

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ SUEZ INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») le 29 juin 2021, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

L'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Des exemplaires du Projet de Note en Réponse sont disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Suez (www.suez.com) et peuvent être obtenus sans frais sur simple demande auprès de Suez (Tour CB 21, 16 place de l'iris, 92040 Paris La Défense Cedex).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Suez seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.2.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	4
1.3.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	5
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
2.1.	COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	9
2.2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SUEZ	21
4.	INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTODETENUES	21
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	21
6.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE ...	21
6.1.	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	21
6.2.	SITUATION DES BENEFICIAIRES DE DROITS A RECEVOIR DES ACTIONS GRATUITES	22
6.3.	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES EN APPLICATION DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE	24
6.4.	LISTE DES DETENTEURS DE TITRES SUEZ COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	26
6.5.	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	26
6.6.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	27
6.7.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE SUEZ.....	27
6.8.	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER CONCERNANT L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS	28
6.9.	ACCORDS CONCLUS PAR SUEZ ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE SUEZ	32
6.10.	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ECHANGE	32
7.	MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE	34
8.	AVIS DU COMITÉ DE GROUPE FRANCE DE SUEZ.....	35
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	35
10.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	35
11.	PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	35

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Veolia Environnement, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 21, rue La Boétie, 75008 Paris, immatriculée sous le numéro 403 210 032 R.C.S Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000124141 (mnémonique « **VIE** ») (« **Veolia** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Suez, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé Tour CB21, 16, place de l'Iris, 92040 Paris La Défense Cedex, immatriculée sous le numéro 433 466 570 R.C.S. Nanterre, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment A) et Euronext à Bruxelles (« **Euronext Bruxelles** ») sous le code ISIN FR0010613471 (mnémonique « **SEV** » sur Euronext Paris et « **SEVB** » sur Euronext Bruxelles) (« **Suez** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Suez, à un prix de 20,50 euros par action (coupon attaché)¹, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition dont les termes et conditions sont stipulés dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 29 juin 2021 auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** ») et qui pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF (l'« **Offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions Suez non détenues par l'Initiateur² :

- qui sont d'ores et déjà émises soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 451 529 224 actions Suez³, et
- qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement par Suez (les « **Actions Gratuites** ») soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 550 919 actions Suez nouvelles,

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum d'actions Suez visées par l'Offre égal à 452 080 143.

Il est précisé dans le Projet de Note d'Information que l'apport d'American Depository Receipts sous le code ISIN US8646912092 (« **ADR Suez** ») ne sera pas accepté dans le cadre de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, et que les porteurs d'ADR Suez qui souhaitent apporter leurs titres à l'Offre ou à l'Offre Réouverte devront préalablement les échanger contre des actions Suez, tel que précisé au paragraphe 2.5 du Projet de Note d'Information.

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, HSBC Continental Europe, Bank of America

¹ Il est précisé qu'un dividende de 0,65 euros par action sera soumis au vote des actionnaires de Suez lors de la prochaine assemblée générale annuelle de la Société devant se tenir le 30 juin 2021. Sa date de détachement serait le 6 juillet 2021 et sa date de mise en paiement le 8 juillet 2021. Dans l'hypothèse où ce dividende serait approuvé par ladite assemblée générale, le prix de l'Offre sera réduit d'un montant de 0,65 euros par action à compter de sa date de détachement.

² À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 187 810 000 actions Suez sur un total de 639 339 224 actions émises.

³ Soit 639 339 224 actions représentant autant de droits de vote théoriques. Sont également visées les actions auto-détenues, soit, sur la base de ces mêmes informations, 187 161 actions.

Europe DAC (Succursale en France) et Morgan Stanley Europe SE interviennent en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF (ci-après désignés ensemble les « **Établissements Présentateurs** »). Seules Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et HSBC Continental Europe garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2. Rappel des principaux termes de l'Offre

Il est rappelé que le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 8 février 2021 au prix de 18 euros par action (dividende attaché). Le dépôt du projet d'Offre, ainsi formulé, et du projet de note d'information correspondant ont fait l'objet d'un avis de dépôt de l'AMF⁴ et le projet de note d'information a été mis à la disposition du public conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF.

Le 29 juin 2021, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont informé l'AMF du rehaussement du prix de l'Offre de 18 euros par action (dividende attaché) à 20,50 euros par action (dividende attaché) et déposé le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF en conséquence.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »).

En application des articles L.433-4 II du code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit au paragraphe 2.6.1 du Projet de Note d'Information.

Par ailleurs, à la date du Projet de Note en Réponse, l'Offre est soumise à la condition suspensive (telles que décrites au paragraphe 2.6.2 du Projet de Note d'Information) de l'autorisation de l'opération de rapprochement au titre du contrôle des concentrations par la Commission européenne en application de l'article 6.1.b) du Règlement CE n° 139/2004 du 20 janvier 2004, étant précisé que l'Initiateur se réserve la faculté de renoncer à cette condition, après concertation préalable (sans droit de veto) de Suez.

⁴ Avis AMF n° 220C4093 du 6 octobre 2020.

Enfin, conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, Veolia a indiqué se réserver la possibilité de renoncer à son Offre dans un délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente, après avoir informé l'AMF de sa décision.

L'Initiateur s'est également réservé la possibilité de renoncer à son Offre si celle-ci devient sans objet, ou si Suez, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre ou si les mesures prises par Suez ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.12 du Projet de Note d'Information.

Les actions Suez étant admises à la négociation sur Euronext Bruxelles, l'Offre sera, conformément au prescrit de l'article 4.§4 de la loi belge du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, ouverte en Belgique. L'Initiateur sollicitera, à cet effet, la reconnaissance de la note d'information par l'autorité belge des services et des marchés financiers conformément à l'article 20 de la loi précitée.

1.3. Contexte et motifs de l'Offre

1.3.1 Contexte

Acquisition d'un bloc de 29,9%

À la suite de l'annonce par Engie, le 31 juillet 2020, du lancement d'une revue stratégique incluant sa participation dans Suez, Veolia a remis à Engie, le 30 août 2020, une offre ferme pour l'acquisition immédiate d'un bloc d'actions Suez détenues par Engie représentant environ 29,9 % du capital et des droits de vote de Suez. Cette offre, initialement formulée à un prix de 15,50 euros par action (dividende attaché), a été relevée par Veolia, le 30 septembre 2020, à un prix de 18 euros par action (dividende attaché).

Le 5 octobre 2020, le conseil d'administration d'Engie a accepté l'offre améliorée de Veolia et, préalablement à l'annonce de l'Offre, Veolia et Engie ont conclu un contrat d'achat d'actions aux termes duquel Veolia a acquis auprès d'Engie 187 800 000 actions Suez, représentant environ 29,9 % du capital et des droits de vote de Suez, à un prix de 18 euros par action (dividende attaché).

Le 8 février 2021, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de Veolia, ont déposé le projet d'Offre au prix de 18 euros par action (dividende attaché), et le projet de note d'information correspondant auprès de l'AMF.

L'Accord de Principe

Le 12 avril 2021, Veolia et Suez ont annoncé être parvenus à un accord de principe (l'« **Accord de Principe** ») arrêtant les principes généraux d'une solution globale et amicale en vue d'un rapprochement entre les deux groupes.

L'Accord de Principe fixe les principaux termes et conditions du rapprochement entre Veolia et Suez, et prévoit notamment :

- le rehaussement du prix de l'Offre de 18 euros par action (dividende attaché) à 20,50 euros par action (dividende attaché) ;

- la réitération des engagements sociaux de Veolia pour une durée de quatre ans à compter de la clôture de l'Offre ;
- la recommandation de l'Offre par le conseil d'administration de Suez, sous réserve de l'obtention d'une attestation d'équité conformément à la réglementation en vigueur ;
- la constitution d'un « nouveau Suez » composé d'actifs formant un ensemble cohérent et pérenne sur le plan industriel et social, et doté d'un réel potentiel de croissance, avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 7 milliards d'euros ;
- la pleine coopération de Suez, de Veolia et du consortium de reprise du « nouveau Suez » en vue de l'obtention des autorisations nécessaires ;
- la désactivation de la fondation de droit néerlandais par Suez, la résiliation des accords de cession d'actifs conclus avec Cleanaway en Australie, et le désistement de Suez et Veolia des procédures contentieuses en cours ; et
- la conclusion des accords définitifs reflétant ledit Accord de Principe le 14 mai 2021 au plus tard.

L'Accord de Rapprochement

Dans ce contexte, Veolia et Suez ont conclu le 14 mai 2021 un accord de rapprochement (l'« **Accord de Rapprochement** »).

L'Accord de Rapprochement conclu entre Veolia et Suez précise les modalités de mise en œuvre de l'Offre et fixe les principes généraux de la création du « nouveau Suez » par l'intermédiaire de la cession par Suez, au bénéfice du Consortium (tel que défini ci-dessous), de ses activités Eau et Déchets (hors déchets dangereux) en France et de certains de ses actifs identifiés à l'international (la « **Cession du Périmètre** »). L'Accord de Rapprochement contient notamment :

- les caractéristiques de l'Offre, tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;
- l'engagement de Veolia de relever le prix de l'Offre de 18 euros par action (dividende attaché) à 20,50 euros par action (dividende attaché) et de déposer le Projet de Note d'Information sous réserve de, et concomitamment à, la notification de la remise par le conseil d'administration de Suez d'un avis motivé favorable à l'Offre conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF ;
- l'engagement de Suez de réunir son conseil d'administration afin de rendre un avis motivé sur l'Offre sous réserve de ses devoirs fiduciaires, de l'avis du Comité de Groupe de Suez, et de la conclusion positive de l'expert indépendant sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;
- la réitération des engagements sociaux de Veolia pour une durée de quatre ans à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre ;
- l'engagement de Veolia et de Suez de coopérer pleinement en vue de l'obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires nécessaires dans le cadre de l'Offre et plus généralement du rapprochement, en ce compris l'obtention de l'autorisation au titre du contrôle des concentrations par la Commission européenne telle que décrite au paragraphe 2.6.2 du Projet de Note d'Information ;

- les principes directeurs et le projet de *Memorandum of Understanding* conformément auxquels la Cession du Périmètre devra être préparée et mise en œuvre ;
- l'engagement des Parties de coopérer pleinement en vue de la préparation et de la réalisation de la Cession du Périmètre ;
- les conditions de désactivation de la fondation de droit néerlandais par Suez, et de la renonciation par Veolia et Suez aux procédures contentieuses en cours ;
- un engagement usuel d'exclusivité de la part de Suez au bénéfice de Veolia ; et
- un engagement usuel pris par Suez de gestion dans le cours normal des affaires.

L'Accord de Rapprochement prendra fin à la date de règlement-livraison de l'Offre ou, si elle est plus tardive, à la date de réalisation complète de la Cession du Périmètre, sauf résiliation anticipée décidée d'un commun accord par les parties ou unilatéralement (i) par Veolia si (a) le conseil d'administration de Suez recommande une offre supérieure, (b) Suez manque à l'une de ses obligations au titre de l'Accord de Rapprochement ou (c) l'AMF annonce l'échec de l'Offre, et (ii) par Suez si (a) Suez accepte une offre supérieure, (b) Veolia manque à l'une de ses obligations au titre de l'Accord de Rapprochement, (c) l'Offre est déclarée non conforme par l'AMF ou à la suite d'une décision de justice, (d) Veolia renonce à l'Offre ou (e) l'AMF annonce l'échec de l'Offre. L'Accord de Rapprochement prendra par ailleurs automatiquement fin si le premier règlement-livraison de l'Offre et la réalisation complète de la Cession du Périmètre ne sont pas intervenus le 30 juin 2022 au plus tard.

Pour les besoins de leur coopération conformément aux termes de l'Accord de Rapprochement, Veolia et Suez ont par ailleurs organisé un échange d'informations limitées les concernant conformément aux règles applicables.

Le *Memorandum of Understanding*

Le 14 mai 2021, Suez et Veolia ont également conclu un *Memorandum of Understanding* (le « **Memorandum of Understanding** ») avec Meridiam, la Caisse des dépôts et consignations, CNP Assurances et Global Infrastructure Partners (le « **Consortium** »).

Le *Memorandum of Understanding* conclu entre Veolia, Suez et le Consortium a pour objet d'encadrer la négociation des accords définitifs et d'organiser les procédures d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel compétentes du groupe Suez dans le cadre de la Cession du Périmètre.

Le 14 mai 2021, préalablement à leur conclusion, l'Accord de Rapprochement et le *Memorandum of Understanding* ont été approuvés par le conseil d'administration de Veolia et le conseil d'administration de Suez. Ce dernier a également accueilli favorablement le projet de rapprochement entre les deux groupes.

Offre ferme et signature du *Put Option Agreement*

Conformément aux stipulations du *Memorandum of Understanding*, le Consortium a remis à Suez et Veolia, le 27 juin 2021, une offre ferme et définitive aux termes de laquelle la Cession du Périmètre serait réalisée au bénéfice d'une société nouvellement créée détenue par Meridiam et Global Infrastructure Partners à hauteur de 40 % du capital chacun, par la Caisse des dépôts et consignations à hauteur de 12 % et par CNP Assurances à hauteur de 8 % (le « **Véhicule d'Acquisition du Consortium** »).

La Cession du Périmètre inclurait (i) les activités Eau et Déchets (à l'exception des déchets dangereux) de Suez en France, (ii) la *global business unit* « Smart & Environmental Solutions » de Suez (à l'exception de « SES Spain », de « SES Aguas Andinas » et d'une partie de « SES Colombia »), (iii) les activités Eau Municipale de Suez en Italie ainsi que la participation dans ACEA, (iv) les activités Eau Municipale de Suez en République tchèque, (v) les activités Eau Municipale et Déchets (à l'exception des déchets dangereux) de Suez en Afrique ainsi que la participation dans Lydec, (vi) les activités Eau Municipale en Inde, au Bangladesh et au Sri Lanka, (vii) les activités Eau Municipale, Eau Industrielle et de design et de construction infrastructure de Suez en Chine, ainsi que l'ensemble des activités du groupe Suyu et deux incinérateurs industriels à Shanghai et Suzhou, (viii) les activités Eau Municipale de Suez en Australie et (ix) les activités de Suez en Ouzbékistan, en Azerbaïdjan, au Turkménistan et au Kazakhstan. Le périmètre représenterait un chiffre d'affaires annuel consolidé d'environ 7,5 milliards d'euros et emploierait environ 37 000 salariés.

L'offre du Consortium valorise la Cession du Périmètre entre 9,5 milliards d'euros et 9,8 milliards d'euros en valeur d'entreprise, en fonction d'un complément de prix d'un montant maximum de 300 millions d'euros déterminé selon le niveau d'EBITDA qui sera atteint par le périmètre cédé à la clôture de l'exercice 2021. Le prix de cession pourra par ailleurs faire l'objet d'ajustements, à la hausse ou à la baisse, usuellement déterminés sur la base de comptes établis à la date de réalisation ou liés à des variations possibles du périmètre cédé d'ici à la date de réalisation.

La réalisation de la Cession du périmètre demeurerait néanmoins conditionnée (i) à certaines réorganisations portant sur le périmètre cédé, (ii) au transfert au Consortium d'au moins 90 % des revenus du périmètre cédé, et (iii) au règlement-livraison de l'Offre.

L'offre du Consortium prévoit également que l'actionnariat salarié atteigne 3% à la suite du closing et soit porté à 10 % du capital dans un délai de sept ans à compter de la réalisation de la Cession du Périmètre.

A la suite de la remise de l'offre ferme et définitive du Consortium, le 29 juin 2021, le Véhicule d'Acquisition du Consortium, Suez et Veolia ont signé un *Put Option Agreement* (le « **Put Option Agreement** »), auquel est annexé un projet de contrat de cession d'actions et d'actifs, aux termes duquel le Véhicule d'Acquisition du Consortium a consenti une promesse d'achat portant sur la Cession du Périmètre, qui pourrait être exercée par Suez dès la finalisation des procédures d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel compétentes du groupe Suez.

Connaissance prise de l'avis du Comité de Groupe de Suez sur l'Offre en date du 21 juin 2021, qui figure à la section 8 du présent Projet de Note en Réponse, et du rapport de l'expert indépendant, le cabinet Finexsi, sur les conditions financières de l'Offre en date du 29 juin 2021, qui figure en annexe du présent Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de Suez, réuni le 29 juin 2021, a considéré que l'Offre est conforme à l'intérêt de Suez, de ses actionnaires et de ses salariés et a recommandé aux actionnaires d'apporter leurs actions Suez à l'Offre dans le cadre de son avis motivé établi en application de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF. Cet avis est reproduit à la section 2 du présent Projet de Note en Réponse.

