enviri, *Clean Earth* compris. Il borne donc par le haut les passifs environnementaux qu'Enviri a inscrits pour *Clean Earth*. L'analogie et la borne donnent le même ordre de grandeur : quelques dizaines de millions de dollars. Elles ne se comparent pas pour autant terme à terme. L'analogie repose sur des montants actualisés, la borne non. Nous en retenons qu'à base non actualisée, l'analogie dépasserait la borne et que ces dizaines de millions sont un bas de fourchette. Sans actualisation, les passifs de dépollution de Clean Harbors atteignent 130 449 k$[172], contre 95 369 k$ actualisés.

5.5 L'exposition hors bilan tient aux contentieux, aux PFAS et aux limites de l'assurance

5.5.1 Des sanctions sur les sites, un passé qui peut ressurgir

En 2022, l'État de Washington a sanctionné *Clean Earth* pour une fuite de déchets corrosifs. En 2025, Enviri a transigé avec l'*EPA* pour le site de *Clean Earth* à Calvert City.
Enviri est partie potentiellement responsable du site *Superfund* de Newtown Creek, à New York. Le *10-K* d'Enviri ne rattache pas ce dossier à *Clean Earth*.

5.5.2 Les PFAS sont un marché pour Veolia et un passif possible pour un centre de traitement

Le PFOA et le PFOS restent des substances dangereuses au sens du *CERCLA*. L'*EPA* l'a confirmé en septembre 2025. L'agence rappelle que la responsabilité du *CERCLA* est large, rétroactive et sans faute. Elle peut parfois viser un simple récepteur de ces substances, présentes par exemple dans des déchets. *Clean Earth* traite précisément des lixiviats de décharge chargés de *PFAS*.
Pour Veolia, ces molécules sont aussi un marché. Le groupe vise 1 Md€[173] d'ici 2030 dans le traitement des *PFAS* et des micropolluants.

5.5.3 L'assurance ne couvre pas tout

À Flint, Veolia a transigé en 2024 et 2025 avec la plupart des demandeurs. Certains assureurs refusent leur garantie, en invoquant une exclusion des dommages causés par le plomb.
Le *DEU* 2025 décrit le programme international de responsabilité civile du groupe. Il couvre les dommages environnementaux causés aux tiers par un événement soudain et accidentel. Les filiales nord-américaines relèvent d'un programme local, dont le *DEU* ne publie pas les limites. Le *DEU* ne mentionne pas la pollution graduelle, qui s'installe lentement. Nous ne savons donc pas si ce programme la couvre.

5.6 La taxonomie classe une part du capex déchets dangereux comme verte, sans mesurer le passif

La taxonomie européenne mesure la part verte des investissements et du chiffre d'affaires. En 2025, Veolia déclare 4,5 Md€[174] de *capex*, dont 3,0 Md€ éligibles et 2,1 Md€ éligibles et alignés,

[171] F218, F219 : Enviri Corporation (2025), p. 251.
[172] F817 : Clean Harbors, Inc. (2025), p. 77.
[173] F772 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 7.
[174] F491, F492, F493, F499, F507, F508, F511, F512 : Veolia Environnement SA (2026k), p. 250.

soit 47,2 %. Les *déchets dangereux* apparaissent sur deux lignes. La première couvre les déchets pour l'économie circulaire, *déchets dangereux* compris. Elle compte 0,4 Md€ de *capex* éligible, dont 0,4 Md€ aligné. La seconde vise la collecte et le traitement des *déchets dangereux* pour prévenir la pollution. Son *capex* éligible atteint 0,4 Md€, dont 0,3 Md€ aligné.
Surtout, la taxonomie ne mesure pas les passifs. Une installation alignée peut porter une obligation de fermeture. Le coût ESG d'une acquisition se lit donc ailleurs. Il est dans les provisions, l'affectation du prix et le hors bilan.

5.7 Les provisions restent hors du levier de Veolia et Moody's ne leur consacre aucune ligne

Le *levier* de Veolia rapporte la *dette financière nette* à l'*EBITDA*. Le rapport du troisième trimestre en donne la définition. Les provisions n'en font pas partie. Au 30 septembre 2026, la *dette financière nette* atteint 25 423 M€[175]. Elle contient la dette de loyers reprise avec *Clean Earth*, pas ses passifs environnementaux.
Moody's élargit la dette sans nommer non plus ces provisions. Son pont de dette ajustée de 2025 part de la dette publiée. Il ajoute les retraites, la titrisation et des ajustements non standard. Les ajustements non standard ne sont pas détaillés. Nous ne pouvons donc pas exclure qu'ils en contiennent une part.
Un prêteur prudent pourrait pourtant les compter. Rapportées à l'*EBITDA* central de 2027, 7 932 M€[176], les provisions de 1 290 M€ représentent 0,16x. La dette centrale de fin 2027, 23 638 M€, augmentée de 1 290 M€ et rapportée à 7 932 M€, donne 3,14x. Le modèle du groupe calcule un *levier* central de 2,98x. Ce calcul suppose un stock de provisions inchangé jusqu'à fin 2027. L'engagement de *levier* de Veolia ne compte pas ces provisions.
La capacité d'achat se mesure donc sans ces passifs. La partie 3 situe la marge centrale de fin 2027 à 159 M€ sous 3x[177]. Un passif repris ne modifie pas ce calcul. Il se négocie dans le prix ou se couvre par une garantie du vendeur. Mal évalué, il se paie plus tard en travaux de dépollution, donc en trésorerie. Notre lecture : le coût ESG d'une cible relève de la diligence, pas de la capacité. Face à une marge centrale de 159 M€, un tel passif mérite pourtant un audit sérieux.

5.8 Ce que nous n'avons pas pu établir

- La part de *Clean Earth* dans les 1 290 M€ de provisions et dans la hausse du semestre.
- La juste valeur des actifs et des passifs de *Clean Earth*. Elle peut apparaître dès les comptes de l'exercice 2026, après la remise de ce rapport.
- Les passifs environnementaux propres à *Clean Earth*. Le rapport d'Enviri du deuxième trimestre 2026 manque à nos sources.
- Le contrat de cession : garanties de passif, indemnités environnementales.
- L'exposition de *Clean Earth* aux *PFAS* : sites, volumes traités, position des assureurs.

[175] F721 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 19.
[176] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:EB27, M:NFD27, M:LEV27, M:HEAD27.
[177] F56 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 16.

6. Si Séché doit céder un four pour racheter Flamme, Chauny est le tuck-in que Veolia peut viser

6.1 La marge de 2027 finance des tuck-ins et aucune plateforme

Veolia annonce un retour de son *levier* à 3x[178] au plus en 2027. Sous ce plafond, notre modèle laisse fin 2027 une marge de dette centrale de 159 M€[179]. Cette marge s'entend après les tuck-ins de 0,5 Md€[180] que notre scénario central compte déjà en 2027. Au *multiple* de *Clean Earth*, 9,8x[181], elle permet une acquisition supplémentaire de 229 M€. Veolia peut acheter au moins 1 Md€ dans 16 %[182] des futurs simulés. Dans le scénario défavorable, la marge devient négative, à −1 802 M€[183].

Cette marge écarte une *plateforme*. Aux États-Unis, hors GFL Environmental Services, deux plateformes chiffrées sont valorisées 1,8 Md$[184] et environ 1,2 Md$[185]. Elles dépassent la marge dans la plupart des futurs. Les tuck-ins, eux, restent à portée. Encore faut-il dire lesquels : cette partie en désigne un.

6.2 Les tuck-ins de Veolia ont des noms, un prix et trois critères publiés

Un *tuck-in* est une petite acquisition qui complète un métier existant. En 2025, Veolia en a acheté pour environ 370 M€[186], à environ 9x l'*EBITDA*. Dans les *déchets dangereux*, elle compte 5 opérations[187] signées au seul premier semestre 2025. Ces opérations ont des noms.

- Aux États-Unis : New England Disposal Technologies, Bio-Med Innovations, Ingenium et Chameleon Industries, achetées en 2025 pour 247 M€[188] au total, après U.S. Industrial Technologies en 2023 pour 58 M€[189].
- Au Japon : Zeeklite, un site de stockage et de traitement, acheté en mai 2025 pour 85 M€.
- En Australie : Enviropacific Services, spécialiste des sols pollués, achetée en mars 2026 pour 137 M€[190], soit 5,8x[191] son *EBITDA*.

Aucune n'est en France. Veolia publie d'ailleurs ses priorités : environ 80 %[192] de ses acquisitions se font hors d'Europe.

[178] F726 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.
[179] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:HEAD27, M:MAXACQB.
[180] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck.
[181] F48 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 3.
[182] Classeur du groupe, onglet Distribution, part des 1 000 futurs tirés ; clé M:P.acq1.
[183] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario défavorable combiné ; clé M:HEAD27@def.
[184] T4, F612 : Reuters (via Yahoo Finance) (2025).
[185] T2, F609 : Heritage-Crystal Clean (2023).
[186] F471, F472 : Veolia Environnement SA (2026a), p. 11.
[187] F883, F881, F882, F907, F908 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 28.
[188] D20, D19 : Veolia Environnement SA (2026f), p. 17.
[189] D13, D10 : Veolia Environnement SA (2024a), p. 16.
[190] D4, F40 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 46.
[191] F897 : Veolia Environnement SA (2026j), p. 11.
[192] F896 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 14.

Veolia publie aussi les critères que doit remplir un *tuck-in*. Le taux de rendement interne doit dépasser le coût du capital d'au moins 4 %. Le ROCE, résultat d'exploitation après impôt rapporté aux capitaux employés, doit atteindre le coût du capital au bout de 3 ans. Le délai de retour (payback) doit rester inférieur à 7 ans[193]. Au-delà de 10 M€ de *valeur d'entreprise*, le projet passe devant le comité d'investissement du groupe.

Le coût du capital de l'unité France et *déchets dangereux* Europe est de 5,7 %[194]. Le ROCE du groupe atteint 9,4 %[195] en 2025. Celui des *déchets dangereux* n'était que de 6 %[196] en 2024, à peine au-dessus de ce coût. Chaque achat du *booster* doit donc relever ce rendement, pas le diluer.

6.3 Séché rachète Flamme et l'Autorité de la concurrence examine l'opération

Le 5 juin 2025, Séché Environnement a signé une promesse d'achat du Groupe Flamme, pour un prix de l'ordre de 300 M€[197]. Flamme réalise environ 100 M€[198] de chiffre d'affaires pour un excédent brut d'exploitation d'environ 20 M€. Le prix représente donc 15 fois cet excédent (300 / 20). Son pôle de *déchets dangereux*, ARF, pèse environ 49 % du chiffre d'affaires. Il exploite quatre sites dans les Hauts-de-France, dont deux incinérateurs, à Vendeuil et à Chauny.

Séché a notifié l'opération à l'Autorité de la concurrence le 28 mai 2026. Le 10 octobre 2026, elle figurait encore parmi les opérations en cours d'examen, en première phase. À notre connaissance, à la date de ce rapport, l'Autorité n'a publié ni décision ni engagement. Aucune cession n'est donc annoncée. Nous raisonnons sur un scénario : celui où l'Autorité conditionnerait son accord à une cession.

Ce scénario n'a rien d'exceptionnel. Dans ce secteur, le *remède* d'une concentration est la vente d'un site à un repreneur agréé. Veolia elle-même y a été soumise.

Séché a par ailleurs une raison financière de vendre. Son *levier* atteint 2,9x[199] au 30 juin 2026, avant Flamme. Elle s'engage à ramener ce *levier* sous son plafond après toute acquisition.

6.4 Si une cession est exigée, le four de Chauny est le plus détachable

Les deux incinérateurs de Flamme n'ont pas la même taille. Vendeuil réunit une enceinte statique de 8 t/h[200] pour 60 000 t/an et un four rotatif de 30 t/h pour 150 000 t/an. Chauny ne compte qu'une enceinte de 7 t/h[201], réservée aux déchets liquides. Le site broie aussi des aérosols et produit de la vapeur. Chauny représente ainsi 7 t/h sur 45 (7 + 8 + 30), soit environ 16 % de la capacité horaire d'incinération de Flamme.

[193] F889, F890 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 64.
[194] F891 : Veolia Environnement SA (2026f), p. 44.
[195] F878 : Veolia Environnement SA (2026h), p. 26.
[196] F894, F917 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 26.
[197] F874 : Séché Environnement (2025), p. 3.
[198] F875, F876, F877 : Séché Environnement (2025), p. 2.
[199] F898 : Séché Environnement (2026), p. 1.
[200] F892, F885, F893, F886 : DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2024), p. 4.
[201] F884 : DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 2.

Trois raisons font de Chauny l'actif le plus détachable. Le site a sa propre autorisation préfectorale, distincte de celle de Vendeuil. Cette autorisation a déjà changé de titulaire une fois, lors de la fusion de la société DEM dans ARF. Enfin, sa vente laisserait à Séché l'essentiel des capacités qu'elle achète. C'est donc, selon nous, la cession que Séché proposerait en premier. L'Autorité pourrait la juger insuffisante : nous ne pouvons pas le savoir.

6.5 L'Autorité raisonne par marché et l'incinération de déchets dangereux en est un

Pour juger un repreneur, l'Autorité regarde le marché où l'actif cédé concurrence le vendeur. Les décisions versées à notre dossier donnent trois repères.

D'abord, l'incinération est un marché à part. La Commission européenne distingue la collecte, l'enfouissement, l'incinération et le traitement physico-chimique des *déchets dangereux*. Chaque filière a ses déchets et ses coûts.

Ensuite, la distance compte. Le transport dépasse 10 %[202] du coût total du traitement. Pour l'enfouissement, la Commission a retenu des zones de chalandise de 300 km[203] autour des sites. Les autorités françaises s'opposent de plus à l'exportation quand la France dispose de capacités.

Enfin, les flux réels débordent la région. En 2023, Vendeuil a reçu 57 %[204] de ses déchets des Hauts-de-France, 29 % d'autres régions et 14 % d'autres pays d'Europe.

Ces repères jouent dans deux sens. Si le marché est régional, le four que Veolia exploite à Courrières la place en face de Chauny : son rachat réduirait le choix des industriels du Nord. Si le marché est national, Veolia y est déjà un acteur de premier rang. Elle est le premier opérateur européen, avec 2,4 Md€ de chiffre d'affaires dans les *déchets dangereux* et 20 sites[205] d'incinération. Elle n'est donc pas le concurrent nouveau qu'un *remède* cherche à faire naître. Dans les deux cas, l'agrément de Veolia se plaide. Il ne se présume pas. C'est la principale faiblesse de notre thèse.

6.6 Le précédent de Suez fixe les règles et laisse une ouverture

Veolia connaît ces règles pour les avoir subies. Pour racheter Suez, elle a dû s'engager à céder toute l'incinération de *déchets dangereux* de Suez en France. Elle a revendu ces actifs au nouveau Suez pour 439 M€[206] en 2022, puis les dernières activités pour 49 M€ en 2023. Suez chiffre l'ensemble repris à 690 M€[207] de *valeur d'entreprise*. Veolia a aussi cédé à Séché des sites d'assainissement d'Île-de-France, pour 32 M€[208].

Le repreneur agréé devait remplir trois conditions. Il devait être indépendant du vendeur. Il devait avoir les moyens et la compétence de faire de l'actif un concurrent actif. Il ne devait pas créer lui-

[202] F900 : Commission européenne, DG Concurrence (via EUR-Lex) (2022), p. 12.
[203] F901 : Commission européenne, DG Concurrence (via EUR-Lex) (2022), p. 13.
[204] F902, F903, F904 : ARF (Activités de Recyclage et de Formulation) (2024), p. 9.
[205] F906 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 36.
[206] F905 : Veolia Environnement SA (2023), p. 326.
[207] F918 : SUEZ (2022), p. 1.
[208] D24 : Veolia Environnement SA (2023), p. 330.

même de problème de concurrence à première vue. Le nouveau Suez a été agréé parce qu'il n'avait plus d'activité significative dans les *déchets dangereux*.

Un autre précédent laisse une ouverture. Séché a repris des actifs de *remède* dans l'eau industrielle alors qu'elle y était déjà présente, parce que sa part de marché y restait limitée. Un repreneur déjà actif n'est donc pas exclu par principe. Tout dépend de sa part sur le marché retenu. Or nous ne connaissons pas celle de Veolia dans l'incinération du nord de la France.

La deuxième condition joue en revanche pour Veolia. Un four classé *Seveso* seuil haut, soumis à des demandes de mise en conformité, appelle un exploitant confirmé.

6.7 D'autres acheteurs existent et Veolia perd à les laisser faire

Veolia ne serait pas seule candidate. Un entrant français peut se présenter : l'Autorité a autorisé en mars 2026 le projet d'Ortec et de Paprec de convertir une cimenterie en incinérateur. Un industriel étranger déjà implanté dans la région le peut aussi, comme Remondis, présent dans l'Oise.

Ces candidats remplissent mieux que Veolia la troisième condition. Aucun n'a ses atouts industriels dans la région. Pour Veolia, l'enjeu dépasse donc le site. Si un rival reprend Chauny, il s'installe à portée de Courrières avec un four déjà autorisé, sur un marché où les autorisations nouvelles sont rares. L'offre de Veolia a ainsi une valeur défensive, que notre prix plafond ne compte pas.

6.8 Nos hypothèses prêtent à Chauny environ 2 M€ d'excédent brut et un prix d'une vingtaine de millions

Aucun compte de Chauny n'est public. Nous ne connaissons ni son tonnage, ni son chiffre d'affaires, ni son effectif. Nous l'estimons donc en quatre pas. Chaque pas est une hypothèse du groupe, posée sur un chiffre publié.

D'abord, le chiffre d'affaires d'ARF : environ 49 % de 100 M€, soit 49 M€.

Ensuite, la part de Chauny. L'enceinte statique de Vendeuil traite 8 t/h pour 60 000 t/an. À ce rythme, les 7 t/h de Chauny donnent 52 500 t par an (7 / 8 × 60 000). Chauny pèserait alors 52 500 t sur 262 500 (52 500 + 60 000 + 150 000), soit 20 % de la capacité annuelle. Nous lui attribuons donc 20 % du chiffre d'affaires d'ARF, soit environ 10 M€. Ce pas est le plus fragile : ARF vend aussi de la collecte et du prétraitement, que ce calcul range avec l'incinération.

Puis le taux de marge. Celui de Flamme est de 20 % (20 / 100). Appliqué à 10 M€, il donne environ 2 M€ d'excédent brut. La marge d'*EBITDA* de Veolia dans les *déchets dangereux* en Europe, environ 16 %[209], donnerait 1,6 M€.

Enfin, le prix. Trois multiples publiés encadrent ce que paierait un acheteur.

- À 5,8x, le *multiple* d'Enviropacific, Chauny vaudrait environ 12 M€ (2 × 5,8).
- À 9x, la moyenne des tuck-ins de 2025, environ 18 M€ (2 × 9).
- À 15 fois, le *multiple* payé par Séché pour Flamme, environ 30 M€ (2 × 15).

[209] F895 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 27.

Notre fourchette va donc de 12 à 30 M€, pour une valeur centrale de 18 M€. Ce prix tient dans les 0,5 Md€ de tuck-ins que notre scénario central compte déjà en 2027. Chauny ne demanderait donc pas de marge supplémentaire : il prendrait la place d'un autre *tuck-in*. Rapporté aux 370 M€ de 2025, il en représenterait environ 5 % (18 / 370).

6.9 Au multiple des tuck-ins de 2025, les critères de Veolia ne sont tenus qu'avec des synergies

Nous appliquons à Chauny les trois critères publiés.

Le payback d'abord. Nous le mesurons au plus simple : le prix divisé par l'excédent brut annuel. À 18 M€ pour 2 M€, il atteint 9 ans (18 / 2), au-delà de la limite de 7 ans. Pour la tenir, le prix ne doit pas dépasser 14 M€ (7 × 2). À 18 M€, il faudrait porter l'excédent brut à 2,6 M€ (18 / 7).

Le ROCE ensuite. Au bout de 3 ans, le résultat d'exploitation après impôt doit atteindre 5,7 % du prix payé. Pour 18 M€, cela fait environ 1 M€ par an (5,7 % × 18). Le site devrait donc convertir la moitié de son excédent brut de 2 M€ en résultat, après amortissements et impôt. Nous ne connaissons pas ses amortissements.

Le taux de rendement interne enfin. Il doit atteindre 9,7 % (5,7 + 4). Nous ne le calculons pas : il faudrait les flux du site année par année.

Ces critères disent la même chose. Sans synergie, Veolia ne peut pas payer Chauny plus de sept fois son excédent brut. Au-delà, l'écart doit venir de l'acheteur : un four mieux rempli, des flux de Veolia traités sur place, la vapeur mieux vendue.

Notre hypothèse peut aussi être trop haute. Sur la part horaire de 16 %, le chiffre d'affaires de Chauny tomberait à 8 M€ (16 % × 49). Au taux de marge de 16 %, l'excédent brut serait de 1,3 M€ (8 × 16 %). Un tableau en annexe donne le prix selon l'excédent brut constaté et le *multiple* retenu. Chaque case multiplie l'un par l'autre.

Voir le tableau 6 de l'annexe V.

6.10 Veolia apporterait au four ce qui lui manque pour tenir les critères

Le prix plafond suppose un site laissé tel quel. Veolia peut faire mieux, par quatre leviers que ses publications documentent.

- Le remplissage. Veolia vise un taux d'utilisation de ses actifs supérieur à 80 %. Elle annonce pour ses fours européens une disponibilité de 85 %[210] à 95 %. Nous ne connaissons pas le taux de Chauny.
- Les flux. En Europe, Veolia traite elle-même la plus grande part des déchets qu'elle collecte. Les liquides collectés dans le Nord trouveraient à Chauny un exutoire interne.
- Les coûts. Le personnel pèse 35 % de la base de coûts d'un incinérateur de Veolia. Un site isolé partage mal ses fonctions de sécurité, de maintenance et d'achat. Un réseau de 20 sites les met en commun.
- Les prix. Veolia a relevé ses prix de 4 %[211] en Europe en 2024.

[210] F909, F910, F911 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 30.
[211] F912 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 29.

Ces leviers donnent la mesure de l'effort. Pour justifier 18 M€ avec un payback de 7 ans, l'excédent brut doit passer de 2 M€ à 2,6 M€, soit 30 % de plus (0,6 / 2). Cet effort reste en deçà de ce que Veolia se fixe pour tout le métier : une hausse d'environ 50 % du ROCE des *déchets dangereux* d'ici 2027.

6.11 Appliqué aux rachats récents de Veolia, le payback montre que notre plafond est prudent

Nous avons appliqué la même mesure aux opérations récentes. Un tableau en annexe les compare.

Voir le tableau 7 de l'annexe V.

Seule Enviropacific tient le critère sur l'*EBITDA* acquis. Veolia mesure sans doute son payback sur des flux qui croissent, *synergies* comprises. Notre mesure est donc la plus sévère. Elle a un mérite : un prix qui la respecte ne dépend d'aucune promesse.

6.12 Deux autres objections : la priorité donnée au reste du monde et le passif du site

L'Europe n'est pas la priorité publiée. Environ 80 % des acquisitions de Veolia se font hors d'Europe. Une part reste donc ouverte à l'Europe. Chauny appartient au *booster* des *déchets dangereux* et son prix est petit.

Le site porte un passif et des écarts de conformité. Les sols voisins contiennent 940 pg TEQ/g[212] de dioxines, pour une valeur cible de 5 pg TEQ/g. L'inspection attribue cette pollution à l'histoire industrielle de la zone, antérieure à ARF. Elle ne la relie pas aux rejets actuels. Elle a demandé en 2025 une nouvelle évaluation des risques sanitaires. Les rejets eux-mêmes ont dépassé leurs limites. Le mercure a atteint 0,02773 mg/Nm³[213] pour une limite de 0,02 mg/Nm³. L'exploitant suivait les oxydes d'azote sur une limite de 170 mg/Nm³[214], alors que la limite réglementaire est de 150 mg/Nm³. L'inspection a demandé un plan d'actions. Les premières habitations sont à 220 m[215].

La partie 5 l'a montré : un tel passif fixe le coût de la diligence, pas l'intérêt de l'achat. Nous conditionnons donc toute offre à trois protections : un audit des sols avant l'offre ferme, une garantie du vendeur sur la pollution historique et un prix qui retranche le coût de la mise en conformité des rejets.

6.13 Les plateformes américaines restent hors de portée ou sans prix

Nous avons trié les autres cibles recensées selon les critères publiés par Veolia. Un tableau en annexe les présente. L'annexe III liste les cibles citées, l'annexe II les opérations.

Voir le tableau 8 de l'annexe V.