Conformément aux termes de l'Accord de Rapprochement, Veolia a alors décidé de rehausser le prix de l'Offre de 18 euros par action (dividende attaché) à 20,50 euros par action (dividende attaché) et instruit les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur,

d'informer l'AMF dudit rehaussement du prix et de déposer le Projet de Note d'Information.

1.3.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre du projet de rapprochement de Veolia, lequel est détaillé, ainsi que ses motifs, dans le Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1. Composition du conseil d'administration

À la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Philippe Varin, président ;
- Monsieur Bertrand Camus, directeur général ;
- Madame Miriem Bensalah Chaqroun, administrateur indépendant;
- Monsieur Anthony R. Coscia, administrateur ;
- Madame Martha Crawford, administrateur indépendant ;
- Madame Delphine Ernotte Cunci, administrateur indépendant ;
- Madame Anne Lauvergeon, administrateur indépendant ;
- Monsieur Bertrand Meunier, administrateur indépendant ;
- Monsieur Philippe Petitcolin, administrateur indépendant ;
- Monsieur Jacques Richier, administrateur indépendant ;
- Madame Brigitte Taittinger-Jouyet, administrateur indépendant ;
- Monsieur Guillaume Thivolle, administrateur représentant les salariés actionnaires ;
- Monsieur Enric Xavier Amiguet I Rovira, administrateur élu par les salariés ; et
- Madame Agatta Constantini, administrateur élu par les salariés.

La ratification de la cooptation des administrateurs suivants sera soumise à l'approbation de l'assemblée générale de Suez :

- M. Bertrand Meunier ;
- M. Jacques Richier ;
- M. Anthony R. Coscia ; et
- M. Philippe Petitcolin.

2.2. Avis motivé du conseil d'administration

Le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 29 juin 2021, a rendu l'avis motivé suivant :

« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt

*que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 20,50 euros par action (dividende attaché), initié par Veolia Environnement SA (« **Veolia** » ou l'« **Initiateur** »).*

Le Président rappelle que le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 8 février 2021 au prix de 18 euros par action (dividende attaché) et que, depuis lors, l'Initiateur s'est engagé, sous certaines conditions prévues dans l'accord de rapprochement conclu entre Suez et Veolia le 14 mai 2021, à rehausser le prix de l'Offre à un prix de 20,50 euros par action (dividende attaché).

*Le Président rappelle alors que le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre du projet plus global du rapprochement entre Veolia et Suez, avec la création d'un « nouveau Suez » via le transfert des activités Eau et Déchets France de Suez et d'autres actifs internationaux à un consortium d'investisseurs (i.e. GIP, la CDC, la CNP et Meridiam, ensemble le « **Consortium** »). Le 14 mai 2021, le Conseil d'administration avait accueilli favorablement ledit projet de rapprochement et avait fait part de son intention, sous réserve de ses devoirs fiduciaires, de l'avis du Comité de Groupe de la Société, et de la conclusion positive de l'expert indépendant sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, d'émettre un avis motivé favorable sur l'Offre.*

Le Président rappelle que, préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur, destiné à être déposé auprès de l'AMF concomitamment à la notification à Veolia de la remise par le Conseil d'administration d'un avis motivé favorable sur l'Offre, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre ;*
- *le projet de note d'information en réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF concomitamment au projet de note d'information de l'Initiateur, complété du rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, et de l'avis motivé du Conseil d'administration ;*
- *le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre ; et*
- *l'avis défavorable du Comité de Groupe de Suez sur l'Offre.*

Le Président rappelle enfin le Consortium devrait signer ce jour une Promesse d'Achat portant sur l'acquisition par le véhicule d'acquisition du Consortium du périmètre constituant le « nouveau Suez », laquelle pourra être exercée par Suez dès la finalisation du processus d'information consultation des instances représentatives du personnel concernées.

1. Rappels sur la constitution du Comité ad hoc

Le Président indique que les principaux termes et conditions du projet d'Offre sont exposés dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Président rappelle ensuite que, lors de sa réunion du 31 août 2020, le Conseil d'administration a mis en place un comité ad hoc (le « **Comité** »), chargé de préparer les travaux du Conseil d'administration relatif au projet annoncé par Veolia le 30 août 2020. Il a été décidé dans ce cadre que, en cas de dépôt formel d'une offre visant les actions de la Société, le Comité aurait pour mission de participer à la sélection de tout expert indépendant ainsi qu'à la définition de sa mission et de superviser ses travaux, en vue d'émettre une attestation d'équité au sens du règlement général de l'AMF.

Lors de sa création le 31 août 2020, le Comité était composé de quatre membres : le Président du Conseil d'administration, lequel a été désigné président du Comité, une administratrice représentant les salariés, à savoir Madame Agatta Constantini, et deux administratrices indépendantes, à savoir Mesdames Miriem Bensalah Chaqroun et Delphine Ernotte Cunci. Deux membres additionnels du Comité ont été désignés par décision du Conseil d'administration du 23 septembre 2020, à savoir Mesdames Brigitte Taittinger-Jouyet et Anne Lauvergeon, portant à six le nombre de membres du Comité.

2. Travaux de l'expert indépendant

i. Désignation de l'expert indépendant

Lors de sa réunion du 21 septembre 2020, le Comité a examiné les profils et l'expérience de deux cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. À l'issue de cette revue, le Comité a sélectionné le cabinet Finexsi au regard principalement de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société, de son expérience récente sur des opérations de marché de taille significative, et plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.

Lors de sa réunion du 24 février 2021, le Conseil d'administration a ainsi, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Perronet, en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I, 4° afin qu'il émette un rapport sur les conditions financières de l'Offre et / ou toute autre opération ou accord connexe susceptible d'intervenir en cas de solution négociée dans le cadre du projet de Veolia.

Le cabinet Finexsi a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission.

ii. Suivi des travaux de l'expert indépendant par le Comité

Depuis la désignation formelle de l'expert indépendant le 24 février 2021, le Comité s'est réuni à quatorze reprises, dont à cinq reprises en présence de l'expert indépendant. A chaque fois, le Comité s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission.

Les membres du Comité se sont réunis en présence de l'expert indépendant :

- *le 26 mars 2021, afin de présenter la mission de l'expert indépendant, faire un point sur ses travaux et notamment sur les méthodes d'évaluation retenues et exclues et sur les travaux à poursuivre ou à approfondir. Le Comité a également fait un point sur divers sujets liés au projet d'offre de Veolia ;*
- *le 9 avril 2021, afin de faire un point sur l'avancement des travaux de l'expert indépendant. L'expert indépendant a notamment procédé à une présentation de la synthèse préliminaire du résultat des évaluations de Suez ;*
- *le 11 mai 2021, afin, dans un premier temps, de discuter du périmètre du nouveau Suez en précisant les points de négociation en cours, dans un second temps, faire un point d'actualité sur les repreneurs du futur Suez en précisant notamment la répartition de l'actionariat prévue, les éléments de valorisation de l'offre du consortium ainsi que les points d'attention importants de l'offre, et dans un troisième temps, commenter l'avancée des discussions sur l'accord de rapprochement avec Veolia et le calendrier de l'offre publique ;*
- *le 14 juin 2021, afin de discuter des caractéristiques (en ce compris les éléments de valorisation) de l'offre « pré-finale » déposée le 11 juin 2021 par le Consortium, faire un point sur les travaux de l'expert indépendant, et faire un point sur les principales étapes du calendrier pour la remise d'une offre engageante par le Consortium et de l'avis motivé du Conseil d'administration, et sur l'avancement des discussions avec Veolia ;*
- *le 28 juin 2021, afin de discuter des caractéristiques de l'offre ferme et définitive du Consortium déposée le 27 juin 2021, de présenter le projet de rapport de l'expert indépendant, de donner une recommandation sur le projet d'Offre de Veolia et de faire un point général sur les étapes prévues le 29 juin 2021.*

Un plan d'affaires à moyen terme 2020-2023, ainsi que l'extrapolation par le management de ce plan d'affaires par business unit jusqu'en 2030 afin de tenir compte des pleins effets du plan Shaping Suez 2030, ont été communiqués à l'expert indépendant. Le Comité s'est assuré (i) que le plan d'affaires présenté à l'expert indépendant a été revu par le Conseil d'administration et qu'il traduit, au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et (ii) qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes. Par ailleurs, il est apparu que la communication financière antérieure de la Société est cohérente avec les perspectives figurant dans ce plan d'affaires.

De manière générale, le détail des interactions entre les membres du Comité et l'expert indépendant figure dans le rapport d'expertise du cabinet Finexsi.

iii. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet, résume les conclusions de ses travaux au Conseil d'administration :

« En ce qui concerne l'actionnaire de SUEZ

La présente Offre Publique d'Achat est consécutive à l'acquisition, le 6 octobre 2020, d'un bloc d'actions SUEZ représentatif de 29,9% du capital de la Société par VEOLIA auprès d'ENGIE à un prix de 18,0 € par action SUEZ. Ce prix a par la suite été réhaussé à hauteur de 20,50 € par

action (coupon attaché) dans le cadre de l'Accord de Principe conclu entre SUEZ et VEOLIA le 11 avril 2021, rehaussement dont bénéficiera également ENGIE en application d'une clause de complément de prix prévue dans le Contrat d'Achat d'Actions signé entre cette dernière et VEOLIA, comme nous y reviendrons ci-après.

Cette Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de SUEZ qui le souhaitent avec une prime de 29% sur le dernier cours de bourse non affecté par la crise sanitaire au 21 février 2020, et une prime de 44% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant cette date. Cette prime de contrôle intègre une part significative des synergies attendues du rapprochement.

Le prix d'Offre est proche de la valeur centrale de 20,4 € extériorisée par la somme des parties fondée sur les flux futurs de trésorerie à horizon 2030e, qui permet d'appréhender le potentiel de chaque activité selon ses caractéristiques propres, en standalone. Sur ces bases, le prix d'Offre immunise l'actionnaire du risque de réalisation de chacun des plans d'affaires 2030e dont nous rappelons qu'ils factorisent les orientations stratégiques et les ambitions du Management en termes de croissance des revenus et d'amélioration des marges, et permettent dès lors d'appréhender la pleine valeur du Groupe. Il convient également de rappeler que les résultats des approches par les flux futurs de trésorerie sont représentatifs d'une valeur de contrôle dans la mesure où ils reposent sur une hypothèse de captation de l'intégralité des flux de trésorerie issus de l'activité.

Ce résultat est corroboré par l'approche par la somme des parties basée sur des multiples de sociétés comparables appliqués aux agrégats prévisionnels des différentes activités du Groupe tenant compte de la reprise de l'activité à l'issue de la crise sanitaire, du développement des activités à l'international et du bénéfice des programmes d'optimisation des coûts, en particulier pour ce qui concerne les frais de siège du Groupe.

Sur les approches de valorisation globales de SUEZ retenues à titre secondaire, le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 6% sur la valeur centrale issue de l'approche DCF globale, des primes de respectivement 50% et 30% sur les bornes basses et hautes de l'approche globale par les multiples boursiers, ainsi que des primes de 130% et 53% sur la fourchette des objectifs de cours des analystes financiers publiés entre le 29 juillet et le 31 juillet 2020.

En ce qui concerne les accords connexes

S'agissant du Contrat d'Achat d'Actions conclu entre VEOLIA et ENGIE, le prix payé dans le cadre de l'acquisition du bloc après application de la clause de complément de prix s'élèvera à 19,85 € par action SUEZ, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale du dividende 2020 de 0,65 € par action.

Ce prix est strictement égal à celui qui sera perçu par les actionnaires de SUEZ après détachement du coupon de 0,65 € par action, étant observé qu'ENGIE ne bénéficie pas des dividendes ordinaires pouvant être versés aux actionnaires de SUEZ sur les actions cédées à VEOLIA. Ces dividendes ordinaires correspondent au rendement attaché à la détention des titres SUEZ jusqu'au règlement-livraison de l'Offre, prévu sur l'exercice 2021.

Sur ces bases, nous considérons que le Contrat d'Achat d'Actions n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du Prix d'Offre.

S'agissant de l'opération de cession du périmètre Nouveau SUEZ à un Consortium d'investisseurs par VEOLIA concomitamment à la présente Offre, il nous apparaît, sur la base de l'examen de la documentation juridique et financière relative à ladite cession⁵ et d'un échange avec les membres et conseils du Consortium, que la valeur d'entreprise de 9,5 Mds€ (9,8 Mds€ en incluant le complément de prix) proposée par le Consortium est inférieure à nos propres estimations de la valeur desdits actifs dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, notamment dans le cadre de l'approche centrale par la somme des parties basée sur les DCF. Dès lors, le prix de cession au Consortium ne recèle pas de plus-value pour l'Initiateur dont l'actionnaire de SUEZ ne bénéficierait pas. En conséquence, cette cession n'apparaît pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre pour l'actionnaire de SUEZ.

Il en est de même pour l'Accord de Principe et l'Accord de Rapprochement, dont les dispositions ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre d'un point de vue financier.

Les remarques et appréciations figurant dans ce rapport supposent que les accords avec le Consortium ne soient pas substantiellement modifiés et s'exécutent conformément à leurs dispositions d'une part, et que le périmètre ne soit pas affecté par les décisions à venir des Autorités de Concurrence, d'autre part.

A la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 20,50 € par action est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de SUEZ. »

3. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par Suez

La Société n'a pas pris de décisions qu'elle a qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

A toutes fins utiles, il est indiqué que la fondation néerlandaise mise en place le 23 septembre 2020, fait l'objet de stipulations spécifiques dans l'accord de rapprochement conclu le 14 mai 2021 entre Veolia et Suez, aux termes desquelles, il est prévu que :

- concomitamment à la signature de la promesse d'achat portant sur l'acquisition par le Consortium du périmètre constituant le « nouveau Suez » et en tout état de cause au plus tard le 30 septembre 2021, Suez adresse à la fondation le certificat E ;*
- sous réserve du règlement livraison de l'offre publique de Veolia sur Suez conformément aux termes de l'accord de rapprochement, Suez adresse à la fondation le Certificat F (ou le cas échéant le Certificat G) à la date de règlement livraison de l'offre publique de Veolia sur Suez et au plus tard le 30 septembre 2022 ;*
- sous réserve de l'envoi dudit Certificat F ou G, Suez prenne toutes les décisions et mesures nécessaires pour la dissolution de la fondation.*

⁵ Memorandum of Understanding du 14 mai 2021, Offre finale du 27 juin 2021, et Put Option Agreement du 29 juin 2021.

4. Réunions du Conseil d'administration concernant l'Offre

Depuis le dépôt de l'Offre le 8 février 2021, le Conseil d'administration s'est réuni douze fois :

- le 8 février 2021, notamment pour discuter de l'offre publique de Veolia déposée le même jour, du contexte de son dépôt et des enjeux attachés à son calendrier ;
- le 15 février 2021, notamment pour discuter des différentes options ouvertes, faire un état du suivi de l'offre de Veolia et des discussions avec les parties intéressées, préparer la tenue de l'assemblée générale de la société et discuter du plan de communication de la société ;
- le 24 février 2021, notamment pour nommer le cabinet Finexsi en tant qu'expert indépendant, discuter des options ouvertes et notamment des démarches de négociations avec les parties intéressées ;
- le 4 mars 2021, notamment pour discuter des modalités et orientations de discussions avec les parties intéressées, notamment en termes de périmètre, de valeur et d'engagements sociaux ;
- le 20 mars 2021, notamment pour émettre des recommandations sur la nouvelle proposition de Veolia en analysant le prix proposé, le périmètre et le risque d'exécution global de celle-ci au vu de l'intérêt social de Suez, pour accepter l'offre faite par un consortium d'investisseurs et, globalement, autoriser à faire une proposition en vue de trouver une solution négociée avec Veolia, conforme à l'intérêt social ;
- le 24 mars 2021, notamment pour faire un point sur (i) les réactions internes et externes à l'annonce faite par Suez le 21 mars 2021 de la proposition d'une solution négociée avec Veolia soutenue par une offre ferme de Ardian - GIP, et (ii) sur la communication externe de la société. Il a également abordé les conditions et les enjeux de projets de cessions ainsi que les prochaines démarches à adopter pour une solution négociée avec Veolia ;
- le 26 mars 2021, pour rendre compte de la réunion du Comité au cours de laquelle Finexsi a fait une présentation de ses travaux de valorisation, et discuter des modalités, de la communication et de l'état d'avancement de projets de cessions ;
- le 11 avril 2021, notamment pour approuver et commenter les termes de l'accord de principe entre Suez et Veolia, rendre compte du point d'étape fait par Finexsi avec le Comité et le Comité d'Audit le 9 avril dernier, et discuter de scénarios standalone ;
- le 22 avril 2021, notamment pour discuter du projet d'accord avec Veolia, de l'identité des investisseurs du nouveau Suez ainsi que de son périmètre, et suivre l'état d'avancement de la proposition de Veolia s'agissant des engagements sociaux ;
- le 28 avril 2021, notamment pour commenter l'état des discussions avec le consortium et Veolia en vue d'un accord de rapprochement et discuter de l'état des travaux du Comité ;
- le 14 mai 2021, notamment pour approuver l'accord de rapprochement avec Veolia et le Memorandum of Understanding en vue de la cession du périmètre du « nouveau Suez » au consortium d'investisseurs, et discuter du calendrier des prochaines étapes et de la communication de la Société s'agissant de l'accord de rapprochement ;

- *le 15 juin 2021, notamment pour échanger avec les membres du Consortium sur leur vision stratégique du « nouveau Suez », faire un point sur l'avancement des discussions concernant l'accord de cession du « nouveau Suez » et sur les travaux de l'expert indépendant, du Comité, et du Comité stratégique.*

5. Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

Depuis l'annonce du projet d'Offre de Veolia le 5 octobre 2020, deux actionnaires minoritaires ont fait connaître à l'AMF leurs observations, comme cela est permis par la réglementation boursière. Ainsi :

- *le 19 octobre 2020, l'Association pour la défense des actionnaires minoritaires (l'« ADAM ») a adressé un courrier au Président du Conseil d'administration, en copiant les services de l'AMF, arguant que la fondation de droit néerlandais mise en place par le Conseil d'administration le 23 septembre 2020 est un dispositif imprécis et opaque qui porte atteintes aux intérêts des actionnaires ainsi qu'à celui de Suez. Le Président du Conseil d'administration a répondu à ce courrier le 30 octobre 2020 pour tout d'abord rappeler l'importance que le Conseil d'administration attache à protéger aux mieux les intérêts des actionnaires de Suez et pour ensuite soutenir que la mesure de la fondation est conforme à l'intérêt de toutes les parties prenantes, régulière, et a fait l'objet d'une information au marché complète ; et*
- *le 16 février 2021, Farallon Capital Europe LLP, par l'intermédiaire de ses conseils, a adressé un courrier à l'AMF aux termes duquel il soutient le dépôt par Veolia de son offre publique et la publication par l'AMF de l'avis de dépôt. Suez.*

6. Recommandation du Comité ad hoc

Le 28 juin 2021, le Comité a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard notamment du projet de rapport de l'expert indépendant.