[212] F887, F888 : DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 14.
[213] F913, F914 : DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 5.
[214] F915, F916 : DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 7.
[215] F899 : DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 10.

J.F. Lehman a racheté Heritage-Crystal Clean en 2023 sur une valorisation d'environ 1,2 Md$. L'investissement de Berkshire Partners a valorisé Triumvirate à 1,8 Md$ en février 2025. Au change implicite du prix de *Clean Earth*, 1,1758[216] dollar par euro, ces valeurs tombent entre 1 et 2 Md€. Or une acquisition de 1 Md€ ne passe que dans 16 % des futurs. Ce sont de plus des prix d'entrée de fonds : un fonds vendeur demanderait sans doute davantage.

Une cible de la taille de *Clean Earth* demanderait un autre financement. Notre modèle la chiffre à 3 000 M€[217], payés 9,8x l'*EBITDA*. Il manquerait 1 923 M€ de marge sous le plafond fin 2027. Veolia a choisi de se financer par des cessions. Elle a remboursé des hybrides en 2026 et rachète les actions qu'elle émet pour ses salariés. Nous écartons donc une émission d'hybrides comme une augmentation de capital.

6.14 Ce que nous n'avons pas pu établir

- Le tonnage, le chiffre d'affaires, l'excédent brut, les amortissements et l'effectif du site de Chauny. Notre prix repose sur quatre hypothèses.
- La décision de l'Autorité de la concurrence et les engagements éventuels de Séché. Rien n'est publié.
- La capacité de l'incinérateur de Courrières, sa zone de chalandise et les parts de marché de l'incinération de *déchets dangereux* en France.
- Le prix d'un incinérateur vendu seul, la décote d'un *remède* et le coût d'une remise à niveau du site.
- Le nom et le prix des acquisitions américaines en cours, évoquées par Veolia en septembre 2026.

[216] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F40, F41) ; clé M:H.fx.
[217] Classeur du groupe, onglet Financement ; clés M:F.size, M:F.mult, M:F.gap3.

7. Viser le four de Chauny sous un prix plafond, poursuivre les tuck-ins et attendre les cessions pour une plateforme

7.1 Nous recommandons une offre plafonnée sur Chauny, des tuck-ins nommés et aucune plateforme avant de nouvelles cessions

Notre recommandation tient en trois décisions.

D'abord, préparer une offre sur le four de Chauny. Si l'Autorité de la concurrence conditionne le rachat de Flamme par Séché à une cession, Veolia se porte candidate à l'activité d'incinération de Chauny. Le prix plafond est de sept fois l'excédent brut constaté en diligence, soit 14 M€ sur notre hypothèse de 2 M€ (7 × 2). C'est la limite que fixe le payback publié par Veolia, 7 ans[218]. Au-delà, chaque million en plus doit être couvert par une synergie chiffrée. L'offre reste soumise à un audit des sols et à une garantie du vendeur sur la pollution historique.

Ensuite, poursuivre les tuck-ins du type de ceux de 2025, au bas de la fourchette de *GreenUp*. Cette fourchette va de 0,5 Md€[219] à 1,0 Md€.

Enfin, n'envisager une *plateforme* américaine qu'après de nouvelles cessions signées et des comptes 2026 conformes à la trajectoire. Nous écartons d'ici fin 2027 toute opération de la taille de *Clean Earth*.

Ces choix reposent sur la fourchette du modèle du groupe, présentée à l'annexe IV. Fin 2027, notre marge de dette centrale atteint 159 M€[220] sous le plafond de 3x[221]. Elle s'entend après 0,5 Md€[222] de tuck-ins déjà comptés en 2027. Chauny entre dans cette enveloppe et ne consomme donc aucune marge de plus. Au *multiple* de *Clean Earth*, 9,8x[223], la marge porte une acquisition supplémentaire de 229 M€. Une acquisition de 1 Md€ ne passe que dans 16 %[224] des futurs.

Tuck-ins et *plateforme* puisent dans la même marge. Au haut de la fourchette, 1 Md€[225] de tuck-ins effaceraient la marge centrale, qui tomberait à −179 M€[226]. Sans *tuck-in* en 2027, l'acquisition maximale atteindrait 717 M€[227]. Avec tout le reste du programme de cessions encaissé en 2027, elle atteindrait 896 M€[228]. Au centre, aucun de ces deux leviers ne suffit seul à financer 1 Md€.

[218] F889 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 64.
[219] F5, F21 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 63.
[220] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:HEAD27, M:MAXACQB, M:RATIO26, M:EB27, M:GAP8, M:NFD26.
[221] F726 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.
[222] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck.
[223] F48 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 3.
[224] Classeur du groupe, onglet Distribution, part des 1 000 futurs tirés ; clés M:P.acq1, M:P.sp26, M:P.obj8.
[225] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck@haut.
[226] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « tuck haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@tuck-haut.
[227] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « tuck bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:MAXACQB@tuck-bas.
[228] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « s27 haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clés M:MAXACQB@s27-haut, M:HEAD27@s27-haut.

7.2 Chauny vaut par son rendement, pas par sa taille

Chauny ne change pas l'*EBITDA* de Veolia. À 2 M€ d'excédent brut, le site n'apporte presque rien à un objectif de 8 Md€[229]. Son intérêt est ailleurs. Le ROCE des *déchets dangereux*, 6 %[230] en 2024, reste proche du coût du capital, 5,7 %[231]. Un four acheté sept fois son excédent brut, puis mieux rempli, relève ce rendement. Une *plateforme* payée au prix du secteur, avant *synergies*, le dilue.

Trois faits nous feraient renoncer : un refus d'agrément par l'Autorité, un excédent brut constaté trop faible pour tenir le payback au prix demandé, un passif de sols laissé à l'acheteur sans garantie.

7.3 La décision de l'Autorité commande trois conduites

L'issue de l'examen commande la suite. Nous distinguons trois cas.

- L'Autorité autorise l'opération sans condition. Aucun actif ne vient sur le marché. Veolia s'en tient aux tuck-ins hors d'Europe.
- L'Autorité autorise sous engagement de cession. La vente se fait alors sous son contrôle et elle agrée le repreneur. Veolia dépose une offre sous le prix plafond. Elle montre, dès l'offre, pourquoi son rachat ne réduit pas la concurrence.
- L'Autorité ouvre un examen approfondi. Le périmètre des cessions peut s'élargir. Veolia attend : un actif plus grand changerait le prix et l'analyse de concurrence.

Dans les trois cas, Veolia peut préparer dès maintenant ce qui ne dépend pas de la décision : l'estimation des flux qu'elle apporterait à Chauny, le chiffrage de la mise en conformité et son dossier d'agrément.

7.4 La prudence se paie en EBITDA cédé et les agences en portent le risque

Les cessions sont la voie de financement choisie par Veolia. Leur coût est l'*EBITDA* cédé. Au *multiple* central de 10,4x[232], le programme retire 192 M€[233] d'*EBITDA*.

Les agences en portent le risque, à travers le ratio *FFO* sur dette. S&P pourrait abaisser la note si ce ratio passait durablement sous 18 %[234]. Notre modèle le place à 18,5 % fin 2026, avec les ajustements de dette de Moody's. Il passe sous ce seuil dans 17 % des futurs. Les deux agences adossent leur note à la discipline de Veolia. Une *plateforme* payée par dette sortirait, selon nous, du scénario noté. Un *tuck-in* de la taille de Chauny n'en sort pas.

[229] F12 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 9.
[230] F894 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 26.
[231] F891 : Veolia Environnement SA (2026f), p. 44.
[232] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale (sources : F737) ; clé M:H.mDisp.
[233] Classeur du groupe, onglet Cessions ; clé M:C.progEb.
[234] F163 : S&P Global Ratings (2026), p. 3.

7.5 Veolia confirme GreenUp et notre modèle place l'EBITDA 2027 juste sous l'objectif

Le 5 novembre 2026, Veolia a confirmé ses objectifs de l'année. Le plan vise un *EBITDA* 2027 d'au moins 8 Md€. Notre scénario central le place à 7 932 M€, soit un écart de −68 M€ à l'objectif. Seuls 32 % des futurs simulés l'atteignent.

7.6 Quatre seuils observables nous feraient changer d'avis

Un tableau en annexe réunit ces seuils, tous lisibles dans une publication.

Voir le tableau 9 de l'annexe V.

7.7 Ce que nous n'avons pas pu établir

- L'excédent brut réel de Chauny. Notre prix plafond se recalcule dès qu'il est connu.
- La position de l'Autorité sur un repreneur déjà présent dans la région.
- Le calendrier d'encaissement des cessions et le prix actuel d'une *plateforme* américaine.

Tableau 7.1 : Les indicateurs de la réponse, calculés dans le classeur du groupe à partir des chiffres du registre (912 lignes sourcées).

Indicateur	Valeur	Ce qu'il faut en lire
Levier fin 2026	3,18x	guidance : égal ou légèrement au-dessus de 3x
Levier fin 2027	2,98x	engagement : au plus 3x
Marge sous 3x fin 2027	0,16 Md€	défavorable −1,80 · favorable 2,28
Marge sous 18 % S&P fin 2027	2,87 Md€	FFO / dette ajustée 18,5 % en 2026, 19,8 % en 2027
Acquisition max. fin 2027	0,23 Md€	sous la contrainte qui mord : levier ≤ 3x (plafond de Veolia)
Sorties nettes depuis 2024	4,76 Md€	investissements financiers nets des cessions, au 30/09/2026

Conclusion

La capacité restante finance des tuck-ins et le premier a un nom

Fin 2027, notre marge de dette centrale atteint 159 M€[235] sous le plafond de 3x[236]. Au *multiple* de *Clean Earth*, elle finance une acquisition supplémentaire de 229 M€. Dans le scénario défavorable, elle n'en finance aucune. Veolia peut donc encore acheter des tuck-ins d'ici fin 2027, pas une nouvelle *plateforme*. Nous en désignons un : l'incinérateur de *déchets dangereux* de Chauny, si Séché doit le céder pour racheter Flamme.

Le levier et non l'enveloppe de GreenUp borne les achats de Veolia

Sept constats portent cette lecture.

- Les enveloppes de *GreenUp* sont nettes des cessions. Le *levier*, pas l'enveloppe, borne les acquisitions.
- Fin 2027, le plafond de Veolia mord avant les seuils des agences. Les deux sont liés : S&P et Moody's notent une Veolia qui tient sa politique de *levier*.
- La marge vient de la croissance de l'*EBITDA* et des cessions, dont le calendrier pèse le plus.
- Le *booster déchets dangereux* achète sa croissance plus qu'il ne la génère. Son ROCE, 6 %[237] en 2024, reste proche du coût du capital, 5,7 %[238].
- Les passifs environnementaux d'une cible fixent le coût de la diligence, pas la capacité d'achat.
- Les critères publiés par Veolia, dont un payback inférieur à 7 ans[239], plafonnent le prix d'un *tuck-in* à sept fois son excédent brut, hors *synergies*.
- Veolia confirme sa trajectoire *GreenUp*. Notre modèle place pourtant l'*EBITDA* 2027 à 7 932 M€, sous l'objectif d'au moins 8 Md€[240].

Une offre plafonnée sur Chauny, des tuck-ins et aucune opération de la taille de Clean Earth

Si l'Autorité de la concurrence exige une cession, Veolia se porte candidate au four de Chauny. Le prix plafond est de sept fois l'excédent brut constaté, soit 14 M€ sur notre hypothèse de 2 M€ (7 × 2). L'offre reste soumise à un audit des sols et à une garantie du vendeur. Elle suppose aussi l'agrément de Veolia comme repreneur, que rien ne garantit.

[235] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, scénario central ; clés M:HEAD27, M:MAXACQB, M:EB27.
[236] F726 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 26.
[237] F894 : Veolia Environnement SA (2025d), p. 26.
[238] F891 : Veolia Environnement SA (2026f), p. 44.
[239] F889 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 64.
[240] F12 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 9.

À défaut, la marge permet des tuck-ins au bas de la fourchette de *GreenUp*, de 0,5 Md€[241] à 1,0 Md€. Elle interdit une opération de la taille de *Clean Earth*. Aucun futur simulé ne permet d'acheter 2 Md€ sur la seule marge, 0 %[242]. Une *plateforme* américaine ne s'envisage qu'après de nouvelles cessions signées, nettement au-delà de 570 M€[243].

Un chiffre se lit sur sa page, une marge se lit en probabilités

Le groupe retient quatre leçons de sa méthode.