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société,*

Le Comité:

- *constate que la Cession du Périmètre permettra la constitution du « nouveau Suez » formant un ensemble cohérent et pérenne sur le plan industriel et social, avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 6,9 milliards d'euros (base 2019), notamment le « nouveau Suez » conserverait des perspectives de croissance et des capacités d'innovation en France et à l'international ;*
- *relève que les « Motifs de l'Offre » présentés dans le projet de note d'information de l'Initiateur indiquent que l'Offre permettra de constituer un groupe moteur de la transformation écologique au niveau mondial qui conserverait ses racines françaises et européennes et que le nouveau groupe pourrait bénéficier des complémentarités importantes de Suez et de Veolia en termes de géographie, de portefeuille de clients, d'offres commerciales, de savoir-faire et de technologie et aurait une plus grande capacité d'investissement et d'innovation ;*
- *constate que l'Offre et la Cession du Périmètre contribueraient ainsi à préserver la concurrence en France en permettant le maintien de deux acteurs importants*

dans les activités Eau et Propreté, au bénéfice des clients français et internationaux ;

- *constate que le groupe constitué du rapprochement de Suez et de Veolia à l'issue de l'Offre, d'une part, et le nouveau Suez constitué à l'issue de la Cession du Périmètre, d'autre part, pourront, grâce notamment à leur expertise et à leur empreinte géographique, proposer à leurs clients, qu'ils soient publics ou privés, des solutions complètes et efficaces.*

Le Comité note en outre que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information de l'Initiateur, sont les suivantes :

- *s'agissant de la composition des organes sociaux, sous réserve du succès de l'Offre, l'Initiateur entend demander à l'assemblée générale des actionnaires de la Société la nomination de ses représentants au conseil d'administration de la Société, afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat, ainsi que le renouvellement ou la nomination d'administrateurs non liés au groupe Veolia et ce pour une période couvrant au moins la période pendant laquelle les actions de la Société demeureront admises aux négociations sur Euronext Paris ; étant précisé que dans l'hypothèse où le règlement-livraison de l'Offre interviendrait avant la réalisation de la Cession du Périmètre, l'Initiateur s'est engagé à conserver certains administrateurs indépendants au conseil d'administration de la Société jusqu'à la date de réalisation complète de la Cession du Périmètre ;*
- *l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la Cession du Périmètre, par Suez au bénéfice du Consortium, en vue de la création du « nouveau Suez », il se réserve en outre la possibilité d'étudier une éventuelle fusion ou un transfert d'actifs ou d'activités entre la Société (ou d'autres entités du groupe Suez) et lui-même ou d'autres entités du groupe Veolia, ou de procéder à toute autre réorganisation de la Société (ou d'autres entités du groupe Suez) ;*
- *l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre (ou de l'Offre réouverte) plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société ; dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, seul ou de concert, au moins 90 % du capital et des droits de Suez et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre, l'Initiateur se réserve la faculté de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de Suez qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date, dans les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;*

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

- S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires :

Le Comité constate que :

- *l'Initiateur indique que le prix offert de 20,50 euros par action (dividende attaché) extériorise : (i) une prime de 98,7% par rapport au cours de clôture de l'action Suez immédiatement avant l'annonce par Engie de sa revue stratégique incluant sa participation dans Suez le 30 juillet 2020, (ii) une prime, respectivement, de 95,5% et de 97,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur le mois et les trois mois précédant cette date et (iii) une prime de 79,7% sur le prix cible moyen du consensus des analystes au 28 août 2020 ;*
- *l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 20,50 euros par action (dividende attaché) faisait ressortir une prime par rapport au cours de bourse, s'inscrivait dans la fourchette des valeurs extériorisées par les critères fondés sur la somme des parties mis en œuvre à titre principal et permettant de factoriser les ambitions du plan Shaping Suez 2030 et faisait ressortir des primes sur l'ensemble des autres critères retenus à titre secondaire, et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *l'Offre permet ainsi aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;*
- *s'agissant des actions gratuites, dans l'hypothèse où l'expiration de la période d'acquisition serait postérieure à la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte), l'Initiateur a indiqué qu'il proposera aux bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites qui ne pourront pas les apporter à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre réouverte, de les leur acheter pendant une période de 60 jours calendaires suivant l'expiration de la période d'acquisition via la mise en place d'un mécanisme de liquidité conforme aux pratiques de marché applicables aux opérations similaires et qui devra être proposé ou mis en place au plus tard à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte. Le prix d'achat desdites actions gratuites sera égal au prix par action payé dans le cadre de l'Offre, ajusté, du montant de toute distribution qui serait intervenue entre la clôture de l'Offre réouverte et la demande de rachat des actions gratuites ;*

Le Comité considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, significativement plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre, dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le Comité constate que l'Initiateur a pris un certain nombre d'engagements sociaux portant sur Suez.

- *Pour ce qui concerne les effectifs de terrain dans l'Union européenne (hors France), Veolia s'engage d'ores et déjà à ce que le rapprochement n'ait aucun*

impact négatif sur ces emplois de terrain, pendant un an à compter de la première date de règlement-livraison de l'Offre, sous réserve naturellement des départs volontaires et des décisions individuelles dans le cours normal des affaires. Le statut des opérateurs des activités opérationnelles sera par ailleurs maintenu.

- Pour ce qui concerne les personnels des fonctions centrales ou de support, dans les pays dans lesquels des doublons pourraient être identifiés, Veolia fera ses meilleurs efforts pour accompagner les personnels concernés et proposer un parcours professionnel adapté à chaque fois que ce sera possible.*
- Sur le rapprochement des équipes dirigeantes, Veolia s'engage à intégrer des cadres exécutifs de Suez dans ses instances dirigeantes dans un esprit d'équilibre et sur des critères de compétences (avec mise en place d'une évaluation indépendante des candidats). Suite à cette démarche d'évaluation objective, Veolia pourrait intégrer à son comité exécutif de l'ordre de quatre ou cinq dirigeants venant de Suez sur la douzaine de membres qui constituent l'instance.*
- Veolia s'engage à favoriser le dialogue avec les représentants du personnel, indispensable à la réussite de la construction du nouvel ensemble, conformément à sa culture sociale et prenant en considération celle de Suez.*
- En ce qui concerne l'emploi en France, l'intention de Veolia est que le rapprochement n'ait pas d'impact négatif mais, au contraire, un impact net durablement positif. A ce titre, Veolia prend l'engagement, pendant une durée de quatre ans à compter de la première date de règlement-livraison de l'Offre, de maintenir l'emploi et les avantages sociaux existants en France des salariés de Suez qui rejoindront Veolia, sous réserve naturellement des départs volontaires et des décisions individuelles dans le cours normal des affaires. En ce qui concerne les effectifs actuels du siège de Suez, ceux dont l'activité concerne principalement les activités « Eau » ou « Déchet solide » en France, ou bien les autres activités qui seront cédées dans le cadre de la constitution du « nouveau Suez », ont vocation à rejoindre ce dernier. Les salariés du siège de Suez restant correspondent, pour une part, à des postes dont Veolia a absolument besoin ; pour l'autre part, à défaut de postes strictement identiques, Veolia s'engage à construire un parcours professionnel adéquat et motivant au sein d'un groupe qui présentera des opportunités sans précédent grâce à sa taille nouvelle.*

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre telle que décrite dans le projet de note d'information de l'Initiateur est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

*Au terme de sa mission, et connaissance prise des travaux de l'expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité **recommande**, à la majorité de ses membres, au Conseil d'administration, de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

7. Conclusion et avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment : les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, les éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs de l'Offre, l'avis du Comité de Groupe, les conclusions du rapport de l'expert indépendant, et les conclusions des travaux de revue du Comité, à la majorité de ses membres étant précisé que (i) tous les administrateurs étaient présents, (ii) deux administrateurs ont voté contre, (iii) un administrateur s'est abstenu et (iv) l'intégralité des autres administrateurs ont voté en faveur des décisions suivantes :

- **prend acte** que le Consortium doit signer le 29 juin 2021 une promesse d'achat portant sur l'acquisition par le Consortium du périmètre constituant le « nouveau Suez », laquelle pourra être exercée par Suez, dès finalisation du processus d'information consultation des instances représentatives du personnel concernées ;
- **prend acte** :
 - des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
 - des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
 - de l'avis défavorable motivé du Comité de Groupe sur l'Offre ;
 - des conclusions favorables de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre ;
 - des travaux et recommandations du Comité et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ;
- **décide** de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité, **considère** à ce titre que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **émet** un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- **recommande** en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **prend acte** que les actions auto détenues par la Société (qui ont notamment vocation à être remises dans le cadre des attributions gratuites au bénéfice des salariés et mandataires sociaux) ne seront pas apportées dans le cadre de l'Offre ;
- **approuve** le projet de note en réponse de la Société ;
- **autorise**, en tant que de besoin, le Directeur Général, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;

- *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
- *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.*

En conséquence de ce qui précède, les membres du Conseil d'administration précisent qu'ils apporteront à l'Offre l'ensemble des actions de la Société qu'ils détiennent, sous réserve de l'obligation de détention d'actions prévue par les statuts de la Société s'agissant des administrateurs qui resteraient en fonction postérieurement à la date de règlement-livraison de l'Offre et de l'obligation de conservation d'actions jusqu'au terme de son mandat, s'agissant du Directeur Général ».

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SUEZ

Conformément à l'avis motivé exprimé par son conseil d'administration, le conseil d'administration recommande l'Offre et par conséquent les administrateurs ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité de leurs actions, sous réserve de l'obligation de détention d'actions prévue par les statuts de la Société s'agissant des administrateurs qui resteraient en fonction postérieurement à la date de règlement-livraison de l'Offre et de l'obligation de conservation d'actions jusqu'au terme de son mandat, s'agissant du Directeur Général.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTODETENUES

À la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 187 161 de ses propres actions.

Afin notamment d'être en mesure de remettre à ses salariés et mandataires sociaux des Actions Gratuites, la Société a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre l'intégralité de ses actions auto-détenues.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

À l'exception du contrat d'achat d'actions conclu entre Veolia et Engie le 5 octobre 2021 tel que décrit le Projet de Note d'Information, de l'Accord de Principe, de l'Accord de Rapprochement, du *Memorandum of Understanding* et du *Put Option Agreement*, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date du présent Projet de Note en Réponse, à 2 557 356 896 euros divisés en 639 339 224 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société et sur la base des dernières informations disponibles, la répartition du capital et des droits de vote de la Société⁶ :

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	% d'actions détenues	% des droits de vote exerçables
Veolia ⁷	187 810 000	29,38%	29,38%
BlackRock ⁸	45 693 581	7,15%	7,15%
Criteria Caixa	37 110 685	5,80%	5,81%
Actionnariat salarié ⁹	35 298 621	5,52%	5,52%
Société Générale	34 482 809	5,39%	5,39%
UBS Group AG	33 555 025	5,25%	5,25%
ENGIE ¹⁰	11 434 720	1,79%	1,79%
Auto-détention	187 161	0,03%	-
Public	253 766 622	39,69%	39,71%
Total	639 339 224	100%	100%

**Conformément à l'article 231-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.*

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, 187 810 000 actions de la Société, soit 29,38% du capital de la Société.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à l'exception des Actions Gratuites, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

6.2. Situation des bénéficiaires de droits à recevoir des Actions Gratuites

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions Gratuites dont les périodes d'acquisition respectives sont encore en cours à la date du Projet de Note en Réponse.

⁶ Chiffres au 23 juin 2021.

⁷ Selon la déclaration de franchissement de seuils légaux de Veolia en date du 7 octobre 2020. L'exercice par Veolia des droits de vote attachés à sa participation est suspendu dans l'attente de l'autorisation de l'opération de concentration par la Commission européenne et par l'autorité de concurrence britannique (Competition and Markets Authority – CMA), sauf sur dérogation expresse de la Commission européenne et de la CMA pour les décisions destinées à sauvegarder la pleine valeur de l'investissement afférent à la participation. Toutefois, l'autorité de concurrence indienne (Competition Commission of India – CCI) a également suspendu l'exercice de ses droits de vote par Veolia au titre de son examen de l'opération dans le cadre du contrôle indien des concentrations, sans possibilité de dérogation.

⁸ D'après la déclaration de franchissement de seuil statutaire adressée par BlackRock à la Société.

⁹ Incluant les actions issues de plans d'attribution gratuite d'actions ou d'actions de performance détenues au nominatif par les salariés de la Société ou de ses filiales.

¹⁰ Selon la déclaration de franchissement de seuils légaux d'ENGIE en date du 8 octobre 2020.

Les bénéficiaires de droits à recevoir des Actions Gratuites pourront apporter lesdites Actions Gratuites à l'Offre ou à l'Offre Réouverte pour autant qu'elles soient définitivement acquises et cessibles¹¹.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites de la Société en cours à la date du Projet de Note en Réponse.

	Plan d'attribution gratuite d'actions Sharing 2017 (le « Plan Sharing 2017 »)	Plan d'attribution gratuite d'actions de performance 2018 (le « Plan 2018 »)	Plan d'attribution gratuite d'actions Sharing 2019 (le « Plan Sharing 2019 »)
Date de l'assemblée générale	10 mai 2017	17 mai 2018	14 mai 2019
Période d'acquisition	Du 28 février 2018 au 19 décembre 2022	Du 25 juillet 2018 au 30 septembre 2021	Du 28 janvier 2020 au 17 janvier 2025
Nombre d'actions susceptibles d'être acquises	138 172	295 129	117 618

Le conseil d'administration de la Société du 29 juin 2021 a modifié les termes et conditions du Plan Sharing 2017 et du Plan Sharing 2019 afin de raccourcir leurs périodes d'acquisition respectives.

Il a ainsi été décidé que la période d'acquisition du Plan Sharing 2017 prendra fin le 16 novembre 2021. En conséquence, la période d'acquisition du Plan Sharing 2017 arrivera à échéance avant la clôture de l'Offre et les Actions Gratuites remises aux bénéficiaires dans le cadre dudit plan pourront être apportées à l'Offre.

Il a également été décidé que la période d'acquisition du Plan Sharing 2019 prendra fin au terme de la période d'acquisition minimale de deux ans fixée par l'assemblée générale des actionnaires de Suez, soit le 28 janvier 2022.

En ce qui concerne le Plan 2018, à la connaissance de l'Initiateur, la période d'acquisition expirera le 30 septembre 2021, soit avant la clôture de l'Offre, et les Actions Gratuites remises aux bénéficiaires dans le cadre dudit plan pourront donc être apportées à l'Offre.