D'abord, un chiffre ne vaut que par sa source. Là où la source manque, comme pour les comptes de Chauny, nous posons une hypothèse et nous la nommons.

Ensuite, un même événement peut porter plusieurs chiffres. *Clean Earth* en compte quatre et le *levier* n'en retient qu'un : l'effet sur la dette.

Puis une marge se lit en probabilités. Tenu dans 63 % des futurs simulés, le plafond cède dans plus d'un sur trois.

Enfin, une thèse se défend par ses objections. La nôtre dépend d'une décision que l'Autorité n'a pas rendue.

Les comptes de l'exercice 2026 et cette décision trancheront, après la remise de ce rapport. Les seuils observables de la partie 7 disent ce qui nous ferait réviser cette réponse.

[241] F5, F21 : Veolia Environnement SA (2024b), p. 63.
[242] Classeur du groupe, onglet Distribution, part des 1 000 futurs tirés ; clés M:P.acq2, M:P.tenir3x.
[243] F736 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 3.

Bibliographie

Les documents cités dans ce rapport, classés par type de source puis par ordre alphabétique d'auteur. Chaque référence donne la date de consultation ; les pages citées figurent dans les notes de bas de page et à l'annexe I.

Documents des émetteurs (rapports, comptes, communiqués, présentations)

Arcwood Environmental (2025), « Heritage Environmental Services Rebrands to Arcwood Environmental (18 March 2025) », www.arcwoodenviro.com, https://www.arcwoodenviro.com/news/heritage-environmental-services-rebrands-to-arcwood-environmental/, consulté le 6 octobre 2026.

Clean Harbors (2024), « Clean Harbors Completes Acquisition of HEPACO (25 March 2024) », www.cleanharbors.com, https://www.cleanharbors.com/2024/clean-harbors-completes-acquisition-of-hepaco, consulté le 6 octobre 2026.

Clean Harbors (2026a), « Clean Harbors Announces Second-Quarter 2026 Financial Results (29 July 2026, Business Wire, copie Stock Titan) », www.stocktitan.net, https://www.stocktitan.net/news/CLH/clean-harbors-announces-second-quarter-2026-financial-i7hymqt5jls0.html, consulté le 6 octobre 2026.

Clean Harbors (2026b), « Clean Harbors Completes Acquisitions of EnviroServe and ES&H (5 October 2026, Business Wire, copie Stock Titan) », www.stocktitan.net, https://www.stocktitan.net/news/CLH/clean-harbors-completes-acquisitions-of-enviro-serve-and-es-exg89lv5k702.html, consulté le 6 octobre 2026.

Clean Harbors (2026c), « Clean Harbors to Acquire EnviroServe for $470 Million (12 August 2026, Business Wire, copie Stock Titan) », www.stocktitan.net, https://www.stocktitan.net/news/CLH/clean-harbors-to-acquire-enviro-serve-for-470-oh17y1jlmzc0.html, consulté le 6 octobre 2026.

Clean Harbors, Inc. (2025), « Clean Harbors, Inc. : Form 10-K, fiscal year ended December 31, 2025 », www.sec.gov, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/822818/000082281826000009/clh-20251231.htm, consulté le 2 octobre 2026.

Enviri Corporation (2025), « Enviri Corporation : Form 10-K, fiscal year ended December 31, 2025 », www.sec.gov, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/45876/000004587626000010/nvri-20251231.htm, consulté le 2 octobre 2026.

Fortum / Summa Equity (Cision) (2024), « Summa Equity through NG Group acquires Fortum Recycling and Waste (18 July 2024) », news.cision.com, https://news.cision.com/summa-equity/r/summa-equity-through-ng-group-acquires-fortum-recycling-and-waste,c4035069, consulté le 6 octobre 2026.

Heritage-Crystal Clean (2023), « Heritage-Crystal Clean, Inc. to be Acquired by J.F. Lehman & Company for $1.2 Billion (19 July 2023) », www.crystal-clean.com, https://www.crystal-clean.com/heritage-crystal-clean-inc-to-be-acquired-by-j-f-lehman-company-for-1-2-billion/, consulté le 6 octobre 2026.

Seaside Equity Partners (2025), « Seaside Equity Partners Launches Environmental Services Platform, Enviracore Services (30 September 2025, Business Wire via Yahoo Finance) », finance.yahoo.com, https://finance.yahoo.com/news/seaside-equity-partners-launches-environmental-130000732.html, consulté le 7 octobre 2026.

SUEZ (2022), « SUEZ reprend l'essentiel de ses activités dans le secteur des déchets dangereux en France », www.suez.com, https://www.suez.com/-/media/suez-global/files/press-release/pdf-francais/cp-suez-reprend-essentiel-activites-secteur-dechets-dangereux-france-fr-30nov2022.pdf, consulté le 10 octobre 2026.

Séché Environnement (2025), « Signature d'une promesse unilatérale d'achat en vue de l'acquisition du Groupe Flamme », www.groupe-seche.com, https://www.groupe-seche.com/uploads/2025/06/25-06-cp-flamme.pdf, consulté le 10 octobre 2026.

Séché Environnement (2026), « Résultats consolidés au 30 juin 2026 - Communiqué de presse », www.groupe-seche.com, https://www.groupe-seche.com/uploads/2026/09/26-06_cp-bn-s1-26.pdf, consulté le 10 octobre 2026.

Veolia Environnement SA (2023), « URD 2022 - Veolia Environment », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2023/04/VE_URD_2022_EN.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2024a), « 2023 consolidated financial statements », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2024/02/Finance_Consolidated_financial_statements_2023.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2024b), « Strategy Day - Green Up Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2024/03/EN_Master_GreenUp_Strategy%20day_V270324.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2025a), « 2024 ANNUAL RESULTS », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/02/pr-2024-annual-results-veolia.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2025b), « 2024 Full year results - Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/02/Finance_2024_full_year_results_presentation.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2025c), « Acquisition of Clean Earth - Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/11/Veolia_Clean_Earth_Investor_Presentation.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2025e), « Operating and financial review - Consolidated financial statements at September 30th, 2025 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/11/Rapport%20de%20gestion%20VA-T3_2025_0.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2026a), « 2025 full year results - Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/03/Finance_Veolia_2025_full_year_results_presentation_0.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2026b), « 2026 first-half results », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/07/veolia-2026-first-half-results.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2026c), « 2026 half-year results - Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/07/Veolia_Finance_presentation_H1_2026_results.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Veolia Environnement SA (2026d), « 9M 2026 key figures - Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/11/Finance_Veolia_9M_2026_key_figures_presentation.pdf, consulté le 6 novembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026e), « Amendment of the 2025 URD including the half-yearly financial review as of June 30th 2026 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/07/Veolia_Finance_Amendment_URD_2025.pdf, consulté le 22 septembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026f), « Consolidated financial statements at December 31st 2025 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/02/Finance_Veolia_Consolidated_financial_statements_31-12-25.pdf, consulté le 22 septembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026g), « Full year 2025 results », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/02/annual-resultats-2025.pdf, consulté le 22 septembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026h), « Operating and financial review - Consolidated financial statements at December 31st 2025 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/02/Finance_Veolia_Operating_and_financial_review_2025.pdf, consulté le 22 septembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026i), « Operating and financial review - Consolidated financial statements at September 30th 2026 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/11/Finance_Veolia_operating_financial_review_Q3_2026.pdf, consulté le 6 novembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026j), « Q1 2026 key figures - Presentation », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/05/Finance_Veolia_Q1_2026_results_presentation.pdf, consulté le 22 septembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026k), « Universal registration document 2025 - Veolia Environnement », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/03/Finance_Veolia_URD_2025_en.pdf, consulté le 22 septembre 2026.
Veolia Environnement SA (2026l), « Veolia : Amendement au DEU 2025 (rapport financier semestriel au 30 juin 2026) », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/07/Veolia_Finance_amendement_DEU_2025.pdf, consulté le 22 septembre 2026.

Décisions et documents d'autorités (concurrence, préfectures, inspection)

DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2024), « Rapport de l'inspection des installations classées : Visite d'inspection du 25/03/2024 : ARF, Vendeuil », www.georisques.gouv.fr, https://www.georisques.gouv.fr/webappReport/ws/installations/inspection/saa5iAS7eeuMRD2NxloaI0TOArPZn59t, consulté le 10 octobre 2026.
DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), « Rapport de l'inspection des installations classées : Visite d'inspection du 29/07/2025 : ARF, Chauny », www.georisques.gouv.fr, https://www.georisques.gouv.fr/webappReport/ws/installations/inspection/3kpzE2d6rWDQZPytulAlmbWlLEhzzGd7, consulté le 10 octobre 2026.

Agences de notation

Moody's Ratings (2025), « Moody's Credit Opinion - Veolia Environnement SA - April 2025 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/04/Credit_Opinion_moodys_Veolia-Environnement-SA_22Apr2025.pdf, consulté le 2 octobre 2026.

Moody's Ratings (2026), « Moody's Credit Opinion - Veolia Environnement SA - May 2026 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/05/Credit_Opinion-Veolia-Environnement-SA-04May2026.pdf, consulté le 2 octobre 2026.

S&P Global Ratings (2025a), « Standard & Poor's Ratings Direct - Veolia Environnement SA - November 2025 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/12/RatingsDirect_Update_VeoliaEnvironnementS.A._3485780_Nov-25-2025.pdf, consulté le 2 octobre 2026.

S&P Global Ratings (2025b), « Standard & Poor's: Ratings Direct Veolia Environnement SA - March 2025 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/04/Finance_Standard_%26_Poors_Ratings_Direct_Veolia_Environnement_SA_Mars_2025_03-04-25.pdf, consulté le 2 octobre 2026.

S&P Global Ratings (2026), « Standard & Poor's Ratings Direct - Veolia Environnement SA - April 2026 », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2026/04/RatingsDirect_TearSheet_VeoliaEnvironnementS.A._3552186_Apr-27-2026.pdf, consulté le 2 octobre 2026.

Presse et articles

BIC Magazine (2022), « US Ecology joins Republic Services (BIC Magazine, reprise du communiqué du 9 février 2022) », www.bicmagazine.com, https://www.bicmagazine.com/industry/investment-banking/us-ecology-joins-republic-services/, consulté le 6 octobre 2026.

Latham & Watkins (conseil de GFL) (2025), « Latham & Watkins Advises GFL Environmental Inc. on Sale of Environmental Services Business (7 January 2025) », www.lw.com, https://www.lw.com/en/news/2025/01/latham-watkins-advises-gfl-environmental-inc-on-sale-of-environmental-services-business, consulté le 6 octobre 2026.

Reuters (via Yahoo Finance) (2025), « Triumvirate Environmental valued at $1.8 billion after investment (Reuters, 4 February 2025) », ca.finance.yahoo.com, https://ca.finance.yahoo.com/news/triumvirate-environmental-valued-1-8-132050079.html, consulté le 6 octobre 2026.

The Star (dépêche Bloomberg) (2025), « SK Group is said to consider selling stake in Malaysian waste firm Cenviro », www.thestar.com.my, https://www.thestar.com.my/business/business-news/2025/06/28/sk-group-is-said-to-consider-selling-stake-in-malaysian-waste-firm-cenviro, consulté le 11 novembre 2026.

Autres documents

ARF (Activités de Recyclage et de Formulation) (2024), « ARF : Site de Vendeuil : Rapport d'activités : Année 2023 », www.arf.fr, https://www.arf.fr/wp-content/uploads/2024/06/ARF-VENDEUIL-Rapport-dactivit%C3%A9-2023.pdf, consulté le 11 octobre 2026.

Banque centrale européenne (2026), « ECB euro reference exchange rate: Canadian dollar (CAD) », www.ecb.europa.eu, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-cad.en.html, consulté le 6 octobre 2026.

Commission européenne, DG Concurrence (via EUR-Lex) (2022), « Affaire M.10759 – GIP / Meridiam / Veolia (Hazardous Waste Business) : décision de la Commission C(2022) 7937 final du 28 octobre 2022 », eur-lex.europa.eu, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022M10759, consulté le 10 octobre 2026.

Veolia Environnement SA (2025d), « Deep Dive: Waste to Value : Focus on Innovation and Hazardous Waste (25 June 2025) », www.veolia.com, https://www.veolia.com/sites/g/files/dvc4206/files/document/2025/06/Veolia_Finance_Deep_dive_waste_to_value_06-25-2025_en.pdf, consulté le 10 octobre 2026.