Dans l'hypothèse où l'expiration de la période d'acquisition des Actions Gratuites serait postérieure à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, notamment dans le cadre du Plan Sharing 2019, l'Initiateur proposera aux bénéficiaires de droits à recevoir des Actions Gratuites, qui ne pourront pas apporter lesdites Actions Gratuites à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, de les leur acheter pendant une période de 60 jours calendaires

¹¹ Notamment en cas de levée des indisponibilités en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

suivant l'expiration de la période d'acquisition, via la mise en place d'un mécanisme de liquidité conforme aux pratiques de marché applicables aux opérations similaires et qui sera proposé au plus tard à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte. Le prix d'achat desdites Actions Gratuites sera égal au prix par action payé dans le cadre de l'Offre, ajusté, le cas échéant, conformément au paragraphe **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**, du montant de toute Distribution qui serait intervenue entre la clôture de l'Offre Réouverte et la demande de rachat des Actions Gratuites¹². Il est précisé que, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, le mécanisme de liquidité ne s'appliquera pas aux actions définitivement acquises préalablement à sa mise en œuvre.

6.2.1. Restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions de Suez

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions de Suez.

6.2.2. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce.

6.3. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 6.1 du Projet de Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant le dépôt du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- Par courrier reçu le 7 octobre 2020, l'Initiateur a déclaré, auprès de l'AMF, avoir franchi en hausse, le 5 octobre 2020, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20% et 25% du capital de la Société et détenir 187 810 000 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 29,89% du capital et des droits de vote de cette société ; ce franchissement de seuils résultant de l'acquisition hors marché d'un bloc de 187 800 000 actions de la Société auprès de la société Engie. À cette occasion, l'Initiateur a également déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L.233-7, VII du code de commerce.
- Par courrier reçu le 8 octobre 2020, la société anonyme Engie a déclaré avoir franchi en baisse, le 5 octobre 2020, les seuils de 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 11 434 720 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 1,82% du capital et des droits de vote de la Société ; ce franchissement de seuils résultant de l'acquisition hors marché d'un bloc de 187 800 000 actions de la Société par Veolia auprès de la société Engie.

¹² Dans l'hypothèse où le dividende de 0,65 euro par action, qui sera soumis au vote des actionnaires de Suez lors de l'assemblée générale devant se tenir le 30 juin 2021, serait approuvé, le prix de l'Offre sera réduit d'un montant de 0,65 euro par action à compter de la date de détachement du dividende (voir paragraphe **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**).

- Par courrier reçu 8 février 2021, l'Initiateur a modifié sa déclaration d'intention publié dans le D&I 220C4173 du 8 octobre 2020.
- Par courrier reçu le 28 avril 2021, la société BlackRock, Inc., agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 27 avril 2021, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 32 038 443 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 5,01% du capital et des droits de vote de la Société.
- Par courrier reçu le 29 avril 2021, la société BlackRock, Inc., agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 28 avril 2021, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 31 692 502 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 4,96% du capital et des droits de vote de la Société.
- Par courrier reçu le 4 mai 2021, la société BlackRock, Inc., agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 30 avril 2021, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 32 746 231 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 5,12% du capital et des droits de vote de la Société.
- Par courrier reçu le 22 juin 2021, la Société Générale a déclaré avoir franchi en hausse, le 18 juin 2021, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 34 482 809 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 5,39% du capital et des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions SUEZ hors marché.
- Par courrier reçu le 23 juin 2021, la société de droit suisse UBS Group AG a déclaré avoir franchi en hausse, le 17 juin 2021, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 33 555 025 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 5,25% du capital et des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions SUEZ hors marché et d'une augmentation du nombre d'actions SUEZ détenues par assimilation, au résultat de laquelle l'exemption de trading ne s'applique plus pour le déclarant.

Ces déclarations ont fait l'objet de huit avis publiés par l'AMF le 8 octobre 2020, 8 octobre 2020, 8 février 2021, 28 avril 2021, 30 avril 2021, 4 mai 2021 et 23 juin 2021 et sous les numéros 220C2501 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la hausse du capital et des droits de vote par l'Initiateur), 220C4183 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la baisse du capital et des droits de vote par Engie), 221C0311 (pour la déclaration d'intention modifiée), 221C0908 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la hausse du capital et des droits de vote par BlackRock du 28 avril 2021), 221C0927 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la hausse du capital et des droits de vote par BlackRock du 29 avril 2021), 221C0961 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la hausse du capital et des droits de vote par BlackRock du 4 mai 2021), 221C1504 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la hausse du capital et des droits de vote par Société Générale du 22 juin 2021) et 221C1507 (pour la déclaration des franchissements de seuils à la hausse du capital et des droits de vote par UBS Group AG du 23 juin 2021).

6.4. Liste des détenteurs de titres Suez comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 23 des statuts de la Société a expressément exclu l'existence d'un droit de vote double.

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Au 31 mars 2021, le nombre total d'actions détenues par les salariés du Groupe, en application de la définition introduite par la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, dite « loi Macron » du 6 août 2015, directement sur des comptes nominatifs individuels ou à travers des FCPE, représente 35 298 621 actions, représentant 5,52% du capital social et des droits de vote de la Société.

- Plan d'épargne groupe (PEG) :

Le Plan d'Épargne mis en place en mars 2011 et destiné à l'ensemble des salariés des sociétés du Groupe en France a été remplacé par le nouveau PEG dont l'accord a été signé entre les partenaires sociaux le 15 avril 2016.

L'application de l'accord du nouveau PEG est administrée par une commission paritaire de suivi constituée de quatre membres par organisation syndicale signataire et de quatre membres de la Direction. Cette commission se réunit une fois par an. La gestion financière, comptable et administrative des fonds est contrôlée par un conseil de surveillance qui se réunit au moins une fois par an. Les FCPE investis en actions SUEZ au sein du dispositif sont administrés par des conseils de surveillance spécifiques constitués pour moitié par des représentants des salariés porteurs de parts et, pour l'autre moitié, par des représentants de la Direction. Le conseil de surveillance exerce les droits de vote attachés aux actions détenues par le FCPE.

- Plan d'épargne retraite d'entreprise collectif (PERCO) :

Via un avenant signé le 23 juillet 2020 par les organisations syndicales représentatives et la Direction des Ressources Humaines Groupe, le plan d'épargne retraite collectif (PERCO), qui résulte d'un accord signé le 10 décembre 2013, a été transformé en plan d'épargne retraite d'entreprise collectif (PER COL). Cette évolution a permis de mettre ce dispositif en conformité avec la loi PACTE.

Le nouveau plan d'épargne retraite d'entreprise collectif SUEZ (PER COL) est en vigueur depuis le 1er octobre 2020. Il offre aux salariés du Groupe en France la possibilité de se constituer une épargne sur le long terme pour compléter leurs revenus à la retraite en bénéficiant d'un cadre fiscal avantageux. Parmi les nouveautés introduites par la transformation opérée en 2020 : la possibilité pour les salariés de déduire de leur assiette fiscale les versements volontaires réalisés sur le PER COL.

Le PER COL SUEZ propose une gamme de placements diversifiés ainsi qu'un choix de gestion adapté à l'horizon d'investissement et au projet de vie des salariés.

Au 31 décembre 2020, 21 525 salariés ou ex-salariés du Groupe disposent d'avoirs sur le PER COL, pour un montant total de 76 millions d'euros, soit une moyenne de 3 500 euros par épargnant.

L'application de l'accord PERCO (devenu PER COL) est administré par un Comité de suivi constitué de membres des organisations syndicales signataires de l'accord et des représentants de la Direction. Il se réunit au moins une fois par an.

Un Conseil de Surveillance des fonds dédiés du PER COL est organisé une fois par an. Il est composé à parts égales de membres représentant les salariés et de membres représentant la Direction.

- Plan d'épargne groupe international (PEGI) :

En 2011, SUEZ a mis en place un Plan d'épargne Groupe International « PEGI » destiné à l'ensemble des salariés des sociétés du Groupe à l'étranger. Le PEGI a été créé pour servir de cadre à l'acquisition d'actions du Groupe via des Fonds Commun de Placement d'Entreprise (FCPE) et à l'affectation des actions attribuées gratuitement.

6.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Suez

6.7.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration sont décrites à l'article 10 des statuts de la Société.

Aux termes des stipulations de l'article 10 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) à dix-huit (18) membres au plus.

Conformément à l'article 10 des statuts de la Société, les membres du conseil d'administration sont nommés pour une durée de quatre (4) ans.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions légales et réglementaires en vigueur

Chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins 2 000 actions.

Les fonctions d'un membre du conseil d'administration prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire lesdites fonctions.

Le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de 70 ans ne peut, à aucun moment, dépasser le tiers du nombre total des administrateurs en fonction. Si le nombre des administrateurs n'est pas exactement divisible par trois, le tiers est calculé par excès.

Aux termes des stipulations de l'article 11 des statuts de la Société, le conseil d'administration élit parmi ses membres un président. Sur proposition du président, le conseil d'administration peut accorder à un ou plusieurs de ses membres le titre de vice-président.

Quelle que soit la durée pour laquelle elles ont été conférées, les fonctions du président prennent fin au plus tard à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé tenue après la date à laquelle le président atteint

l'âge de 72 ans.

Conformément aux stipulations de l'article 10.2 des statuts de la Société, lorsque le nombre de membres du conseil d'administration, calculé conformément à l'article L. 225- 27-1-II du Code de commerce, est inférieur ou égal à huit, il est procédé à la désignation d'un administrateur représentant les salariés par le Comité de Groupe France. Lorsque le nombre de membres du conseil d'administration, calculé conformément à l'article L. 225- 27-1-II du Code de commerce, est supérieur à huit, et sous réserve que ce critère soit toujours rempli au jour de la désignation, un second administrateur représentant les salariés est désigné par le Comité d'Entreprise Européen. Lorsque le nombre de membres du conseil d'administration, calculé conformément à l'article L. 225- 27-1-II du Code de commerce, initialement supérieur à huit membres, devient inférieur ou égal à huit membres, le mandat de l'administrateur nommé par le Comité d'Entreprise Européen est maintenu jusqu'à son échéance.

Par ailleurs, conformément aux stipulations de l'article 10.3 des statuts de la Société, lorsque les conditions légales sont réunies, un administrateur représentant les salariés actionnaires est nommé par l'Assemblée Générale Ordinaire selon les modalités fixées par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, ainsi que par les statuts de la Société.

6.7.2. Modification des statuts de Suez

Conformément à l'article 20 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts.

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Conformément aux stipulations de l'article 14 des statuts de la Société, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Conformément aux stipulations de l'article 11 des statuts de la Société, le président du conseil d'administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Autorisation conférée à la Société d'opérer sur ses propres actions	12/05/2020 (20 ^{ème} résolution)	Dans la limite d'une détention maximum de 10 % du capital	18 mois	0,03% au 31/12/2020
Annulation d'actions autodétenues	12/05/2020 (21 ^{ème} résolution)	10 % du capital par période de 24 mois	26 mois	Aucune
Augmentation du capital social par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	12/05/2020 (22 ^{ème} résolution)	500 millions d'euros ^(a)	26 mois	Aucune
Augmentation du capital social par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par voie d'offre au public d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	12/05/2020 (23 ^{ème} résolution)	250 millions d'euros ^{(a)(b)}	26 mois	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Émission, dans le cadre d'une offre visée à l'article L. 411 - 2-II du Code monétaire et financier, (offre dite de « placement privé »), des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	12/05/2020 (24 ^{ème} résolution)	250 millions d'euros ^{(a)(b)}	26 mois	Aucune
Augmentation du nombre des titres à émettre en cas d'augmentation du capital avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans la limite de 15 % de l'émission initiale	12/05/2020 (25 ^{ème} résolution)	Dans la limite de 15 % de l'émission initiale ^(a)	26 mois	Aucune
Augmentation du capital social de la Société en rémunération d'apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	12/05/2020 (26 ^{ème} résolution)	250 millions d'euros (dans la limite de 10 % du capital) ^{(a)(b)}	26 mois	Aucune
Augmentation du capital social en rémunération d'apports de titres effectués dans le cadre d'une offre publique d'échange initiée par la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription	12/05/2020 (27 ^{ème} résolution)	250 millions d'euros ^{(a)(b)}	26 mois	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Augmentation du capital social par émissions d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservée aux adhérents de plans d'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de ces derniers	12/05/2020 (28 ^{ème} résolution)	50 millions d'euros ^(a)	26 mois	10 976 645 actions émises dans le cadre de Sharing 2021
Attribution gratuite d'actions dans le cadre d'un plan d'actionnariat salarié	14/05/2019 (21 ^{ème} résolution)	0,05 % du capital social	26 mois	119 604 actions attribuées à titre d'abondement dans le cadre de Sharing 2019
Attribution gratuite d'actions de performance	12/05/2020 (29 ^{ème} résolution)	0,5 % du capital social	26 mois	Aucune

- (a) La 30^e résolution de l'Assemblée Générale 2020 a fixé une limitation du montant nominal global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées, immédiatement et/ou à terme en vertu des 22^e à 27^e résolutions de l'Assemblée Générale 2020 à 500 millions d'euros pour les émissions d'actions et/ou valeurs mobilières représentatives de titres de créances ou titres assimilés donnant accès au capital social de la Société et à 3 milliards d'euros pour les émissions de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital de la Société à émettre ou donnant droit à l'attribution de titres de créance.
- (b) Plafond commun de 250 millions d'euros de nominal qui s'imputera sur le plafond nominal global fixé à la 30^e résolution de l'Assemblée Générale 2020.

6.9. Accords conclus par Suez étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Suez

La Société peut être amenée à conclure des accords contenant des clauses pouvant entraîner, sous certaines conditions, leur résiliation anticipée en cas de changement de contrôle de la Société, dont certains pourraient être, selon la Société, susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

Il s'agit notamment de certains accords de financement, dont notamment les emprunts obligataires émis dans le cadre du programme EMTN mis en place par la Société, les émissions de titres super subordonnés à durée indéterminée, dits « hybrides », réalisées en 2015, 2017 et 2019, le crédit syndiqué, mis en place en février 2010, renégocié en 2011, 2014 et 2019, à échéance 2026, et d'un montant de 2,5 milliards d'euros, à la condition que le changement de contrôle s'accompagne d'une dégradation de la notation de la Société en deçà d'un certain seuil.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À l'exception du Directeur Général, il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité à l'un des administrateurs s'il démissionne ou est révoqué en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

Concernant le Directeur Général, le conseil d'administration a décidé, lors de sa réunion du 26 février 2019, d'octroyer une indemnité à Monsieur Bertrand Camus en cas de départ contraint de ses fonctions de Directeur Général (notamment consécutivement à une révocation ou une démission liée à un changement de contrôle ou de stratégie de la Société).

Aucune indemnité ne serait due dans les cas suivants :

- si le départ intervient moins de 2 ans après la prise d'effet du mandat du Directeur Général ou en cas de démission, excepté si le départ est consécutif à un changement de contrôle de la Société ou à un changement de stratégie ;
- en cas de changement de fonctions à l'intérieur du groupe SUEZ ;
- si le départ, quel que soit sa forme, est consécutif à une faute lourde ou une faute grave du Directeur Général ;
- si le Directeur Général a la possibilité de faire valoir ses droits à la retraite à la date de son départ ;
- en cas d'atteinte de la limite d'âge pour l'exercice du mandat de Directeur Général ; ou
- en cas de décès.

Le montant de l'indemnité de départ est plafonné à deux ans de rémunération fixe et variable annuelle, la rémunération variable à prendre en compte pour le calcul de cette indemnité correspondant à la moyenne des deux dernières rémunérations variables annuelles effectivement versées au Directeur Général.

Par ailleurs, l'indemnité de départ ne pourra être versée qu'après la constatation préalable par le conseil d'administration de la réalisation des conditions de performance, appréciées à la date de cessation du mandat de Directeur Général. Ces conditions de performance correspondent aux

niveaux d'atteinte des critères de performance quantifiables fixés au début de chaque exercice par le conseil d'administration pour le calcul de la rémunération variable annuelle du Directeur Général.

Ainsi, si le montant moyen obtenu par le Directeur Général en application des critères quantifiables au titre des trois exercices précédant le départ est supérieur ou égal au montant cible de la rémunération variable annuelle, 100 % du montant de l'indemnité sera dû au Directeur Général. Si le montant moyen obtenu est, en moyenne pour les trois exercices précédant le départ, compris entre 90 % et 100 % (exclu) du montant cible, 70 % du montant de l'indemnité sera dû au Directeur Général. Si le montant moyen obtenu est, en moyenne pour les trois exercices précédant le départ, inférieur à 90 % (exclu) du montant cible, aucune indemnité ne sera due au Directeur Général. En cas de départ du Directeur Général avant la fin du 3e exercice, le respect de la condition de performance ne sera apprécié que sur un ou deux exercices en fonction de la durée d'exercice de sa fonction.

Les engagements pris en faveur du Directeur Général au titre de cette indemnité de fin de mandat ont été approuvés par l'Assemblée Générale des actionnaires de SUEZ du 14 mai 2019, dans le cadre d'une résolution spécifique et sont décrits dans la politique de rémunération du Directeur Général approuvée par les Assemblées générales du 14 mai 2019 et du 12 mai 2020 et soumise en dernier lieu à l'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires de SUEZ du 30 juin 2021.

La politique de rémunération du Directeur Général, telle qu'approuvée par les Assemblées générales du 14 mai 2019 et du 12 mai 2020, prévoient en outre qu'en cas de départ contraint consécutif notamment à un changement de contrôle, les droits liés aux plans de rémunération long terme sont maintenus au prorata de la durée de présence au sein du Groupe mais restent soumis aux conditions de performance.

Par ailleurs, il est précisé que le Conseil d'Administration a également décidé, lors de sa réunion du 26 février 2019, en contrepartie de l'engagement du Directeur Général, pendant une période de deux ans à compter de la fin de son mandat de Directeur Général, quelle que soit la cause de la cessation de ses fonctions, de ne pas exercer directement ou indirectement, une activité concurrente de celle de la Société et des sociétés du groupe SUEZ, de lui octroyer une indemnité d'un montant égal à un an de rémunération (parts fixe et variable, la rémunération variable à prendre en compte pour le calcul de cette indemnité correspondant à la moyenne des deux dernières rémunérations variables annuelles effectivement versées au Directeur Général), versée sous la forme de 24 mensualités égales et successives.

Conformément au Code AFEP-MEDEF, le cumul de l'indemnité de départ et de l'indemnité de non-concurrence ne peut en aucun cas être supérieur à deux années de rémunération (fixe et variable, la rémunération variable à prendre en compte pour le calcul de ces indemnités correspondant à la moyenne des deux dernières rémunérations variables annuelles effectivement versées au Directeur Général). Ainsi, dans le cas où le Conseil déciderait de mettre en œuvre l'engagement de non-concurrence, le montant de l'indemnité de départ serait plafonné à un an de rémunération.

L'indemnité de non-concurrence ne sera en aucun cas versée si le Directeur Général fait valoir ses droits à la retraite ou s'il a plus de 65 ans à la fin de son mandat de Directeur Général.

Par ailleurs, le Conseil d'Administration aura la possibilité de renoncer à la mise en œuvre de

cet engagement de non-concurrence au moment du départ du Directeur Général, aucune indemnité n'étant alors due.

Ces engagements pris en faveur du Directeur Général au titre de l'indemnité de non-concurrence ont été approuvés par l'Assemblée Générale des actionnaires de SUEZ du 14 mai 2019 et sont décrits dans la politique de rémunération du Directeur Général approuvée par les Assemblées générales du 14 mai 2019 et du 12 mai 2020 et soumise en dernier lieu à l'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires de SUEZ du 30 juin 2021.

Le 15 juin 2021, le Directeur Général a annoncé qu'il souhaitait mettre fin à ses fonctions compte tenu du changement de contrôle de la Société, mais acceptait de demeurer en fonction jusqu'au premier règlement livraison de l'Offre et au plus tard le 31 décembre 2021. Dans ce contexte, le Conseil d'administration a constaté le montant de l'indemnité de départ due au Directeur Général (sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale de SUEZ du 30 juin 2021 du versement de sa rémunération annuelle 2020) et le nombre d'unités de performance qu'il est en droit de maintenir. Il a par ailleurs décidé, sous réserve de l'approbation le cas échéant de la modification des politiques de rémunération par l'Assemblée Générale 2022 de SUEZ, de lever la condition de présence attachée aux rémunérations variables pluriannuelles dont bénéficie le Directeur Général qui ne seraient pas acquises à la date de son départ et de réputer remplies les conditions de performance attachées à la totalité des unités de performance 2019 et 2020 qui lui avaient été attribuées. A toutes fins utiles, il est précisé que Veolia s'est irrévocablement engagée, en qualité d'actionnaire de Suez, à voter lors de l'Assemblée Générale 2022 de SUEZ en faveur de l'attribution et du versement des éléments concernés ou, s'il intervient avant cette Assemblée, à verser l'ensemble de ces éléments au Directeur Général au moment du retrait de SUEZ de la cote.

7. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE

Afin de préserver l'intégrité de son groupe, la Société a pris la décision de créer une Fondation (organisme non lucratif) de droit néerlandais administrée par une majorité de représentants ou d'anciens représentants du corps social de SUEZ, ayant pour mission de préserver, dans l'intérêt social de SUEZ, l'intégrité de l'activité Eau France au sein du groupe SUEZ, conformément à ce qui a été indiqué par la Société dans ses communiqués de presse en date du 23 septembre 2020 et 24 septembre 2020.

Conformément à ce qui est décrit dans le communiqué de Suez du 21 mars 2021, il est prévu que la Fondation soit dissoute si (i) au plus tard le 20 avril 2021, Suez trouvait un accord sur les principaux termes d'une opération incluant une possible offre publique d'achat sur Suez, puis (ii) au plus tard le 20 mai 2021 Suez concluait un accord définitif reprenant ces principaux termes, et enfin (iii) la réalisation de cet accord intervenait avant le 30 septembre 2022.

À cet égard, le 14 mai 2021, les *conditions of administration* de la Fondation ont été modifiées afin de décaler la date du 20 mai 2021 au 30 septembre 2021 ; le report de cette date permettant la conclusion des accords définitifs relatifs à la cession du Nouveau Suez.

Conformément à l'Accord de Rapprochement, sous réserve du règlement livraison de l'Offre conformément aux termes de l'Accord de Rapprochement, la Société s'est engagée à prendre toutes les décisions et mesures nécessaires, et avoir fait en sorte que la Fondation, conformément à ses règles de fonctionnement, ait pris toutes les décisions et mesures nécessaires, pour, à l'issue

du premier règlement-livraison de l'Offre, avoir résilié définitivement le dispositif d'inaliénabilité des activités Eau France mis en place par l'intermédiaire de la Fondation.

8. AVIS DU COMITÉ DE GROUPE FRANCE DE SUEZ

L'avis du comité de groupe France de Suez est reproduit en Annexe 1.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I, 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société, lors de sa séance du 24 février 2021, a désigné le cabinet Finexsi représenté par Monsieur Olivier Perronet, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 29 juin 2021, est intégralement reproduit en Annexe 2.

10. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

11. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Philippe Varin

Président du conseil d'administration de Suez

Annexe 1

Avis du comité social et économique de Suez



Recyclage et valorisation France

**EXTRAIT DE PROCÈS-VERBAL
COMITÉ GROUPE FRANCE
RÉUNION EXTRAORDINAIRE DÉMATÉRIALISÉE DU 21 JUIN 2021**

		Présents	Absents excusés
Représentants de la direction			
Laurent-Guillaume GUERRA	DRH France	X	
Jean-Marc BOURSIER	Directeur Général Adjoint	X	
Nicolas LEPROUX	DRH délégué Suez RV France	X	
Céline GRAÇA	Assistante de direction	X	
Isabelle CALVEZ	DRH		X
Représentants du personnel			
Cédric TASSIN	CFDT (Coordinateur)		X
Joël DRONIOU	CFDT (Représentant syndical) — Titulaire	X	
Gregory BOUCHEZ	CFDT (Représentant syndical) — Suppléant		X
Georges BEN MOHAMED	CFDT – Titulaire		X
Sélim BOUSSALEM	CFDT – Titulaire		X
José LEICHT	CFDT – Titulaire	X	
Abdellah AIT MESSAOUD	CFDT – Titulaire	X	
Corinne LE GLOUX	CFDT – Titulaire	X	
Stéphane BERNARD PEYRE	CFDT – Titulaire	X	
Nelly MAUXION	CFDT – Titulaire		X
Fabrice GIL	CFDT – Suppléant	X	
Éric GUILLEMETTE	CFE-CGC (Coordinateur)		X
Éric CATTELAÏN	CFE-CGC (Représentant syndical) — Titulaire		X
Pascal GAUTHIER	CFE-CGC – Titulaire	X	
François CANDONI	CFE-CGC – Titulaire		X
Cyril SAVTCHENKO-BELSKY	CFE-CGC – Titulaire	X	
Michel BRETON	CFE-CGC – Titulaire	X	
Samy FÉLICIEN	CFE-CGC – Titulaire	X	
Philippe JACQ	CFTC (Coordinateur)		X
David GUILLAUME	CFTC (Représentant syndical) — Titulaire	X	
André COUTURIER	CFTC (Représentant syndical) — Suppléant		X
Ronan MOAL	CFTC – Titulaire		X
Annabelle TRÉBUTIEN	CFTC – Titulaire	X	
Abdellatif BEKHTI	CFTC – Titulaire	X	
Sylvie CHATAÏN	CFTC (Secrétaire adjointe) — Titulaire		X
José RAMOS-LOPEZ	CFTC — Suppléant	X	
Wilhem GUETTE	CGT (Coordinateur — Représentant syndical) — Titulaire	X	
Frédéric DENARNAUD	CGT (Représentant syndical) — Suppléant		X
Jean-Pierre LUCAS	CGT – Titulaire	X	
Rachid YAGOUB	CGT – Titulaire	X	
Jean-Michel AMESTOY	CGT – Titulaire		X
Dolores DULAC	CGT – Titulaire	X	
Gilbert VIALE	CGT – Titulaire	X	
Loïc GODIN	CGT – Titulaire	X	
Sébastien THIAULT	CGT — Suppléant	X	
Noui BOURAHLI	FO (Coordinateur)		X

Laurent LELOUARNE	FO (Représentant syndical) — Suppléant	X	
Marc DEL GRAZIA	FO (Représentant syndical) — Titulaire		X
Jean-Claude FERREIRA	FO – Titulaire	X	
Frédéric CORNETTE	FO – Titulaire	X	
Patrick COCCA	FO – Titulaire	X	
Stéphane LE MEUR	FO – Titulaire	X	
Carole PRÉGERMAIN	FO (Secrétaire) — Titulaire	X	
Emmanuelle GERMAIN	FO – Suppléant	X	
Invités			
Antoine FRÉROT	Président Directeur-Général Veolia	X	
Estelle BRACHLIANOFF	Directrice opérationnelle Veolia	X	
Jean-Marie LAMBERT	DRH Veolia	X	

RAPPEL DE L'ORDRE DU JOUR

Poursuite de la réunion du 27 mai 2021 relative à la consultation sur la modification du projet d'offre publique d'acquisition déposée par Veolia le 8 février 2021 portant sur les titres de Suez SA, suite à l'annonce de modification de son offre par Veolia. Erreur ! Signet non défini.

Partie 1 : Échanges avec Veolia, conformément à l'article L2323-21 du *Code du travail* Erreur ! Signet non défini.

Partie 2 : a. Séquence de questions/réponses Erreur ! Signet non défini.

b. Recueil de l'avis du CGF

4

La séance est suspendue de 11 heures à 11 heures 15.

b. Recueil de l'avis du CGF

David GUILLAUME indique que la CFTC rend un avis défavorable, parce que des craintes demeurent sur l'emploi.

Corinne LE GLOUX donne lecture d'une déclaration au nom de la CFDT.

Suite à la présentation et au vu des réponses apportées par la Direction et le groupe Veolia, la CFDT note la réduction drastique du chiffre d'affaires qui en résulterait pour le groupe Suez, notamment au travers de la perte de sa dimension internationale, ainsi que l'inconnu du devenir des salariés transférés chez Veolia.

Dans ce contexte, les conséquences d'un tel projet mettent en cause notamment :

- la viabilité de Suez, de la BU IWS Europe dans son ensemble, SCORI et SCORI Est sur le marché concurrentiel,*
- le devenir des fonctions support nécessaires à l'entreprise,*
- le devenir des sites, Siège et salariés pour la bonne tenue des activités.*

Ces éléments d'inquiétudes, aggravés par les imprécisions persistantes de la Direction quant à la définition des nouveaux périmètres, l'identité du Consortium, les garanties sociales et le transfert des salariés vers Veolia, sont des faits de nature à affecter de manière préoccupante la situation de l'entreprise.

En conséquence, la CFDT groupe Suez rend un avis défavorable.

Jean-Claude FERREIRA indique que Force Ouvrière reste sur sa ligne de conduite, qui s'est exprimée dans tous les CSE, et confirme son avis défavorable.

Pascal GAUTHIER expose l'avis de la CFE-CGC.

Sur les impacts sociaux, à ce jour, aucun engagement n'est formalisé et toutes les garanties promises sur l'emploi par les investisseurs ne seront effectives qu'à la conclusion de l'OPA. Nous sommes particulièrement inquiets et nous serons extrêmement vigilants quant aux moyens légaux dont l'ancien ou nouveau Suez ou Veolia pourraient user pour contourner ou se soustraire à cette obligation et aux engagements de bonnes intentions pris en termes de maintien de l'emploi (recours au concept d'imprévision, modification substantielle du contrat de travail, dispositifs alternatifs au licenciement économique, etc.).

Compte tenu du niveau élevé des risques psychosociaux et de la fragilité actuelle de nos collègues, nous pensons qu'il faut dès à présent sécuriser les emplois via la signature d'accords, en particulier pour les BU les plus exposées, l'élaboration de dispositifs de maintien des garanties sociales, l'anticipation d'évolutions définitives pour obtenir un cadre juridiquement et socialement sécurisé.

Nous avons d'ailleurs constaté une forme de rupture de la confiance des salariés immédiatement après l'accord Suez-Veolia. Cette confiance devra et ne pourra être restaurée, à notre avis, que par le biais de la signature d'accords protecteurs et favorables aux collaborateurs de Suez, qu'ils rejoignent Veolia ou qu'ils restent dans le nouveau Suez.

Sur le fond, rien ne nous a convaincu du bien-fondé de ce rapprochement, tant du point de vue industriel qu'à propos des impacts sociaux évoqués, et qui ne manqueront pas d'intervenir par la suite. Nous n'oublions pas que cette OPA était hostile dès le départ, et nous garderons toute notre cohérence par rapport aux actions judiciaires qui ont été engagées contre cette OPA par nous-mêmes et les autres OS.

Pour toutes ces raisons, la CFE-CGC donne un avis défavorable.

Wilhem GUETTE indique que la CGT émet également un avis défavorable, au vu de l'absence de certitudes sur l'emploi. Aucun accord n'est signé. La CGT sera très vigilante sur la suite de l'opération.

Consultées sur le projet d'OPA modifiée, les organisations syndicales représentatives au sein du Comité de Groupe France rendent un avis défavorable à l'unanimité.

Laurent-Guillaume GUERRA prend note des avis remis par les organisations syndicales, et les remercie pour la qualité des échanges qui se sont tenus pendant le processus d'information-consultation.

Jean-Marc BOURSIER se félicite également de la création du CGF et de l'intelligence des débats. Il indique également avoir transmis le message de Carole PRÉGERMAIN pour que l'instance puisse rencontrer Monsieur DEAU, représentant du Consortium du « nouveau » Suez.

Carole PRÉGERMAIN remercie également les membres du CGF. Une telle décision, prise à l'unanimité, revêt une grande importance. Les IRP feront leur maximum pour que les salariés soient traités le mieux possible, en tenant compte de l'humain au sein de cette opération jusqu'à présent purement capitalistique et qui engendrera des dommages.

Laurent-Guillaume GUERRA confirme que le CGF a montré son importance et sa qualité, et qu'il continuera à jouer son rôle de dialogue social dans les prochains mois.

Carole PRÉGERMAIN s'enquiert de l'opinion du groupe au sujet de l'octroi de la prime dite « Macron » (ou « Gilets jaunes »), au titre de l'engagement maximum des personnels.

Laurent-Guillaume GUERRA répond que la Direction n'a pas pour projet de renouveler une prime de cette nature en France à ce jour. L'entreprise a mis en œuvre d'importants moyens de protection des salariés pendant la crise sanitaire (versement de deux primes d'engagement, protection des primes variables et formule dérogatoire pour l'intéressement et la participation).

Carole PRÉGERMAIN indique que les élus réitéreront cette demande.

La séance est levée à 11 heures 35.

Le Secrétaire

Le Président

NB : Ce procès-verbal a été rédigé par la société Codexa (www.codexa.fr), puis vérifié et complété par les membres de l'Instance sous la responsabilité du Secrétaire.