Glossaire

Les termes techniques, expressions étrangères et sigles employés dans le rapport ; ils apparaissent en italique dans le texte.

10-K : Rapport annuel que les sociétés cotées aux États-Unis déposent auprès de la SEC, le régulateur boursier américain.

booster : Chez Veolia, une activité de croissance prioritaire du plan GreenUp (technologies de l'eau, déchets dangereux, bioénergie), par opposition aux strongholds.

capex : Investissements industriels (capital expenditure), nets des cessions industrielles dans les publications de Veolia.

cash-flow libre net : Flux de trésorerie après investissements industriels, intérêts et impôts, avant dividendes et investissements financiers, tel que Veolia le définit.

CERCLA : Loi fédérale américaine sur la réhabilitation des sites pollués, dite Superfund : elle peut rendre responsables les exploitants présents et passés d'un site.

Clean Earth : Activité américaine de déchets dangereux acquise par Veolia auprès d'Enviri le 1er juin 2026.

dette financière nette : Dettes financières moins trésorerie et actifs financiers liquides, hors réévaluation des passifs issue de l'allocation du prix d'acquisition de Suez.

DEU : Document d'enregistrement universel, le rapport annuel réglementé déposé auprès de l'AMF (URD en anglais).

déchets dangereux : Déchets présentant une ou plusieurs propriétés de danger au sens de la réglementation européenne, traités dans des installations dédiées (incinération, stockage, physico-chimie).

EBITDA : Excédent brut d'exploitation : résultat opérationnel avant dotations aux amortissements et provisions, l'agrégat de référence des objectifs de Veolia.

EPA : Environmental Protection Agency, l'agence fédérale américaine de protection de l'environnement.

FFO : Funds from operations : flux de fonds opérationnels retenus par Moody's et S&P au numérateur de leurs ratios de crédit.

GreenUp : Plan stratégique 2024-2027 de Veolia.

guidance : Objectifs chiffrés que l'entreprise communique au marché pour l'exercice en cours.

hybride : Titre super-subordonné à durée indéterminée, compté pour moitié en fonds propres par les agences de notation.

levier : Ratio dette financière nette sur EBITDA ; Veolia s'engage à le tenir égal ou inférieur à 3 fois.

Monte-Carlo : Méthode qui tire au hasard un grand nombre de combinaisons d'hypothèses pour lire une réponse en probabilités.

multiple : Rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBITDA, utilisé pour comparer les prix d'acquisition.

PFAS : Substances per- et polyfluoroalkylées, dites polluants éternels ; le PFOA et le PFOS en font partie.

plateforme : Acquisition de taille qui ouvre ou élargit une position sur un marché, et à laquelle s'ajoutent ensuite des tuck-ins.

périmètre et change constants : Croissance calculée hors acquisitions, cessions et effets de change, dite organique.

RCRA : Resource Conservation and Recovery Act : loi fédérale américaine qui encadre les déchets dangereux, de leur production à leur élimination.

remède : Engagement pris devant une autorité de la concurrence pour obtenir l'autorisation d'une opération : cession d'actifs (structurel) ou règle de comportement.

RGS : Regeneration Services, l'activité américaine de régénération d'acides pour les raffineries que Veolia a cédée en 2024.

Seveso : Classement européen des établissements qui détiennent de grandes quantités de substances dangereuses (seuil bas, seuil haut).

Superfund : Nom courant de la CERCLA et du programme fédéral américain de dépollution des sites les plus contaminés.

synergies : Économies ou revenus supplémentaires attendus du rapprochement de deux entreprises.

tuck-in : Acquisition de petite taille, intégrée à une activité existante.

valeur d'entreprise : Valeur des capitaux propres augmentée de la dette nette : le prix d'une entreprise toutes sources de financement confondues.

Table des annexes

Annexe I : Registre des chiffres cités.....I
Annexe II : Opérations citées.....XIV
Annexe III : Cibles citées.....XV
Annexe IV : La fourchette de capacité pour les autres périmètres.....XVI
Annexe V : Tableaux du rapport.....XVII

Annexe I : Registre des chiffres cités

228 chiffres cités dans le texte, sur 912 au registre du groupe. Chaque source renvoie à la bibliographie, qui donne le titre, l'adresse et la date de consultation ; le registre garde le fichier joint.

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F2	GreenUp : rotation NETTE d'actifs, environ	0,5 Md€ par an	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	1
F3	EBITDA (groupe)	7 050 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	2
F5	GreenUp : tuck-ins, bas de fourchette	0,5 Md€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	3
F6	Plafond GreenUp : dette financière nette / EBITDA ≤	3x	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 64	2
F7	GreenUp : investissements nets par an	3,1 Md€ par an	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	3
F8	Endettement financier net (groupe)	19 657 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	2
F9	GreenUp : capex de croissance discrétionnaire, haut de fourchette	0,7 Md€ par an	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	3
F12	Objectif GreenUp : EBITDA ≥	8 Md€	2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 9	2
F15	Dividende versé au titre de 2024	1 023 M€	2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 337	3
F16	Ratio de levier publié	2,79x	FY2025	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	2
F17	EBITDA (groupe)	6 788 M€	FY2024	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	2
F18	GreenUp : cessions continues d'actifs non stratégiques, environ	0,5 Md€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	1
F20	Ratio de levier publié	2,63x	FY2024	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	2
F21	GreenUp : tuck-ins, haut de fourchette	1,0 Md€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	3
F23	Endettement financier net (groupe)	17 819 M€	31/12/2024	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	2
F24	GreenUp : capex de croissance discrétionnaire, bas de fourchette	0,5 Md€ par an	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 63	3
F25	Programme de cessions, à réaliser d'ici mi-2028 : plus de	2 Md€	2026-2028	Veolia Environnement SA (2026l), p. 29	3
F28	Cash-flow libre net avant investissements financiers et dividendes	−288 M€	S1 2026	Veolia Environnement SA (2026e), p. 25	3

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F29	Cash-flow libre net (net free cash flow)	1 178 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026g), p. 1	3
F30	Cessions réalisées (Mexique, Belgique)	0,1 Md€	S1 2026	Veolia Environnement SA (2026c), p. 14	3
F32	Rotation d'actifs sur 4 ans : plus de	8 Md€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2026c), p. 4	1
F34	Déchets dangereux traités	9 181 kt	2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 226	4
F35	Objectif : déchets dangereux traités en 2027	9 Mt	2027	Veolia Environnement SA (2026k), p. 226	4
F36	Objectif GreenUp initial : déchets dangereux et polluants traités en 2027	10 Mt	2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 9	4
F40	Clean Earth : prix d'acquisition	2 989 M$	01/06/2026	Veolia Environnement SA (2026l), p. 46	4
F41	Clean Earth : prix d'acquisition	2 542 M€	01/06/2026	Veolia Environnement SA (2026l), p. 46	4
F42	Provisions pour réhabilitation de sites	1 106 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 432	5
F44	Provisions de fermeture et post-fermeture (réhabilitation, démantèlement)	1 290 M€	30/06/2026	Veolia Environnement SA (2026e), p. 65	5
F46	Clean Earth : valeur d'entreprise	3,0 Md$	annonce 11/2025	Veolia Environnement SA (2025c), p. 3	6
F47	Clean Earth : valeur d'entreprise (équivalent), environ	2,6 Md€	annonce 11/2025	Veolia Environnement SA (2025c), p. 3	6
F48	Clean Earth : multiple VE / EBITDA 2026e après synergies en régime de croisière	9,8x	2026e	Veolia Environnement SA (2025c), p. 3	6
F49	Clean Earth : synergies de coûts en régime de croisière, année 4	120 M$	année 4	Veolia Environnement SA (2025c), p. 13	6
F51	Clean Earth : EBITDA (ajusté, post IFRS 16)	200 M$	2026E	Veolia Environnement SA (2025c), p. 6	2
F52	Clean Earth : chiffre d'affaires	1 030 M$	2026E	Veolia Environnement SA (2025c), p. 6	4
F56	Engagement de levier du groupe : ≤	3x	2027	Veolia Environnement SA (2025c), p. 16	2
F64	Pont de dette 2025 : investissements financiers nets des cessions	−2 301 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026g), p. 14	3
F70	Cash-flow libre net avant investissements financiers et dividendes	−451 M€	S1 2025	Veolia Environnement SA (2026e), p. 25	3
F74	Dividende versé aux actionnaires, approuvé par l'AG du 23 avril 2026	1 099 M€	2026	Veolia Environnement SA (2026e), p. 25	3
F77	Enviropacific Services : effet sur l'endettement financier net	−137 M€	S1 2026	Veolia Environnement SA (2026e), p. 25	6

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F87	Guidance 2026 : croissance organique de l'EBITDA, bas de fourchette	5 %	2026	Veolia Environnement SA (2026b), p. 3	3
F88	Guidance 2026 : croissance organique de l'EBITDA, haut de fourchette	6 %	2026	Veolia Environnement SA (2026b), p. 3	3
F89	Guidance 2026 : croissance du résultat net courant, au moins	8 %	2026	Veolia Environnement SA (2026b), p. 3	3
F98	Clean Earth : goodwill préliminaire (affectation du prix non réalisée au 30/06/2026)	2 066 M€	30/06/2026	Veolia Environnement SA (2026e), p. 53	5
F99	Provisions de fermeture et post-fermeture (total)	1 220 M€	31/12/2024	Veolia Environnement SA (2026k), p. 432	5
F100	Provisions de fermeture et post-fermeture (total)	1 214 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 432	5
F101	Provisions de fermeture, dont Amériques, Asie-Pacifique, Afrique Moyen-Orient	418 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 432	5
F102	Provisions de fermeture, dont Amériques, Asie-Pacifique, Afrique Moyen-Orient	472 M€	30/06/2026	Veolia Environnement SA (2026e), p. 65	5
F107	Désactualisation des provisions de fermeture et post-fermeture	72 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 432	5
F127	Clean Earth : sites spécialisés	82 sites	annonce 11/2025	Veolia Environnement SA (2025c), p. 4	5
F128	Clean Earth : permis	700 permis	annonce 11/2025	Veolia Environnement SA (2025c), p. 4	5
F129	GreenUp : investissements nets de croissance 2024-2027, boosters et strongholds réunis (« 2 x Impact 2023 »)	4 Md€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 44	1
F130	GreenUp : à investir dans les strongholds	2 Md€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 44	1
F132	Cessions nouvelles d'actifs matures dans les 2 ans après la clôture de Clean Earth, plus de	2 Md€	2026-2028	Veolia Environnement SA (2025c), p. 17	1
F138	Pont de dette 2024 : investissements financiers nets des cessions (entrée nette)	+397 M€	FY2024	Veolia Environnement SA (2025a), p. 9	1
F147	Moody's : FFO / dette nette ajustée	20,3 %	FY2025	Moody's Ratings (2026), p. 7	2
F151	Moody's : dette nette ajustée, pic attendu, environ	29 Md€	2026F	Moody's Ratings (2026), p. 7	2
F152	Moody's : seuil de dégradation, FFO / dette nette sous (libellé publié)	high teens	2026-2027	Moody's Ratings (2026), p. 2	2
F163	S&P : seuil de dégradation, FFO / dette ajustés durablement sous	18 %	2026-2028	S&P Global Ratings (2026), p. 3	2
F209	Enviri : chiffre d'affaires du segment Clean Earth	973,9 M$	FY2025	Enviri Corporation (2025), p. 69	6