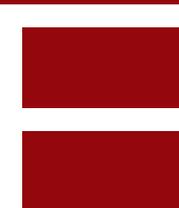
Annexe 2

Rapport de l'expert indépendant



ATTESTATION D'ÉQUITÉ - OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
(OPA) INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ VEOLIA SA VISANT LES
ACTIONS DE SUEZ SA

29 juin 2021



SOMMAIRE

1. Présentation de l'opération.....	6
1.1 Sociétés concernées par l'opération.....	6
1.1.1 Présentation de la société initiatrice	6
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre	6
1.2 Présentation de l'Offre	8
1.2.1 Rappel du contexte de l'Offre	8
1.2.2 Principaux termes de l'Offre.....	10
1.3 Motifs de l'Offre.....	11
1.4 Synergies.....	12
1.5 Fusion et réorganisation juridique.....	12
1.6 Retrait obligatoire.....	13
1.7 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	13
2. Déclaration d'indépendance	14
3. Diligences effectuées	14
4. Présentation de l'environnement économique et des activités SUEZ.....	16
4.1 Brève présentation du marché mondial de l'Eau	16
4.2 Les différentes activités développées sur le marché de l'Eau	17
4.2.1 Analyse de l'environnement des principaux marchés du groupe SUEZ.....	18
4.2.2 Le marché de l'Eau pour les clients industriels	24
4.2.3 L'impact de la crise sanitaire Covid-19	24
4.3 Le marché du traitement des déchets.....	25
4.3.1 Brève présentation du marché mondial du traitement des déchets	25
4.3.2 Chaîne de valeur et déterminants du marché du traitement des déchets...	27
4.3.3 Analyse de l'environnement.....	31
4.3.4 Les déchets dangereux.....	34
4.3.5 L'impact de la crise sanitaire Covid-19	34
4.4 Présentation de la société SUEZ	35
4.4.1 Rappel de l'historique	35
4.4.2 Présentation du plan <i>Shaping SUEZ 2030</i>	36
4.4.3 Structure organisationnelle de SUEZ	40

4.5	Présentation des activités de SUEZ	43
4.5.1	L'activité Eau	44
4.5.2	L'activité Recyclage et Valorisation (R&V).....	50
4.5.3	L'activité <i>Environmental Tech & Solutions (ETS)</i>	53
4.6	Analyse financière de SUEZ	55
4.6.1	Compte de résultat	56
4.6.2	Bilan.....	63
4.6.3	Tableau de flux de trésorerie	68
4.6.4	Résultats du 1 ^{er} trimestre 2021	70
4.7	Matrice SWOT	71
5.	Evaluation des actions de la société SUEZ	72
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	72
5.1.1	Actif net comptable consolidé	72
5.1.2	Actif net comptable réévalué.....	72
5.1.3	Actualisation des dividendes futurs.....	72
5.1.4	Transactions comparables.....	73
5.1.5	Valeur liquidative	73
5.2	Méthodes d'évaluation retenues	73
5.3	Données de référence de la Société SUEZ.....	74
5.3.1	Nombre de titres retenu	74
5.3.2	Dette financière nette.....	74
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société SUEZ.....	77
5.4.1	La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal).....	77
5.4.2	La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal).....	82
5.4.3	Somme des parties (à titre principal)	83
5.4.4	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels – approche globale (à titre secondaire)	94
5.4.5	Comparables boursiers – approche globale (à titre secondaire).....	98
5.4.6	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	101

6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	105
6.1 Contrat d'Achat d'Actions entre VEOLIA et ENGIE	105
6.2 Accord de Principe et Accord de Rapprochement entre SUEZ et VEOLIA	106
6.3 <i>Memorandum of Understanding</i> , offre d'acquisition du Nouveau SUEZ et <i>Put Option Agreement</i>	106
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les établissements présentateurs	108
7.1 Choix des critères d'évaluation	110
7.2 Mise en œuvre des différents critères.....	110
8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre	115
8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation de SUEZ	115
8.2 Attestation sur le caractère équitable du prix d'Offre	116
Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission	118
Annexe 2 : Lettre de mission de l'Expert Indépendant	129
Annexe 3 : Description des comparables boursiers retenus pour la mise en œuvre de l'approche SOTP.....	130
Annexe 4 : Description des comparables boursiers retenus pour la mise en œuvre de l'approche globale.....	139

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (ci-après « l'Offre ») initiée par VEOLIA ENVIRONNEMENT SA (ci-après « VEOLIA » ou « l'Initiateur ») sur les actions de la société SUEZ S.A. (ci-après « SUEZ », « la Société », « le Groupe » ou « le groupe SUEZ »), nous avons été chargés, en qualité d'Expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de SUEZ, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

La présente Offre, au prix de 20,50 € coupon attaché par action SUEZ, fait suite à l'acquisition hors marché le 6¹ octobre 2020 d'un bloc d'actions représentant 29,9% du capital et 29,9%² des droits de vote de SUEZ auprès d'ENGIE par VEOLIA à un prix de 18,00 € par action (coupon attaché), étant précisé qu'ENGIE bénéficie d'une clause de complément de prix.

Notre désignation, par le Conseil d'administration de SUEZ du 24 février 2021, a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I, 4 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») en raison de l'existence d'accords connexes à l'Offre (en particulier le Contrat d'Achat d'Actions entre VEOLIA et ENGIE comprenant une clause de complément de prix dont bénéficie ENGIE et la cession de l'ensemble des activités de SUEZ EAU FRANCE et de ses filiales à MERIDIAM) susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix d'Offre. A la suite de la conclusion d'un Accord de Principe et d'un Accord de Rapprochement entre SUEZ et VEOLIA, d'un *Memorandum of Understanding* entre SUEZ, VEOLIA et un consortium d'investisseurs composé de MERIDIAM, GIP, CDC et CNP (le « Consortium ») pour la cession de certains actifs du périmètre du Groupe SUEZ, de la remise d'une offre d'acquisition du Nouveau SUEZ par le Consortium, de la conclusion du *Put Option Agreement*³ entre SUEZ, VEOLIA et le Consortium portant sur l'acquisition du Nouveau SUEZ⁴, la cession d'actifs de SUEZ se ferait au bénéfice du Consortium et non plus au seul bénéfice de MERIDIAM. Notre intervention est donc également requise au titre des accords conclus entre SUEZ et VEOLIA d'une part et entre SUEZ et le Consortium pour la cession d'actifs au Consortium.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par SUEZ et VEOLIA. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués et que nous avons collectés pour les stricts besoins de notre mission.

¹ Le Contrat d'Achat d'Action a été signé le 5 octobre 2020 et annoncé au marché le même jour. La réalisation effective de l'acquisition du bloc entraînant le transfert de propriété des actions SUEZ au profit de VEOLIA est intervenue le 6 octobre 2020.

² L'exercice par VEOLIA des droits de vote attachés à sa participation est pour l'heure suspendu à l'autorisation de l'opération par la Commission européenne et par l'autorité de concurrence britannique (Competition and Markets Authority – CMA). VEOLIA pourrait cependant bénéficier de dérogations expresses de la part de la Commission européenne et de la CMA pour les décisions relatives à la sauvegarde de la pleine valeur de sa participation. Source : communiqué de presse de SUEZ du 3 février 2021.

³ Promesse d'achat à laquelle est annexée le projet de *Share and Asset Purchase Agreement*.

⁴ A la date de notre désignation par le Conseil d'administration, soit le 24 février 2021, l'Accord de Principe, l'Accord de Rapprochement, le *Memorandum of Understanding*, l'offre d'acquisition du Nouveau Suez et le *Put Option Agreement* portant sur l'acquisition du Nouveau SUEZ n'étaient pas encore conclus. Notre lettre de mission a donc fait l'objet d'un complément afin d'intégrer ces accords dans le champ de notre intervention.

1. Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

VEOLIA est l'un des leaders mondiaux des services à l'environnement qui conçoit et fournit des solutions de gestion de l'Eau, des déchets et de l'énergie. Depuis sa création en 1853, le Groupe s'est développé au travers d'une stratégie de spécialisation de ses métiers et d'une diversification de ses implantations géographiques.

VEOLIA compte plus de 178 000 collaborateurs répartis dans 55 pays. Le Groupe a généré en 2020 un chiffre d'affaires de 26,01 Mds€ et détient un portefeuille de clients composé de collectivités publiques et d'industriels.

VEOLIA est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 403 210 032, dont le siège social est situé 21 rue La Boétie, à Paris (75008).

Son capital social s'élève à 2 893 056 810 € et ses actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment A, sous le code ISIN FR0000124141).

À la suite de la réalisation de l'acquisition, le 6 octobre 2020, d'un bloc d'actions hors marché auprès d'ENGIE, VEOLIA détient, à la date du présent rapport, 29,9% du capital et 29,9% des droits de vote de SUEZ.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

SUEZ est la société mère du groupe éponyme qui compte près de 90 000 collaborateurs dans plus de 70 pays et intervient avec une position de *leader* sur l'ensemble de la chaîne de valeur des services de la gestion de l'Eau et des déchets.

SUEZ est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 433 466 570. Son siège social est situé Tour CB21 – 16, place de l'Iris 92040 Paris La Défense Cedex.

Au 31 décembre 2020, le capital social de SUEZ s'élevait à 2 513 450 316 € et était composé de 628 362 579 actions d'une valeur nominale de 4 €, admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment A) et Euronext Bruxelles, sous le code ISIN FR0010613471.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables de SUEZ au 31 décembre 2020, soit après l'acquisition par VEOLIA du bloc de 29,9%, se présente comme suit :

Tableau 1 : Actionnariat au 31 décembre 2020

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	% d'actions détenues	% de droits de vote exerçables
Veolia ^(a)	187 810 000	29,9 %	29,9 % ^(a)
Criteria Caixa	37 110 685	5,9 %	5,9 %
Actionnariat salarié ^(b)	24 888 799	4,0 %	4,0 %
ENGIE ^(c)	11 434 720	1,8 %	1,8 %
Caltagirone ^(d)	1 800 000	0,3 %	0,3 %
Titres autodétenus	187 161	0,0 %	-
Flottant	365 131 214	58,1 %	58,1 %
Total	628 362 579	100,0 %	100,0 %

(a) Selon la déclaration de franchissement de seuils légaux de VEOLIA en date du 7 octobre 2020. L'exercice par VEOLIA des droits de vote attachés à sa participation est suspendu dans l'attente de l'autorisation de l'opération de concentration par la Commission européenne et par l'autorité de concurrence britannique (Competition and Markets Authority – CMA), sauf sur dérogation expresse de la Commission européenne et de la CMA pour les décisions destinées à sauvegarder la pleine valeur de l'investissement afférent à la participation. Toutefois, l'autorité de concurrence indienne (Competition Commission of India – CCI) a également suspendu l'exercice de ses droits de vote par VEOLIA au titre de son examen de l'opération dans le cadre du contrôle indien des concentrations, sans possibilité de dérogation.

(b) Incluant les actions issues de plans d'attribution gratuite d'actions ou d'actions de performance détenues au nominatif par les salariés de la Société ou de ses filiales.

(c) Selon la déclaration de franchissement de seuils légaux d'ENGIE en date du 8 octobre 2020.

(d) Selon la déclaration adressée à la Société, étant entendu que les actions détenues par les sociétés du Groupe CALTAGIRONE n'étaient plus soumises à un engagement d'incessibilité à compter de septembre 2020.

Source : Société

Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote. Il n'existe pas des titres bénéficiant de droits de vote double.

Au 31 décembre 2020, il existait respectivement 138 172 et 117 618 actions gratuites en circulation dans le cadre de l'abondement des plans Sharing 2017 et Sharing 2019.

Par ailleurs, en mars 2021, la Société a réalisé une augmentation de capital réservée aux salariés (plan Sharing 2021), à l'issue de laquelle 10 976 645 actions nouvelles ont été émises.

La Société a également mis en place un plan d'actions de performance le 25 juillet 2018, qui prévoit l'attribution d'actions de performance sous réserve de l'atteinte de plusieurs critères :

- Une condition de performance portant sur l'EBIT cumulé du Groupe pour les exercices 2018, 2019 et 2020 ;
- Une condition de performance portant sur l'évolution du *Total Shareholder Return* (TSR) de l'action SUEZ comparé à la moyenne du TSR des sociétés composant l'indice DJ EURO STOXX UTILITIES sur une période allant du 1^{er} janvier 2018 au 31 décembre 2020.

Au 31 décembre 2020, le nombre total d'actions susceptibles d'être émises au titre de ce plan de performance 2018 s'élevait à 639.016 actions. Après prise en compte des critères de performance, le nombre d'actions à émettre s'élève à 295 129.

1.2 Présentation de l'Offre

1.2.1 Rappel du contexte de l'Offre

SUEZ est un groupe international, leader dans les services de la gestion de l'Eau, de l'assainissement, de la collecte et de la valorisation des déchets.

Le 31 juillet 2020, ENGIE, principal actionnaire de SUEZ avec environ 32,06% du capital, a annoncé étudier la possibilité de céder des actifs non stratégiques et des participations minoritaires afin de financer ses investissements dans le cadre de son recentrage stratégique.

Dans ce contexte, VEOLIA a annoncé le 30 août 2020 avoir remis à ENGIE une offre ferme pour l'acquisition auprès de cette dernière d'un bloc d'actions représentant 29,9% du capital de SUEZ au prix de 15,50 € par action (coupon attaché), et son intention de déposer ultérieurement une offre publique d'achat volontaire sur le solde des actions SUEZ. Cette offre comportait la cession des activités Eau en France au fonds MERIDIAM.

VEOLIA a remis une seconde offre améliorée le 30 septembre 2020, au prix de 18,0 € par action SUEZ (coupon attaché). L'offre améliorée a été acceptée par ENGIE et la cession du bloc d'actions représentant 29,9% du capital de SUEZ a été signée le 5 octobre 2020. Le même jour, VEOLIA a confirmé son intention de déposer une offre publique d'acquisition volontaire sur le solde du capital de SUEZ, en s'engageant toutefois à ne pas déposer d'offre avant d'avoir obtenu au préalable un accueil favorable de la part du Conseil d'administration de SUEZ.

Le 3 novembre 2020, VEOLIA s'est engagée à déposer une offre publique d'acquisition au prix de 18,0€ par action (coupon attaché) sur l'ensemble du capital de SUEZ dès que le Conseil d'administration de SUEZ aura émis un avis favorable sur ce projet.

Le 7 janvier 2021, VEOLIA a adressé au Conseil d'administration de SUEZ une proposition d'offre publique, au prix de 18,0 € par action (coupon attaché).

A la suite des annonces de VEOLIA, SUEZ a entrepris la recherche de solutions alternatives au projet de VEOLIA. Le 17 janvier 2021, SUEZ a annoncé avoir reçu une lettre d'intention commune des fonds ARDIAN et GLOBAL INFRASTRUCTURE PARTNERS (GIP) « *visant à permettre une solution amicale et rapide à la situation créée par l'intention d'offre de Veolia* ». Cette solution alternative, au prix de 18,0 € par action, a été accueillie favorablement par le Conseil d'administration de SUEZ.

Le 7 février 2021, le Conseil d'administration de VEOLIA a décidé de modifier la déclaration d'intention de VEOLIA du 5 octobre 2020 en ne conditionnant plus le dépôt d'une offre publique à un accueil favorable du Conseil d'administration de SUEZ. Le 8 février 2021, VEOLIA a annoncé le dépôt d'un projet d'offre publique d'achat sur le solde du capital de SUEZ, au prix de 18,0 € par action coupon attaché. VEOLIA a indiqué envisager de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique si la condition du seuil de détention (90%) était remplie. Ce projet d'offre publique d'achat a fait l'objet d'un avis de dépôt par l'AMF le 8 février 2021. Le Conseil d'administration de SUEZ a décidé à l'unanimité, lors de sa réunion du 24 février 2021, que les conditions n'étaient pas réunies pour accueillir favorablement le projet d'offre de VEOLIA.

Dans ce contexte, SUEZ a annoncé le 21 mars 2021 vouloir proposer une solution négociée à VEOLIA, soutenue par une offre ferme de la part d'ARDIAN et GIP portant sur ses activités « Eau » et « Recyclage et Valorisation » en France, ainsi que sur plusieurs activités « Eau et Technologies » à l'international extériorisant un prix par action implicite de 20,0 €.

Le 12 avril 2021, SUEZ et VEOLIA ont annoncé être parvenus à un accord de principe arrêtant les principes généraux d'une solution globale et amicale en vue d'un rapprochement entre les Groupes SUEZ et VEOLIA (l'« Accord de Principe »). L'Accord de Principe⁵ prévoit en particulier le rehaussement du prix de l'offre publique de VEOLIA sur SUEZ de 18,0€ par action Suez (coupon attaché) à 20,50 € par action SUEZ (coupon attaché) et la constitution d'un « Nouveau Suez » composé d'actifs formant un ensemble cohérent et pérenne sur le plan industriel et social, et doté d'un réel potentiel de croissance, avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 7 milliards comprenant « *des activités de SUEZ dans l'eau municipale et le déchet solide en France (y compris CIRSEE le principal centre de recherche en France), ainsi que des activités de SUEZ notamment dans l'eau et dans les géographies suivantes : Italie (y compris la participation dans ACEA), République tchèque, Afrique (y compris la LYDEC), Asie Centrale, Inde, Chine, Australie, et les activités monde digitales et environnementales (SES)* » en vue de la création d'un nouveau SUEZ (ci-après le « Périmètre Nouveau SUEZ »).