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F210	Enviri : chiffre d'affaires du segment Clean Earth	940,3 M$	FY2024	Enviri Corporation (2025), p. 69	6
F211	Enviri : résultat opérationnel du segment Clean Earth	91,7 M$	FY2025	Enviri Corporation (2025), p. 70	6
F212	Enviri : résultat opérationnel du segment Clean Earth	92,6 M$	FY2024	Enviri Corporation (2025), p. 70	6
F213	Enviri : dépréciation du segment Clean Earth	39 778 k$	FY2025	Enviri Corporation (2025), p. 284	6
F214	Enviri : amortissement du segment Clean Earth	23 644 k$	FY2025	Enviri Corporation (2025), p. 284	6
F216	Enviri : prix de cession de Clean Earth à Veolia, plus de	3,0 Md$	annonce 11/2025	Enviri Corporation (2025), p. 68	6
F218	Enviri : passifs environnementaux, part courante	12 736 k$	31/12/2025	Enviri Corporation (2025), p. 251	5
F219	Enviri : passifs environnementaux, part non courante	38 256 k$	31/12/2025	Enviri Corporation (2025), p. 251	5
F220	Clean Harbors : chiffre d'affaires direct Environmental Services	5 193 290 k$	FY2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 34	4
F222	Clean Harbors : EBITDA ajusté Environmental Services	1 343 776 k$	FY2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 34	4
F224	Clean Harbors : chiffre d'affaires direct total	6 030,8 M$	FY2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 33	4
F225	Clean Harbors : EBITDA ajusté total	1 169 939 k$	FY2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 38	4
F226	Clean Harbors : marge d'EBITDA ajusté	19,4 %	FY2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 38	4
F238	Clean Harbors : passifs de dépollution (remedial)	95 369 k$	31/12/2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 43	5
F239	Clean Harbors : passifs environnementaux totaux	230 697 k$	31/12/2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 43	5
F244	Moody's : FFO / dette nette ajustée prévu	18,5 %	2026F	Moody's Ratings (2026), p. 2	2
F245	Moody's : FFO / dette nette ajustée prévu	19,5 %	2027F	Moody's Ratings (2026), p. 2	2
F251	Moody's : ajustement titres hybrides (50 % en dette)	2 050,0 M€	FY2025	Moody's Ratings (2026), p. 11	2
F256	Moody's : dette nette ajustée (Exhibit 13)	25 404,0 M€	FY2025	Moody's Ratings (2026), p. 11	2
F261	Moody's : FFO (funds from operations)	5 160 M€	FY2025	Moody's Ratings (2026), p. 12	2
F279	Souche EMTN Series 43, échéance 14/01/2027 : nominal	700 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 407	2
F280	Souche EMTN Series 43, échéance 14/01/2027 : taux	0,000 %	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 407	2
F281	Souche EMTN Series 29 (PEO), échéance 30/03/2027 : nominal	750 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 407	2

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F282	Souche EMTN Series 29 (PEO), échéance 30/03/2027 : taux	4,625 %	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 407	2
F283	Souche EMTN Series 23, échéance 02/04/2027 : nominal	850 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 407	2
F284	Souche EMTN Series 23, échéance 02/04/2027 : taux	1,250 %	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 407	2
F336	Tableau de flux : dividendes versés	−1 280 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 363	3
F411	Liquidités nettes des dettes courantes et découverts	6 886 M€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 421	2
F420	GreenUp : gains d'efficacité par an	350 M€	2024-2027	Veolia Environnement SA (2024b), p. 58	4
F424	Gains d'efficacité annuels	399 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026a), p. 21	4
F471	Tuck-ins 2025 (États-Unis, Brésil, Japon) : montant	370 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026a), p. 11	6
F472	Tuck-ins 2025 (États-Unis, Brésil, Japon) : multiple moyen VE / EBITDA, environ	9x	FY2025	Veolia Environnement SA (2026a), p. 11	6
F478	HEPACO (Clean Harbors) : prix d'acquisition	400 M$	03/2024	Clean Harbors (2024)	6
F479	HEPACO (Clean Harbors) : EBITDA ajusté 2023, environ	36 M$	FY2023	Clean Harbors (2024)	6
F483	HEPACO (Clean Harbors) : multiple après synergies	7,1x	2024	Clean Harbors (2024)	6
F491	Taxonomie 2025 : capex total	4,5 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F492	Taxonomie 2025 : capex éligible	3,0 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F493	Taxonomie 2025 : capex éligible et aligné	2,1 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F499	Taxonomie 2025 : part du capex éligible et aligné	47,2 %	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F507	Taxonomie 2025, collecte et traitement des déchets pour l'économie circulaire (déchets dangereux compris) : capex éligible	0,4 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F508	Taxonomie 2025, collecte et traitement des déchets pour l'économie circulaire (déchets dangereux compris) : capex éligible et aligné	0,4 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F511	Taxonomie 2025, collecte et traitement des déchets dangereux, prévention de la pollution (PPC 2.1, 2.2) : capex éligible	0,4 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F512	Taxonomie 2025, collecte et traitement des déchets dangereux, prévention de la pollution (PPC 2.1, 2.2) : capex éligible et aligné	0,3 Md€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 250	5
F525	US Ecology (Republic Services) : valeur totale, dette nette comprise, environ	2,2 Md$	annonce 02/2022	BIC Magazine (2022)	6
F527	US Ecology (Republic Services) : EBITDA ajusté 12 mois	156 M$	au 30/09/2021	BIC Magazine (2022)	6
F529	US Ecology (Republic Services) : synergies attendues	40 M$	à 3 ans	BIC Magazine (2022)	6
F562	Hybrides : encours hors coupons	4,1 Md€	31/12/2025	Veolia Environnement SA (2026k), p. 429	2
F601	EnviroServe (Clean Harbors) : prix d'acquisition	470 M$	08/2026	Clean Harbors (2026c)	6
F602	EnviroServe (Clean Harbors) : EBITDA ajusté annuel attendu, environ	27 M$	2026e	Clean Harbors (2026c)	6
F604	EnviroServe (Clean Harbors) : synergies de coûts attendues, environ	25 M$	années 1-2	Clean Harbors (2026c)	6
F607	EnviroServe et ES&H (Clean Harbors) : multiple combiné après synergies	8,9x	10/2026	Clean Harbors (2026b)	6
F608	ES&H (Clean Harbors) : prix d'acquisition	305 M$	07/2026	Clean Harbors (2026a)	6
F609	Heritage-Crystal Clean (J.F. Lehman) : valorisation de la transaction, environ	1,2 Md$	07/2023	Heritage-Crystal Clean (2023)	6
F612	Triumvirate Environmental (Berkshire Partners) : valorisation après investissement	1,8 Md$	02/2025	Reuters (via Yahoo Finance) (2025)	6
F615	Taux de référence BCE : dollars canadiens pour un euro	1,6058 CAD pour 1 €	06/10/2026	Banque centrale européenne (2026)	6
F641	Gains d'efficacité annuels	398 M€	FY2024	Veolia Environnement SA (2025b), p. 5	3
F647	Déchets dangereux Veolia : chiffre d'affaires	4 276 M€	FY2024	Veolia Environnement SA (2025b), p. 10	4
F653	Déchets dangereux Veolia : croissance du chiffre d'affaires à périmètre et change constants	+7,1 %	FY2024	Veolia Environnement SA (2025b), p. 10	4
F721	Endettement financier net (groupe), après Clean Earth	25 423 M€	30/09/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	2
F722	EBITDA (groupe)	5 404 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 11	2
F723	EBITDA (groupe)	5 080 M€	9M 2025	Veolia Environnement SA (2026i), p. 11	2

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F724	Croissance organique de l'EBITDA (groupe), à périmètre et change constants	5,1 %	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 5	3
F725	Guidance 2026 confirmée au T3 : ratio de levier fin 2026, Clean Earth inclus, égal ou légèrement supérieur à	3x	31/12/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 21	2
F726	Trajectoire de levier présentée au T3 : légèrement au-dessus de 3x fin 2026, retour en 2027 à au plus	3x	2027	Veolia Environnement SA (2026d), p. 26	2
F727	Cash-flow libre net avant investissements financiers et dividendes	−200 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F728	Cash-flow libre net avant investissements financiers et dividendes	−205 M€	9M 2025	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F729	Pont de dette 9M 2026 : investissements financiers nets des cessions	−2 859 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F730	Clean Earth : effet sur l'endettement financier net (prix et dette IFRS 16 compris)	2 804 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 5	2
F731	Pont de dette 9M 2026 : dividendes versés (total, minoritaires compris)	1 464 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F732	Pont de dette 9M 2026 : remboursement de dette hybride (titres super-subordonnés, 12/09/2026)	−500 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	2
F735	Pont de dette 9M 2026 : change et ajustements de juste valeur (principalement dollar)	−210 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F736	Programme de cessions : montant déjà signé	570 M€	au 05/11/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 3	3
F737	Programme de cessions : multiple moyen d'EBITDA des cessions signées	10,4x	au 05/11/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 3	3
F738	Cessions réalisées sur neuf mois (rotation d'actifs GreenUp)	0,2 Md€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	3
F739	Cession de 20 % de Rookery South Limited (mise en équivalence) : prix en euros	101 M€	25/09/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 7	3
F740	Endettement financier net (groupe)	19 925 M€	30/09/2025	Veolia Environnement SA (2025e), p. 5	2
F741	Ratio de levier publié	3,0x	30/09/2025	Veolia Environnement SA (2025e), p. 5	2
F742	Déchets dangereux (booster) : EBITDA	609 M€	FY2024	Veolia Environnement SA (2026a), p. 41	4
F743	Déchets dangereux (booster) : EBITDA	686 M€	FY2025	Veolia Environnement SA (2026a), p. 41	4

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F744	Déchets dangereux (booster) : croissance de l'EBITDA à périmètre et change constants	+13,0 %	FY2025	Veolia Environnement SA (2026a), p. 41	4
F745	GreenUp : croissance, montant net par an (investissements organiques, priorité aux boosters, plus acquisitions petites et moyennes, moins cessions)	1 Md€ par an	2024-2027	Veolia Environnement SA (2025b), p. 34	1
F746	Déchets dangereux (métier) : chiffre d'affaires	3 566 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 14	4
F747	Déchets dangereux (métier) : chiffre d'affaires	3 126 M€	9M 2025	Veolia Environnement SA (2026i), p. 14	4
F748	Déchets dangereux (métier) : croissance organique du chiffre d'affaires, à périmètre et change constants	2,6 %	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 14	4
F754	Effet de périmètre sur le chiffre d'affaires du groupe (Clean Earth et Enviropacific)	+383 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 15	4
F755	Effet de périmètre sur l'EBITDA du groupe (Clean Earth et Enviropacific)	+73 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 16	4
F756	Pont d'EBITDA 9M 2026 : croissance et performance (prix, productivité, efficacité, volumes, synergies)	+303 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 16	3
F757	Pont d'EBITDA 9M 2026 : prix de l'énergie et des recyclats	−74 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 16	3
F759	Gains d'efficacité opérationnelle bruts, neuf mois	294 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 5	3
F760	Variation du BFR opérationnel	−1 488 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F761	Variation du BFR opérationnel	−1 272 M€	9M 2025	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	3
F762	Investissements dans les projets de traitement de déchets dangereux (compris dans les investissements industriels nets)	192 M€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 19	4
F766	Clean Earth : dette IFRS 16 reprise (comprise dans l'effet sur l'endettement)	226 M€	01/06/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 5	5
F768	Liquidité nette (groupe), après dettes courantes	4 087 M€	30/09/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 7	2
F769	Notation Standard & Poor's (court terme / long terme), confirmée, perspective stable	A-2/BBB	27/04/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 7	2
F770	Notation Moody's (court terme / long terme), confirmée, perspective stable	P-2/Baa1	04/05/2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 7	2