Par la suite, le 14 mai 2021, SUEZ et VEOLIA ont conclu un Accord de Rapprochement confirmant les termes de l'Accord de Principe annoncé le 12 avril 2021, ainsi qu'un « *Memorandum of Understanding* » avec un Consortium d'investisseurs composé des fonds MERIDIAM, GIP et de la CAISSE DES DEPOTS ET CONSIGNATION/CNP ASSURANCES (ci-après, le « Consortium ») qui encadre les conditions de négociations de la reprise des activités du Nouveau SUEZ, sur la base d'une offre indicative dudit Consortium.

⁵ L'accord de principe a été conclu le 11 avril 2021 et annoncé au marché le 12 avril 2021.

1.2.2 Principaux termes de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information du 28 juin 2021 établi par la société VEOLIA :

« L'Offre porte sur la totalité des actions Suez non détenues par l'Initiateur⁶ :

- (i) qui sont d'ores et déjà émises soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 451 529 224 actions Suez⁷, et
- (ii) qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte [...], à raison de l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement par Suez (les « Actions Gratuites ») soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un maximum de 550 919 actions Suez nouvelles [...],

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum d'actions Suez visées par l'Offre égal à 452 080 143. »

Le projet de note d'information précise également :

« [...] L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF [...].

Par ailleurs, à la date du Projet de Note d'Information, l'Offre est soumise à la condition suspensive [...] de l'autorisation de l'opération de rapprochement au titre du contrôle des concentrations par la Commission européenne en application de l'article 6.1.b) du Règlement CE n° 139/2004 du 20 janvier 2004, étant précisé que l'Initiateur se réserve la faculté de renoncer à cette condition, après concertation préalable (sans droit de veto) de Suez.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. [...] ».

⁶ « À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 187 810 000 actions Suez [...] sur un total de 639 339 224 actions émises ».

⁷ « Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 31 mai 2021 conformément à l'article 223-16 du règlement général de l'AMF, soit 639 339 224 actions représentant autant de droits de vote théoriques. Sont également visées les actions auto-détenues, soit, sur la base de ces mêmes informations, 187 161 actions. Il est toutefois précisé que, afin notamment d'être en mesure de remettre à ses salariés et mandataires sociaux des Actions Gratuites, la Société a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre l'intégralité de ses actions auto-détenues ».

1.3 Motifs de l'Offre

« Le rapprochement des deux groupes Veolia et Suez permettra de constituer un groupe moteur de la transformation écologique au niveau mondial tout en conservant ses racines françaises et européennes. Le rassemblement des forces des deux groupes au sein d'un nouvel ensemble permettra de combiner des expertises pour répondre aux enjeux fondamentaux qui se posent aujourd'hui, comme en témoignent tant les différents plans de relance que les demandes de nos clients publics et privés. Alors que la demande des citoyens comme des consommateurs n'a jamais été aussi forte pour les solutions écologiques, il est indispensable de traduire cette demande en solutions concrètes « industrielles », opérantes, efficaces, et finançables, pour les collectivités comme les grandes industries.

Le marché des solutions pour la transformation écologique (lutte contre le réchauffement climatique, traitement des pollutions, recyclage et économie circulaire pour lutter contre la raréfaction des matières premières, digitalisation des usages, etc.) est à la fois en forte croissance mais aujourd'hui très morcelé : à titre d'illustration, le nouvel ensemble combiné disposera d'une part de marché d'environ 5 % au niveau mondial.

La consolidation du secteur apparaît inévitable, pour faire face, notamment, aux enjeux du financement des efforts croissants de recherche et développement de nouvelles technologies au service de l'environnement, de la mobilisation des capitaux nécessaires au lancement d'opérations exemplaires dans le domaine du traitement des déchets dangereux ou de la protection des ressources en eau, secteurs à forte croissance, ou de l'élaboration de solutions permettant aux industriels de répondre aux normes environnementales, qui ne vont cesser de se renforcer au cours des prochaines décennies. Cette consolidation a par ailleurs déjà commencé, avec le rachat en Europe d'actifs stratégiques (Espagne, Allemagne, Grande Bretagne) par des acteurs chinois et des fonds d'investissement américains notamment.

Enfin, ce rapprochement s'inscrit parfaitement dans la constitution d'une Europe du Green Deal plus puissante et souveraine, susceptible d'exporter un modèle alternatif aux blocs chinois – particulièrement actif ces dernières années et particulièrement ambitieux pour l'avenir sur les métiers de la transition écologique – et américain. Il peut devenir un atout dans la mise en œuvre du Green Deal et du plan de relance européen, et est idéalement compatible avec les ambitions de la Commission européenne.

La taille est un atout pour le développement et le déploiement de ces solutions industrielles de la transformation écologique : tant pour offrir une gamme de solutions complète dans tous les pays de présence de nos clients industriels, que pour permettre le financement de la recherche et du développement de nouvelles solutions pour les problèmes majeurs auxquels nous faisons face. Nous disposons sans doute aujourd'hui de la moitié des solutions pour faire face aux grands problèmes environnementaux, qu'il nous faut ainsi déployer aussi vite que l'humanité en sera capable, et inventer l'autre moitié de ces solutions.

Le nouveau groupe constitué du rapprochement de Suez et Veolia pourra, grâce à son expertise, son avance technologique, le niveau d'excellence de ses talents, son empreinte géographique, la largeur de sa gamme d'offres et sa solidité financière, proposer à tous ses clients publics et privés des solutions plus efficaces, déployées à grande échelle, pour lutter contre les grands dérèglements environnementaux et le réchauffement climatique. [...] ».

1.4 Synergies

« L'opération serait créatrice de valeur dès la première année pour les actionnaires de Veolia grâce notamment à des synergies opérationnelles et d'achats estimées à 500 millions d'euros dont environ 20 % seraient réalisées dès la première année et plus de 60 % la deuxième année suivant la réalisation de l'Offre. Parmi ces synergies, les synergies liées aux optimisations opérationnelles sont estimées à 300 millions d'euros et les synergies provenant d'économies dans les achats réalisés par le nouveau groupe sont estimées à 200 millions d'euros. Ces synergies attendues devraient être réalisées intégralement à horizon quatre ans dans le respect intégral des engagements sociaux.

[...]

Ces synergies éventuelles ont par essence un caractère notionnel et essentiellement prospectif et leur montant est fourni à titre indicatif. À cet égard, il est précisé que ce potentiel de synergies correspond uniquement à une estimation de Veolia en l'absence d'un plan d'affaires établi conjointement avec la direction de Suez. Ces synergies ont été prises en compte dans le prix de l'Offre ».

1.5 Fusion et réorganisation juridique

« Conformément aux termes de l'Accord de Principe, de l'Accord de Rapprochement et du Memorandum of Understanding, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la Cession du Périmètre, par Suez au bénéfice du Consortium, en vue de la création du « nouveau Suez » [...].

En outre, l'Initiateur se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle fusion de la Société (ou d'autres entités du groupe Suez) avec lui-même ou d'autres entités du groupe Veolia, ou tout transfert d'actifs ou d'activités, y compris par voie d'apport ou de cession, entre la Société (ou d'autres entités du groupe Suez) et l'Initiateur (ou toute entité du groupe Veolia). L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société (ou d'autres entités du groupe Suez). À ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été engagée, à l'exception de la Cession du Périmètre ».

1.6 Retrait obligatoire

« En application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions Suez, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de Suez. [...] »

1.7 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

« À l'exception du contrat d'achat d'actions conclu entre Veolia et Engie le 5 octobre 2021, de l'Accord de Principe, de l'Accord de Rapprochement, du Memorandum of Understanding et du Put Option Agreement, [...], l'Initiateur n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ».

2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 et n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe 1.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre, et ses évolutions ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de SUEZ, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- Analyser les comptes et plans d'affaires du groupe SUEZ avec le Management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- Examiner les transactions intervenues précédemment sur le capital de la Société, et notamment l'acquisition hors marché, par VEOLIA, d'un bloc d'actions représentant 29,9% du capital de SUEZ, intervenue le 6 octobre 2020 auprès d'ENGIE ;
- Procéder à l'évaluation multicritères du groupe SUEZ et à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- Procéder à une revue critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;

- Analyser les accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre, à savoir le contrat d'achat d'actions entre VEOLIA et ENGIE comprenant une clause de complément de prix, l'Accord de Principe et l'Accord de Rapprochement entre SUEZ et VEOLIA, le *Memorandum of Understanding* conclu entre SUEZ, VEOLIA et le Consortium pour la cession de certains actifs du périmètre du Groupe SUEZ, l'offre d'acquisition du Nouveau SUEZ remise par le Consortium et le *Put Option Agreement* ;
- Etablir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions SUEZ et notre opinion quant au caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le Management de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant les plans d'affaires de la Société (plan d'affaires global et plans d'affaires des différentes activités), puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux selon une approche globale et selon une approche par la somme des parties.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des établissements présentateurs, soit CREDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK, HSBC, MORGAN STANLEY et BANK OF AMERICA tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons, dans ce cadre, tenu une réunion de travail avec les représentants des établissements présentateurs.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation de l'environnement économique et des activités SUEZ

La présentation qui suit résulte notamment des Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020, ainsi que des études XERFI « Le marché de l'eau et de l'assainissement face à la crise » et « Le Marché des déchets face à la crise » publiées en 2020.

4.1 Brève présentation du marché mondial de l'Eau

Le marché mondial de l'Eau présente de très fortes disparités selon le niveau de développement des pays. Dans les marchés matures, les infrastructures et les réseaux existants offrent une bonne qualité de service pour la distribution et l'assainissement de l'eau tandis que dans les pays émergents, les infrastructures existantes ne permettent pas de répondre aux besoins de la population.

Le développement des marchés émergents devrait entraîner une forte demande d'investissement en infrastructures et services pour répondre aux besoins liés à la croissance démographique et économique ainsi qu'à la forte urbanisation et industrialisation en résultant.

De plus, de nombreux pays, matures ou non, sont confrontés ou devraient être confrontés dans les années à venir à la raréfaction des ressources disponibles en raison du réchauffement climatique, de la pollution ou de la surexploitation des nappes phréatiques. Selon l'OMS, la moitié de la population mondiale se trouvera dans des régions subissant un stress hydrique^{8,9} à l'horizon 2025.

Dans ce contexte, les infrastructures et services permettant d'optimiser l'utilisation et la distribution de l'eau devraient faire l'objet d'une forte demande de la part des clients publics et privés. De même, des solutions moins conventionnelles telles que la désalinisation ou la réutilisation des eaux d'épuration, pourraient être un facteur de croissance sur ce marché.

Par ailleurs, de nombreux pays matures ont adopté des réglementations imposant des standards élevés en termes de qualité de l'eau potable. Ces politiques, combinées à des infrastructures parfois vieillissantes, entraîneront des besoins d'investissement importants pour les municipalités de ces pays dont devraient bénéficier les acteurs du marché.

Enfin, la prise de conscience mondiale pour les enjeux environnementaux a entraîné l'adoption de politiques destinées à réduire l'utilisation de l'eau dans de nombreux pays ainsi qu'un changement de comportement individuel des usagers en termes de consommation. Dans les pays matures, la consommation individuelle des usagers est ainsi en recul mais la consommation globale reste stable en raison de la croissance démographique et économique.

⁸ Stress Hydrique : situation de disponibilité en eau inférieure à 1.700 m³ /an / habitant selon l'OMS. Source : Futura Science.

⁹ Article OMS : « Eau » – Juin 2019.

4.2 Les différentes activités développées sur le marché de l'Eau

Les principales activités développées sur le marché de l'Eau peuvent être regroupées comme suit :

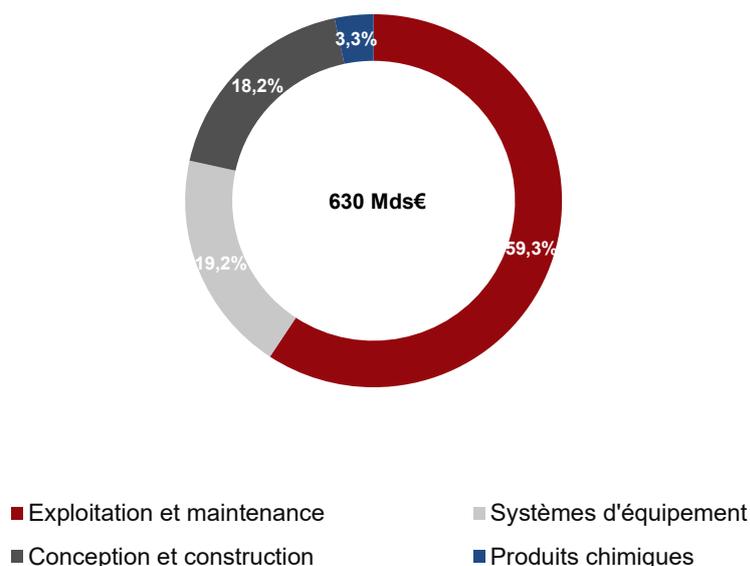
- L'étude, la conception et la construction des infrastructures liées à l'Eau, telles que les centres de collecte, de stockage et de traitement des eaux usées ou les réseaux de distribution pour le compte de collectivités ou d'industriels ;
- L'opération et la maintenance des infrastructures et réseaux, en particulier pour la distribution d'eau potable et l'épuration des eaux usées ;
- Le développement et la distribution d'équipements techniques nécessaires aux infrastructures et réseaux d'eau publics ou industriels (pompes, valves, filtres, etc.) ;
- La production et la distribution de produits chimiques nécessaires au traitement de l'eau potable ou à l'épuration des eaux usées.

La majeure partie de l'activité du groupe SUEZ dans l'Eau concerne l'opération et la maintenance d'infrastructures en vue de la distribution d'eau potable et du traitement des eaux usées dans le cadre de contrats municipaux. Ce segment regroupe différentes activités qui peuvent être délivrées par un même opérateur intégré ou par plusieurs intervenants :

- Le captage (le prélèvement de l'eau), le traitement, le stockage et la distribution ;
- La collecte et le traitement des eaux usées (eaux polluées par une activité domestique, industrielle ou agricole et les eaux pluviales et de ruissellement) ;
- La gestion de la clientèle, intégrant, selon les cas, les relations avec les usagers, la relève et la facturation des consommations ainsi que le recouvrement des paiements.

Le marché mondial des produits et services liés à l'Eau représentait 630 Mds€ en 2018. La répartition de ce marché entre ses différentes composantes est présentée ci-après.

Figure 1 : Marché mondial de l'Eau en 2018



Source : Données GLOBAL WATER INTELLIGENCE

En termes de destination, l'usage de l'eau était principalement réparti en 2020 entre l'agriculture (environ 69% de la demande), l'industrie (environ 17%) et l'usage domestique (environ 14%).

4.2.1 Analyse de l'environnement des principaux marchés du groupe SUEZ

Pour son activité Eau, le groupe SUEZ opère principalement en France, en Espagne, au Chili, aux Etats-Unis et en Chine.

Nous présentons ci-après les principales caractéristiques de ces marchés.

4.2.1.1 Le marché de l'Eau en France

L'activité de gestion, de distribution et de traitement de l'Eau à usage domestique en France représente un marché de 14,5 Mds€. Ce service est soit directement fourni par les collectivités (exploitation dite « en régie » assurée par les municipalités sans l'intervention d'opérateurs privés et représentant environ 40% du marché), soit par l'intermédiaire d'opérateurs privés qui représentent environ 60% du marché.

Alors que cette répartition du marché entre « régie » et opérateurs privés était globalement stable depuis 2006¹⁰, la France a vu certaines de ses principales agglomérations opter pour un retour à l'exploitation en régie. C'est le cas de la ville de Bordeaux qui a décidé de reprendre la gestion de l'eau à partir de 2023, mettant fin à son contrat avec SUEZ¹¹, ou de Lyon dont le contrat avec VEOLIA prendra fin en 2022¹².

En France, les trois principaux opérateurs (VEOLIA, SUEZ et SAUR¹³) détiennent environ 94% du marché confié aux opérateurs privés.