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F772	Ambition de chiffre d'affaires dans le traitement des PFAS et des micropolluants	1 Md€	2030	Veolia Environnement SA (2026i), p. 7	5
F775	Part de la dette financière nette à taux fixe	78 %	30/09/2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 33	2
F776	Taux de financement du groupe (coût de la dette)	3,82 %	30/09/2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 26	2
F779	Émission obligataire d'août 2026 (1,15 Md€, deux tranches) : coupon moyen	3,856 %	08/2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 33	2
F782	Rotation d'actifs GreenUp : acquisitions de l'année	0,6 Md€	2024	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	1
F783	Rotation d'actifs GreenUp : acquisitions de l'année	2,4 Md€	2025	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	1
F784	Rotation d'actifs GreenUp : acquisitions de l'année	3,0 Md€	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	1
F785	Rotation d'actifs GreenUp : cessions de l'année	1,0 Md€	2024	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	1
F786	Rotation d'actifs GreenUp : cessions de l'année	0,1 Md€	2025	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	1
F787	Clean Earth : mois consolidés dans les comptes à fin septembre 2026	4 mois	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 23	4
F788	Déchets dangereux (métier) : croissance tuck-ins compris, hors Clean Earth, à périmètre et change constants	+6,3 %	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 21	4
F801	Déchets dangereux (métier) : croissance de l'EBITDA à périmètre et change constants	+7,2 %	S1 2026	Veolia Environnement SA (2026c), p. 21	4
F814	Déchets dangereux (métier) : variation du chiffre d'affaires à change constant, effet de périmètre compris	14,9 %	9M 2026	Veolia Environnement SA (2026i), p. 14	4
F815	Clean Earth (10-K d'Enviri) : centres de traitement autorisés RCRA Part B (TSDF)	19 sites	31/12/2025	Enviri Corporation (2025), p. 17	5
F817	Clean Harbors : montant non actualisé des passifs de dépollution (remedial)	130 449 k$	31/12/2025	Clean Harbors, Inc. (2025), p. 77	5
F826	S&P, prévision annuelle : FFO / dette ajustés, bas de fourchette	20 %	2027	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F828	Taux de financement du groupe (coût de la dette)	3,83 %	30/09/2025	Veolia Environnement SA (2026d), p. 26	2
F830	Liquidité du groupe, lignes de crédit confirmées non tirées comprises	14,9 Md€	30/09/2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 33	2
F831	S&P, prévision annuelle : FFO / dette ajustés, bas de fourchette	19 %	2026	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F832	S&P, prévision annuelle : FFO / dette ajustés, haut de fourchette	20 %	2026	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F835	Lignes de crédit confirmées non tirées, sans covenants restrictifs (comprises dans la liquidité du groupe)	5,8 Md€	30/09/2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 33	2
F852	S&P, prévision annuelle : FFO / dette ajustés, haut de fourchette	21 %	2027	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F865	S&P : dette ajustée par l'agence	24 340 M€	FY2025	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F867	S&P : FFO / dette ajustés constaté	21,0 %	FY2025	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F868	S&P, prévision : dette ajustée par l'agence, bas de fourchette (tableau en milliards)	26,0 Md€	2026-2028	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F869	S&P, prévision : dette ajustée par l'agence, haut de fourchette (tableau en milliards)	27,0 Md€	2026-2028	S&P Global Ratings (2026), p. 4	2
F870	S&P, note de mars 2025 : FFO / dette ajustés attendu, environ	22 %	2025-2027	S&P Global Ratings (2025b), p. 2	2
F871	S&P, note de novembre 2025 : levier publié jusqu'auquel la politique financière de Veolia reste compatible avec la note BBB	3,0x	11/2025	S&P Global Ratings (2025a), p. 3	2
F872	Moody's, opinion d'avril 2025 : FFO / dette nette ajustée, vue à 12-18 mois, bas de fourchette	20,0 %	2025-2026	Moody's Ratings (2025), p. 2	2
F873	Moody's, opinion d'avril 2025 : FFO / dette nette ajustée, vue à 12-18 mois, haut de fourchette	22,0 %	2025-2026	Moody's Ratings (2025), p. 2	2
F874	Groupe Flamme : prix pour 100 % des titres annoncé par Séché, de l'ordre de	300 M€	annonce du 06/06/2025	Séché Environnement (2025), p. 3	6
F875	Groupe Flamme : chiffre d'affaires, environ	100 M€	exercice clos le 30/09/2024	Séché Environnement (2025), p. 2	6
F876	Groupe Flamme : excédent brut d'exploitation (EBE), environ	20 M€	exercice clos le 30/09/2024	Séché Environnement (2025), p. 2	6
F877	A.R.F. (pôle déchets dangereux) : part du chiffre d'affaires consolidé du Groupe Flamme, environ	49 %	exercice clos le 30/09/2024	Séché Environnement (2025), p. 2	6
F878	ROCE après impôts du groupe (y compris IFRS 16)	9,4 %	FY2025	Veolia Environnement SA (2026h), p. 26	6
F881	Déchets dangereux, critère d'investissement : écart minimal du TRI au-dessus du WACC	4 %	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 28	6
F882	Déchets dangereux, critère d'investissement : année après laquelle le ROCE doit atteindre le WACC	3 ans	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 28	6

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F883	Déchets dangereux : petites acquisitions (tuck-ins) signées au premier semestre 2025	5 opérations	S1 2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 28	6
F884	ARF Chauny : capacité maximale de l'enceinte de post-combustion (incinération de déchets liquides)	7 t/h	inspection du 29/07/2025	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 2	6
F885	ARF Vendeuil : capacité annuelle de l'enceinte statique d'incinération	60 000 t/an	inspection du 25/03/2024	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2024), p. 4	6
F886	ARF Vendeuil : capacité annuelle du four rotatif	150 000 t/an	inspection du 25/03/2024	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2024), p. 4	6
F887	ARF Chauny : dioxines dans les sols à la station K1' (pg OMS2005-TEQ/g), pollution dite antérieure à ARF	940 pg TEQ/g	campagne de 09/2021	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 14	6
F888	ARF Chauny : valeur cible des dioxines dans les sols (pg OMS2005-TEQ/g)	5 pg TEQ/g	campagne de 09/2021	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 14	6
F889	Critère d'investissement de Veolia (croissance organique et tuck-ins) : délai de retour maximal (pay-back)	7 ans	plan GreenUp, 27/03/2024	Veolia Environnement SA (2024b), p. 64	6
F890	Comité d'investissement du groupe : seuil de valeur d'entreprise au-delà duquel il approuve un projet	10 M€	plan GreenUp, 27/03/2024	Veolia Environnement SA (2024b), p. 64	6
F891	Coût moyen pondéré du capital (WACC) de l'unité France et déchets dangereux Europe, tests de dépréciation	5,7 %	FY2025	Veolia Environnement SA (2026f), p. 44	6
F892	ARF Vendeuil : capacité horaire de l'enceinte statique d'incinération	8 t/h	inspection du 25/03/2024	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2024), p. 4	6
F893	ARF Vendeuil : capacité horaire du four rotatif	30 t/h	inspection du 25/03/2024	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2024), p. 4	6
F894	Déchets dangereux (Veolia, monde) : ROCE après impôts	6 %	FY2024	Veolia Environnement SA (2025d), p. 26	6
F895	Déchets dangereux en Europe (Veolia) : marge d'EBITDA, environ	16 %	FY2024	Veolia Environnement SA (2025d), p. 27	6
F896	Acquisitions de Veolia : part réalisée hors d'Europe, environ	80 %	présentation des neuf mois 2026	Veolia Environnement SA (2026d), p. 14	6
F897	Enviropacific Services : multiple VE / EBITDA ajusté de l'exercice 2025	5,8x	exercice 2025	Veolia Environnement SA (2026j), p. 11	6
F898	Séché Environnement : levier financier IFRS	2,9x	au 30/06/2026	Séché Environnement (2026), p. 1	6

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F899	ARF Chauny : distance des premières habitations	220 m	inspection du 29/07/2025	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 10	6
F900	Déchets dangereux : part minimale du transport dans le coût total du traitement (décision de la Commission)	10 %	décision M.10759	Commission européenne, DG Concurrence (via EUR-Lex) (2022), p. 12	6
F901	Déchets dangereux : rayon des zones de chalandise retenues par la Commission autour des installations de stockage	300 km	décision M.10759	Commission européenne, DG Concurrence (via EUR-Lex) (2022), p. 13	6
F902	ARF Vendeuil : part des déchets reçus venant des Hauts-de-France	57 %	2023	ARF (Activités de Recyclage et de Formulation) (2024), p. 9	6
F903	ARF Vendeuil : part des déchets reçus venant d'autres régions françaises	29 %	2023	ARF (Activités de Recyclage et de Formulation) (2024), p. 9	6
F904	ARF Vendeuil : part des déchets reçus venant d'autres pays d'Europe	14 %	2023	ARF (Activités de Recyclage et de Formulation) (2024), p. 9	6
F905	Cession par Veolia à Suez d'une partie de ses actifs de déchets dangereux en France (remède Veolia-Suez) : prix	439 M€	2022	Veolia Environnement SA (2023), p. 326	6
F906	Déchets dangereux en Europe (Veolia) : nombre de sites d'incinération à haute température	20 sites	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 36	6
F907	Déchets dangereux (Veolia) : taux d'utilisation visé des actifs, supérieur à	80 %	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 28	6
F908	Déchets dangereux (Veolia) : hausse visée du ROCE en 2027, environ	50 %	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 28	6
F909	Incinérateurs de déchets dangereux de Veolia en Europe : disponibilité, bas de fourchette	85 %	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 30	6
F910	Incinérateurs de déchets dangereux de Veolia en Europe : disponibilité, haut de fourchette	95 %	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 30	6
F911	Incinérateur de déchets dangereux (exemple de Veolia) : part du personnel dans la base de coûts	35 %	présentation du 25/06/2025	Veolia Environnement SA (2025d), p. 30	6
F912	Déchets dangereux (Veolia) : hausse de prix en Europe	4 %	2024	Veolia Environnement SA (2025d), p. 29	6
F913	ARF Chauny : mercure mesuré à l'émission le 28/02/2025	0,02773 mg/Nm³	28/02/2025	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 5	6
F914	ARF Chauny : valeur limite d'émission du mercure	0,02 mg/Nm³	inspection du 29/07/2025	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 5	6

ID	Chiffre	Valeur	Période	Source	Rôle
F915	ARF Chauny : valeur limite des oxydes d'azote appliquée par l'exploitant	170 mg/Nm³	inspection du 29/07/2025	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 7	6
F916	ARF Chauny : valeur limite réglementaire des oxydes d'azote	150 mg/Nm³	inspection du 29/07/2025	DREAL Hauts-de-France, unité départementale de l'Aisne (2025), p. 7	6
F917	Déchets dangereux en Europe (Veolia, numéro un) : chiffre d'affaires	2,4 Md€	FY2024	Veolia Environnement SA (2025d), p. 26	6
F918	Déchets dangereux en France repris par Suez à Veolia (remède Veolia-Suez) : valeur d'entreprise selon Suez	690 M€	30/11/2022	SUEZ (2022), p. 1	6

Annexe II : Opérations citées

Les opérations du registre deals.csv citées dans le texte par leur jeton [D…]. Le montant est donné dans la devise de sa source ; un tiret : le registre n'en porte pas. Chaque source renvoie à la bibliographie.

ID	Opération	Montant	Source
D4	Enviropacific Services	137 M€	Veolia Environnement SA (2026l), p. 46
D10	Dernières activités déchets dangereux cédées à Suez (SARPI)	49 M€	Veolia Environnement SA (2024a), p. 16
D13	U.S. Industrial Technologies	58 M€	Veolia Environnement SA (2024a), p. 16
D19	Zeeklite Co. LTD	85 M€	Veolia Environnement SA (2026f), p. 17
D20	New England Disposal Technologies, Bio-Med Innovations, Ingenium, Chameleon Industries Group	247 M€	Veolia Environnement SA (2026f), p. 17
D24	Actifs Osis Grand Paris (SARP), 8 sites	32 M€	Veolia Environnement SA (2023), p. 330
D61	Rookery South Limited : 20 % du capital (usine de valorisation énergétique au nord de Londres)	87 M£	Veolia Environnement SA (2026i), p. 7

Annexe III : Cibles citées

Les cibles du registre targets.csv citées dans le texte par leur jeton [T…]. « Valeur estimée » : dans la devise de sa source ; un tiret quand le registre n'en porte pas. « En euros » : la valeur convertie par le classeur du groupe (onglet Cibles), avec le taux employé, qui est une ligne datée du registre ou l'hypothèse de change du groupe ; un tiret quand le classeur ne convertit pas (prix en euros, non publié ou sans taux). Chaque source renvoie à la bibliographie ; une adresse seule : la ligne n'a pas de fichier joint au registre.

ID	Cible	Valeur estimée	En euros (taux, date)	Source
T2	Heritage-Crystal Clean	1,2 Md$	1,02 Md€ (1,1758 $ pour 1 €, hypothèse de change du groupe d'après F40 et F41)	Heritage-Crystal Clean (2023)
T3	Arcwood Environmental	-	-	Arcwood Environmental (2025)
T4	Triumvirate Environmental	1,8 Md$	1,53 Md€ (1,1758 $ pour 1 €, hypothèse de change du groupe d'après F40 et F41)	Reuters (via Yahoo Finance) (2025)
T5	GFL Environmental Services	8,0 Md CAD	4,98 Md€ (F615, 1,6058 CAD pour 1 €, 06/10/2026)	Latham & Watkins (conseil de GFL) (2025)
T6	NG Group	800 M€	-	Fortum / Summa Equity (Cision) (2024)
T7	Enviracore Services	-	-	Seaside Equity Partners (2025)
T12	Chemtron Corporation	-	-	https://www.kinderhook.com/press-release/kinderhook-acquires-chemtron-corporation-a-leading-hazardous-and-non-hazardous-waste-management-provider/, consulté le 10 octobre 2026
T28	Cenviro	300 M$	255 M€ (1,1758 $ pour 1 €, hypothèse de change du groupe d'après F40 et F41)	The Star (dépêche Bloomberg) (2025)

Annexe IV : La fourchette de capacité pour les autres périmètres

Source : classeur du groupe, modele-greenup-2027.xlsx, fourchette version 2 du 9 novembre 2026, calculé à partir des chiffres du registre.

Le nombre que les groupes « technologies de l'eau », « déchets dangereux » et « bioénergie » doivent respecter, dans ses trois scénarios et sous ses deux plafonds.

Fin 2027	Défavorable	Central	Favorable
Marge de dette sous le levier ≤ 3x (M€)	−1 802	159	2 280
Marge de dette sous le seuil S&P 18 % FFO / dette ajustée (M€)	−742	2 870	6 154
Contrainte qui mord en premier	levier ≤ 3x	levier ≤ 3x	levier ≤ 3x
Acquisition maximale au multiple des tuck-ins du scénario (central : celui de Clean Earth, 9,8x), M€	0	229	3 835

Annexe V : Tableaux du rapport

Les tableaux que le texte appelle, dans l'ordre de leur renvoi. Chacun porte le titre de la sous-partie qui le commente.

Tableau 1 : 1.3 La rotation d'actifs additionne achats et ventes : c'est le chiffre brut

Période	Acquisitions	Cessions	Investissements financiers nets, pont de dette
2024	0,6 Md€[244]	1,0 Md€	+397 M€[245]
2025	2,4 Md€	0,1 Md€	−2 301 M€[246]
Neuf mois 2026	3,0 Md€	0,2 Md€	−2 859 M€[247]

Sources : Veolia, présentation des résultats des neuf mois 2026 pour les acquisitions et les cessions ; résultats annuels 2024 et 2025 et rapport du troisième trimestre 2026 pour le pont de dette. Les notes donnent la page de chaque valeur.

Tableau 2 : 1.5 Clean Earth compte quatre chiffres et le levier retient l'effet sur la dette

Chiffre	Montant	Usage
Prix d'acquisition	2 989 M$[248], soit 2 542 M€	Multiples
Valeur d'entreprise annoncée	3,0 Md$[249], soit environ 2,6 Md€	Annonce de novembre 2025
Prix selon le vendeur, Enviri	plus de 3,0 Md$[250]	Lecture du vendeur
Effet sur la dette financière nette	2 804 M€[251], dont 226 M€ de dette IFRS 16	Levier

[244] F782 : Veolia Environnement SA (2026d), p. 14.
[245] F138 : Veolia Environnement SA (2025a), p. 9.
[246] F64 : Veolia Environnement SA (2026g), p. 14.
[247] F729 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 19.
[248] F40 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 46.
[249] F46 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 3.
[250] F216 : Enviri Corporation (2025), p. 68.
[251] F730 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 5.

Tableau 3 : 2.6 Les seuils des agences laissent plus de marge que le plafond de Veolia fin 2027

Repère	S&P	Moody's
Note confirmée en 2026	A-2/BBB[252], le 27 avril	P-2/Baa1, le 4 mai
Seuil de dégradation du ratio FFO sur dette	durablement sous 18 %[253]	sous high teens[254]
Ratio constaté fin 2025	21,0 %[255]	20,3 %[256]
Ratio attendu par l'agence	19 % à 20 % en 2026, 20 % à 21 % en 2027	18,5 % en 2026, 19,5 % en 2027
Dette ajustée de référence	24 340 M€ fin 2025, 26,0 Md€ à 27,0 Md€ attendus sur 2026-2028	25 404,0 M€[257] fin 2025, pic d'environ 29 Md€ en 2026

Tableau 4 : 3.5.1 Une hypothèse à la fois, cinq facteurs peuvent effacer la marge

Hypothèse du groupe	Bornes retenues	Marge à la borne basse	Marge à la borne haute
Part du reste du programme encaissée en 2027	0,0 %[258] à 100,0 %[259]	−304 M€[260]	622 M€[261]
Croissance organique de l'EBITDA en 2027	4,0 %[262] à 7,0 %[263]	−104 M€[264]	614 M€[265]

[252] F769 : Veolia Environnement SA (2026i), p. 7.
[253] F163 : S&P Global Ratings (2026), p. 3.
[254] F152 : Moody's Ratings (2026), p. 2.
[255] F867 : S&P Global Ratings (2026), p. 4.
[256] F147 : Moody's Ratings (2026), p. 7.
[257] F256 : Moody's Ratings (2026), p. 11.
[258] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F25) ; clé M:H.s27@bas.
[259] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F25) ; clé M:H.s27@haut.
[260] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « s27 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@s27-bas.
[261] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « s27 haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@s27-haut.
[262] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse ; clé M:H.g27@bas.
[263] Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute ; clé M:H.g27@haut.
[264] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « g27 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@g27-bas.
[265] Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « g27 haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@g27-haut.

Hypothèse du groupe	Bornes retenues	Marge à la borne basse	Marge à la borne haute
Tuck-ins payés en 2027	0 Md€[266] à 1 Md€[267]	497 M€[268]	−179 M€[269]
Cash-flow libre net du quatrième trimestre 2026	1 000 M€[270] à 1 600 M€[271]	−224 M€[272]	376 M€[273]
Conversion de l'EBITDA en cash-flow libre net en 2027	14,0 %[274] à 19,0 %[275]	−69 M€[276]	328 M€[277]

Tableau 5 : 4.4.1 Avant synergies, Clean Earth se paie au niveau de ses pairs américains

Opération	Acheteur	Montant publié	Multiple après synergies	Multiple avant synergies
Clean Earth, 2026	Veolia	2 989 M$	9,8x	14,9x : 2 989 M$ sur 200 M$[278]
Clean Earth, sur l'EBITDA 2025 du vendeur	Veolia	plus de 3,0 Md$	non publié	environ 19x : 2 989 M$ sur 91,7 M$[279], 39 778 k$[280] et 23 644 k$
HEPACO, 2024	Clean Harbors	400 M$[281]	7,1x	environ 11x : 400 M$ sur 36 M$
EnviroServe et ES&H, 2026	Clean Harbors	470 M$[282] et 305 M$[283]	8,9x[284]	environ 17x pour EnviroServe : 470 M$ sur 27 M$
US Ecology, 2022	Republic Services	environ 2,2 Md$[285]	environ 11x : 2,2 Md$ sur 156 M$ et 40 M$	environ 14x : 2,2 Md$ sur 156 M$
Cessions signées, 2026	Veolia, vendeur	570 M€	sans objet	10,4x

[266]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck@bas.
[267]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F5, F21) ; clé M:H.tuck@haut.
[268]Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « tuck bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@tuck-bas.
[269]Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « tuck haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@tuck-haut.
[270]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4@bas.
[271]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F29, F728) ; clé M:H.fcfQ4@haut.
[272]Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « fcfQ4 bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@fcfQ4-bas.
[273]Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « fcfQ4 haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@fcfQ4-haut.
[274]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne basse (sources : F13, F17, F29, F3) ; clé M:H.conv@bas.
[275]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, borne haute (sources : F13, F17, F29, F3) ; clé M:H.conv@haut.
[276]Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « conv bas » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@conv-bas.
[277]Classeur du groupe, onglet Trajectoire, colonne « conv haut » : cette hypothèse à sa borne, les autres au centre ; clé M:HEAD27@conv-haut.
[278]F51 : Veolia Environnement SA (2025c), p. 6.
[279]F211 : Enviri Corporation (2025), p. 70.
[280]F213 : Enviri Corporation (2025), p. 284.
[281]F478 : Clean Harbors (2024).
[282]F601 : Clean Harbors (2026c).

Tableau 6 : 6.9 Au multiple des tuck-ins de 2025, les critères de Veolia ne sont tenus qu'avec des synergies

Excédent brut de Chauny	À 5,8x[286] (Enviropacific)	À 7 fois (payback de Veolia)	À 9x[287] (tuck-ins de 2025)	À 15 fois (Flamme)
1,3 M€ (part de capacité de 16 %, taux de marge de 16 %)	7,5 M€	9,1 M€	11,7 M€	19,5 M€
1,6 M€ (part de capacité de 20 %, taux de marge de 16 %)	9,3 M€	11,2 M€	14,4 M€	24,0 M€
2,0 M€ (part de capacité de 20 %, taux de marge de 20 %)	11,6 M€	14,0 M€	18,0 M€	30,0 M€
2,6 M€ (avec synergies)	15,1 M€	18,2 M€	23,4 M€	39,0 M€

Sources : calculs du groupe. La colonne à 7 fois est le prix plafond que nous retenons.

Tableau 7 : 6.11 Appliqué aux rachats récents de Veolia, le payback montre que notre plafond est prudent

Opération	Prix rapporté à l'EBITDA	Payback simple inférieur à 7 ans
Enviropacific Services, 2026	5,8x	oui
Tuck-ins de 2025	environ 9x	non, sauf synergies
Clean Earth, après synergies	9,8x	non
Clean Earth, avant synergies	environ 15 fois (2 989 M$ pour 200 M$)	non
Groupe Flamme, par Séché	15 fois (300 M€[288] pour 20 M€[289])	non

Tableau 8 : 6.13 Les plateformes américaines restent hors de portée ou sans prix

Cible	Détenteur	Valeur publiée	Hors d'Europe et booster	Notre appréciation
Heritage-Crystal Clean	J.F. Lehman	environ 1,2 Md$[290]	en partie	plateforme ; huiles usagées
Triumvirate Environmental	Berkshire Partners	1,8 Md$[291]	oui	plateforme

[283]F608 : Clean Harbors (2026a).
[284]F607 : Clean Harbors (2026b).
[285]F525 : BIC Magazine (2022).
[286]F897 : Veolia Environnement SA (2026j), p. 11.
[287]F472 : Veolia Environnement SA (2026a), p. 11.
[288]F874 : Séché Environnement (2025), p. 3.
[289]F876 : Séché Environnement (2025), p. 2.
[290]T2 : Heritage-Crystal Clean (2023).
[291]T4 : Reuters (via Yahoo Finance) (2025).

Cible	Détenteur	Valeur publiée	Hors d'Europe et booster	Notre appréciation
Arcwood Environmental	EQT Infrastructure	non publiée[292]	oui	incinération et PFAS
Chemtron	Kinderhook	non publiée[293]	oui	traitement autorisé
Enviracore Services	Seaside Equity Partners	non publiée[294]	en partie	taille de tuck-in
NG Group	Summa Equity	environ 800 M€[295]	non	pays nordiques
GFL Environmental Services	Apollo et BC Partners	8,0 Md CAD[296]	oui	hors de portée
Cenviro	Khazanah Nasional et SK	environ 300 M$[297]	oui	cession en cours ; taille de tuck-in

Tableau 9 : 7.6 Quatre seuils observables nous feraient changer d'avis

Seuil observable	Publication	Ce qu'il changerait
Décision de l'Autorité de la concurrence sur Séché et le Groupe Flamme	Site de l'Autorité	Une cession exigée ouvre l'offre sur Chauny ; un accord sans condition la referme
Dette financière nette au 31 décembre 2026 au-delà de 23 806 M€	Résultats annuels 2026	Chaque euro en plus retire un euro à la marge de 159 M€ ; nous réduirions les tuck-ins de 2027
Croissance organique de l'EBITDA 2026 hors de la guidance de 5 %[298] à 6 %	Résultats annuels 2026	Sous 5 %, notre hypothèse de 5,1 %[299] pour 2027 deviendrait optimiste ; à 4,0 %, la marge tombe à −104 M€
Cessions signées nettement au-delà de 570 M€, vers plus de 2 Md€[300]	Chaque publication de résultats	Première condition d'une plateforme ; tout le reste du programme encaissé en 2027 porte la marge à 622 M€

[292]T3 : Arcwood Environmental (2025).

[293]T12 : https://www.kinderhook.com/press-release/kinderhook-acquires-chemtron-corporation-a-leading-hazardous-and-non-hazardous-waste-management-provider/, consulté le 10 octobre 2026.

[294]T7 : Seaside Equity Partners (2025).

[295]T6 : Fortum / Summa Equity (Cision) (2024).

[296]T5 : Latham & Watkins (conseil de GFL) (2025).

[297]T28 : The Star (dépêche Bloomberg) (2025).

[298]F87 : Veolia Environnement SA (2026b), p. 3.

[299]Classeur du groupe, onglet Hypothèses, hypothèse du groupe, valeur centrale ; clé M:H.g27.

[300]F25 : Veolia Environnement SA (2026l), p. 29.