Il existe trois principaux types de contrats dans le cadre de la gestion de l'eau par un acteur privé¹⁴ :

- Les contrats de « Régie Intéressée » pour lesquels l'opérateur réalise la prestation technique d'opération et de maintenance des infrastructures et la municipalité assure la gestion auprès des usagers, assume le risque opérationnel et reste propriétaire de l'ensemble des actifs. La rémunération de l'opérateur est dans ce cas dépendante de la qualité de service, des économies réalisées et des résultats financiers inhérents à l'exploitation ;
- Les contrats d'« Affermage »¹⁵ pour lesquels l'opérateur assure l'exploitation des infrastructures et la gestion de l'eau auprès des usagers et supporte le risque lié à l'exploitation. Les infrastructures restent la propriété des municipalités, mais l'opérateur se charge de leur entretien et de leur exploitation en échange du droit à facturer les usagers ;
- Les contrats de « Concession » pour lesquels l'opérateur est responsable du financement et de la construction de l'infrastructure à son propre risque en échange d'un droit à facturer les usagers. Les actifs existants sont transférés aux opérateurs et les nouvelles infrastructures sont détenues et exploitées par ces derniers. A la fin du contrat, les actifs peuvent être soit remis à la municipalité, soit revendus à un prix fixé lors de la signature du contrat. Pour ce type de contrat, les investissements sont un élément clé de succès.

Ces contrats ont une durée moyenne de 10 ans, garantissant une bonne visibilité sur les revenus futurs des opérateurs, avec un taux de renouvellement à l'échéance pour le détenteur du contrat compris entre 75% et 85%. Il convient toutefois de relever qu'entre 2007 et 2016, les opérateurs ont connu une nette contraction de leurs revenus (pouvant atteindre jusqu'à 27%) en raison d'une forte pression sur les prix exercée par les municipalités durant cette période. Depuis 2017, les tarifs de l'eau se sont stabilisés.

¹⁰ Source : Document d'Enregistrement Universel 2019 de SUEZ.

¹¹ Source : France Bleu : « Bordeaux Métropole va reprendre la main sur la gestion de l'eau en 2023 » - Décembre 2020.

¹² Source : Rue89Lyon : « Une régie pour l'eau du Grand Lyon : la fin du pré carré de VEOLIA » - Décembre 2020.

¹³ Société non cotée

¹⁴ Depuis 2015 il existe également la possibilité de constituer une Société d'économie mixte à opération unique (« SEMOP »), c'est à dire est une co-entreprise entre l'opérateur et la collectivité. Les infrastructures sont transférées à la co-entreprise au moment de sa création et remises à la collectivité à la fin du contrat.

¹⁵ Les contrats d'affermage représentent la majeure partie des contrats du Groupe SUEZ.

Les opérateurs privés proposent également des services additionnels aux municipalités tels que le *consulting* ou le développement de solutions technologiques innovantes (par exemple l'utilisation de capteurs connectés dans les réseaux de distribution ou des logiciels d'optimisation des réseaux et des flux, permettant d'économiser les ressources en eau et d'améliorer les performances opérationnelles et financières des opérations) qui constituent de véritables relais de croissance pour les années à venir.

Par ailleurs, la loi « NOTRe », promulguée en août 2015, qui prévoit le regroupement de communes en EPCI¹⁶ et le transfert des compétences « eau et assainissement » vers les communautés de communes et d'agglomération, a entraîné une augmentation de la taille des contrats et, par conséquent, une diminution du nombre d'appels d'offres. Il convient toutefois de préciser qu'il existait, avant l'adoption de la loi « NOTRe », des contrats regroupant déjà plusieurs communes (50% à 75% du chiffre d'affaires des principaux opérateurs en France), limitant l'impact de cette loi sur l'activité des principaux acteurs privés.

Enfin, la France est également soumise aux lois européennes telles que la Directive sur les eaux urbaines résiduaires qui vise à protéger la détérioration des nappes phréatiques due aux eaux usées, et la Directive sur l'eau potable qui impose de nouveaux critères de qualité, ce qui pourrait favoriser la demande pour les services et l'expertise technique proposés par les opérateurs privés.

4.2.1.2 Le marché de l'Eau en Espagne

En Espagne, les opérateurs privés représentent environ la moitié du marché de la production et de la distribution d'eau potable et 85% du marché du traitement des eaux usées¹⁷.

Il existe 3 modèles d'exploitation : les contrats publics qui couvrent 47% de la population, les contrats privés 33% et les partenariats public-privé 20%.

Les tarifs sont révisés annuellement et varient localement selon plusieurs facteurs :

- Le niveau des ressources disponibles ;
- Les relations avec les municipalités (qui sont l'organisme de réglementation ayant pleine autorité sur le secteur de l'Eau) ;
- Le prix de la main d'œuvre dans la région concernée ;
- La densité de population ;
- Les investissements réalisés lors de l'exploitation des concessions.

¹⁶ Etablissement Public de Coopération Intercommunale.

¹⁷ Document d'Enregistrement Universel 2020 de SUEZ.

Les deux principaux opérateurs (SUEZ et AQUALIA) représentent 75% du marché privé, étant précisé que plusieurs contrats majeurs d'AQUALIA (avec les municipalités d'Alcoy, Dénia ou Yecla par exemple) arrivent à expiration dans les deux prochaines années, ce qui pourrait représenter une opportunité de croissance pour SUEZ.

Bien que le marché de l'Eau en Espagne ait été affecté par la forte contraction du tourisme liée à la crise sanitaire en 2020, il s'agit d'un marché porteur, notamment pour le développement de solutions techniques destinées à lutter contre le stress hydrique ou les accidents liés au dérèglement climatique (sécheresses, inondations).

En termes réglementaires, le marché espagnol est soumis aux mêmes directives européennes que la France dont, notamment la Directive relative aux eaux résiduaires qui pourrait entraîner des investissements importants dans les infrastructures.

4.2.1.3 Le marché de l'Eau au Chili

Le marché de l'Eau municipale au Chili représente 1,7 Mds €. Il est exploité à 95% par des opérateurs privés selon un modèle régulé à travers lequel l'Etat garantit aux opérateurs un niveau de rentabilité des capitaux propres (ROE) fixé à 7%.

Les opérations des intervenants privés peuvent être encadrés par deux types de contrats :

- Les contrats perpétuels qui couvrent 72% de la population et selon lesquels l'opérateur détient les actifs de gestion de l'eau sans limitation de durée ;
- Les contrats d'une durée de 30 ans selon lesquels l'Etat détient les actifs et garantit à l'opérateur une exploitation des droits sur la durée du contrat. Ces contrats sont soumis à un processus d'appel d'offre.

En termes de volumes, la consommation d'eau est attendue en hausse de 2% à 3% par an au cours des prochaines années, en lien avec la forte croissance démographique dans les zones urbaines du pays.

De plus, certaines régions dont celle de Santiago connaissent une raréfaction de plus en plus importante des ressources en eau, favorisant le recours à des opérateurs privés afin de construire des infrastructures adaptées et d'optimiser la gestion de l'eau. Hormis ces ouvrages spécifiques, les infrastructures sont relativement récentes et le marché présente donc un besoin d'investissement limité.

Par ailleurs, la réglementation prévoit qu'aucun opérateur ne puisse détenir plus de 50% de part de marché, limitant ainsi les opérations de consolidation dans un pays où les principaux acteurs détiennent chacun des parts de marchés conséquentes (dont environ 39% pour SUEZ en suite de la cession de sa participation dans ESSAL en 2020).

Enfin, il convient de relever que les 15 et 16 mai 2021, les Chiliens ont élu, parmi 1 300 candidats, 155 représentants de l'assemblée constituante, en charge de la rédaction de la nouvelle constitution.

Ces élections ont été dominées par les candidats indépendants et de gauche, en faveur d'une refonte de la constitution et d'une révision de la participation de l'Etat dans les services publics de base, au détriment de la coalition des partis de droite au pouvoir depuis plus de 30, et défendant le système actuel.

L'assemblée constituante dispose d'un maximum de 12 mois, pour proposer un nouveau texte constitutionnel qui sera soumis à l'approbation des Chiliens lors d'un référendum organisé en 2022.

La majorité des élus en charge de la rédaction de la nouvelle constitution considèrent l'eau comme un droit humain et souhaitent changer son mode de gestion. Bien que l'eau soit un bien national à usage public, celle-ci est actuellement réglementée par le Código de Aguas¹⁸ et non par la constitution. Leurs propositions ouvriraient la voie vers un changement dans le modèle de gestion de l'eau en proposant sa régulation voire, plus directement, la fin de son exploitation par des entreprises privées ou encore la remise en question des contrats perpétuels^{19 20}, ce qui pourrait impacter de manière significative les opérations de SUEZ dans ce pays.

4.2.1.4 Le marché régulé de l'Eau aux Etats-Unis²¹

Aux Etats-Unis, la majorité du marché régulé est administrée directement par les collectivités publiques locales (89%). Le solde (11%), adressé par les opérateurs privés, représente près de 11 Mds€. Ce secteur reste fragmenté puisque 40 opérateurs locaux exploitent plus de 52 000 systèmes d'eau potable et 17 000 centres de traitement des eaux usées dans 34 états.

Dans le cadre du marché régulé, les *PUCs*²² garantissent aux opérateurs privés un seuil de rentabilité des capitaux propres (ROE) compris entre 8% et 12%, permettant de limiter leurs risques financiers et les incitant à investir dans le renouvellement des infrastructures et des réseaux vieillissants dans le pays (âge moyen de 45 ans avec un taux de renouvellement inférieur à 1%).

Face à ces besoins d'investissements importants, certaines collectivités publiques confrontées à une baisse de leurs revenus (diminution des revenus provenant des taxes et du financement fédéral), cumulée à une augmentation de leurs coûts de fonctionnement, ont cédé tout ou partie de leurs actifs à des acteurs privés ou leur ont accordé des droits d'exploitation sur de longues périodes.

¹⁸ Code de l'eau.

¹⁹ Convención ambientalista: más de un 70% de constituyentes respalda cambiar modelo de gestión del agua – EL MOSTRADOR – 18 mai 2021.

²⁰ *Agua: los cambios que vendrán* – LA TERCERA – 23 mai 2021.

²¹ S'agissant des activités « non régulées » (prestations de services de maintenance, réhabilitation ou remplacement pour des collectivités ou opérateurs) celles-ci représentent moins de 3% du marché global (marché régulé et non régulé) de l'Eau aux Etats-Unis.

²² Public Utility Commissions.

Ce phénomène de cessions pourrait s'intensifier dans le futur en raison des besoins de financement croissants et de l'augmentation des coûts de mise en conformité des infrastructures du fait de la multiplication des réglementations liées à l'environnement et à la sécurité (dont le nombre a été multiplié par 6 depuis 1980).

Ces cessions pourraient permettre aux principaux opérateurs du marché régulé (AMERICAN WATER²³, SUEZ NORTH AMERICA et ESSENTIAL UTILITIES²⁴ qui se partagent 37% du marché) d'étendre leur présence et d'augmenter leurs parts de marché.

Par ailleurs, certains Etats comme la Californie et le Texas font face à une raréfaction importante des ressources en eau, qui nécessitent l'intervention d'opérateurs spécialisés pour optimiser les systèmes de gestion de l'eau.

L'ensemble de ces facteurs, ainsi que les plans de relance et d'investissement massifs dans les infrastructures annoncés récemment par la nouvelle administration, devraient avoir un impact positif sur le marché de l'Eau aux Etats-Unis, ce qui pourrait inciter certains acteurs du secteur de l'énergie à entrer sur ce marché afin de créer des points de contact uniques pour les usagers, intensifiant ainsi la concurrence lors des cessions d'actifs par les collectivités.

Il convient également de relever que dans un marché mature où les populations sont sensibilisées à l'optimisation des ressources, la croissance des revenus devrait principalement provenir des hausses tarifaires que les autorités accordent aux opérateurs privés en contrepartie des investissements consentis pour la rénovation des infrastructures, afin de leur assurer les niveaux de ROE minimums garantis. Ces hausses tarifaires pourraient cependant être contraintes à terme par une volonté politique de limiter l'augmentation du coût d'accès à l'eau pour les usagers.

4.2.1.5 Le marché de l'Eau en Chine

Le marché de l'Eau en Chine représente 119 Mds € et est en forte croissance (+4% par an attendu jusqu'en 2023). L'eau municipale représente 80% du marché et son développement est soutenu par la forte croissance du pays, l'urbanisation massive, la hausse du niveau de vie ainsi que par un durcissement de la réglementation qui impose des standards de qualité de l'eau de plus en plus élevés.

60% du marché est opéré directement par les municipalités. Pour les 40% restant, la concurrence des entreprises directement détenues par l'Etat chinois (BEIJING CAPITAL) et des acteurs privés locaux (BEIJING ORIGIN WATER) est forte pour les entreprises internationales (principalement SUEZ et VEOLIA) qui doivent de surcroît s'associer avec des acteurs locaux.

Les contrats pour la gestion de l'eau avec les municipalités sont généralement d'une durée comprise entre 30 ans et 50 ans avec une régulation des tarifs de plus en plus stricte. Ils requièrent également des investissements importants puisque les opérateurs font l'acquisition de 50% des actifs au début du contrat.

²³ Société présentée en Annexe 3.

²⁴ Société présentée en Annexe 3.

4.2.2 Le marché de l'Eau pour les clients industriels

Le marché de l'Eau pour les clients industriels regroupe :

- Les activités de développement et de commercialisation des équipements et solutions technologiques, qui représentent 50 Mds\$ et qui sont attendues en croissance de 5% par an jusqu'en 2025 ;
- Les solutions de traitements chimiques et processus associés qui représentent 16 Mds\$. Au sein de ce marché, peuvent être distinguées (i) l'activité de traitement chimique dédiée à l'eau qui représente 10 Mds\$, et dont la croissance devrait être de 4% par an jusqu'en 2025 et (ii) l'activité dédiée au raffinage et traitement du gaz et du pétrole qui représente 6 Mds\$.

La croissance de ces marchés devrait être soutenue par le développement de l'industrie à l'échelle mondiale qui, combinée (i) à l'attention croissante que les entreprises portent à leur empreinte environnementale, (ii) aux exigences réglementaires plus strictes, et (iii) à la possibilité de réaliser des économies, devrait conduire les industriels à investir dans des projets, services et produits destinés à optimiser l'utilisation des ressources en eau ou à permettre leur réutilisation.

A la différence de l'eau municipale, ces services s'inscrivent généralement dans le cadre de contrats d'une durée limitée (1 à 5 ans). Les acteurs du marché peuvent limiter l'attrition des contrats en proposant des offres intégrées combinant leurs technologies, produits et services qui sont de nature à limiter la capacité des clients à changer facilement de prestataires.

Compte tenu de la spécificité des marchés à adresser, et à l'exception de SUEZ et de VEOLIA qui interviennent sur l'ensemble de la chaîne de valeurs, les acteurs de ce marché ont tendance à se spécialiser sur quelques « verticaux » sur lesquels ils seront des références en termes d'expertise technique.

4.2.3 L'impact de la crise sanitaire Covid-19

Dans l'ensemble, les activités liées à l'eau ont fait preuve de résilience dans le contexte de crise sanitaire liée à la Covid-19. Pour autant, la contraction des activités industrielles et l'arrêt du tourisme a pesé sur la consommation d'eau²⁵, avec notamment une baisse de la demande dans le secteur industriel estimée en moyenne à 27%²⁶.

Dans les pays émergents, la crise de la Covid-19 est venue s'ajouter à des difficultés d'accès à l'eau déjà fortement présentes et pourrait donc avoir un impact sur les revenus des opérateurs. Au Chili par exemple, le gouvernement a décidé, avec certains opérateurs, de reporter les factures d'eau pour les ménages les plus pauvres.

²⁵ XERFI - « Le marché de l'eau et de l'assainissement face à la crise » - 2020.

²⁶ Article : The Impact of Covid-19 on the water and Sanitation Sector - Juin 2020.

Cependant, la crise sanitaire a également permis le développement de nouveaux services spécifiques susceptibles de générer des sources de revenus additionnels pour les opérateurs. Par exemple, SUEZ, à travers sa filiale *Smart & Environmental Solutions* en Espagne, a développé la solution « *City Sentinel* » permettant de suivre la présence du coronavirus dans les eaux usées.

4.3 Le marché du traitement des déchets

4.3.1 Brève présentation du marché mondial du traitement des déchets²⁷

Le marché du traitement des déchets se décompose en deux principales catégories d'activités :

- La collecte des déchets ménagers, industriels et dangereux en amont ;
- Le traitement des déchets collectés en aval, à travers notamment :
 - L'enfouissement des déchets sur des sites dédiés avec une éventuelle méthanisation ;
 - Le recyclage qui permet la réutilisation de certains composants d'un déchet par un procédé chimique ou mécanique pour la fabrication d'un nouveau produit ;
 - La valorisation à travers des procédés de méthanisation et d'incinération avec production d'énergie.

Les principaux clients de ce marché sont les collectivités locales, qui délèguent tout ou partie du service public de gestion des déchets domestiques ainsi que les entreprises qui externalisent cette activité.

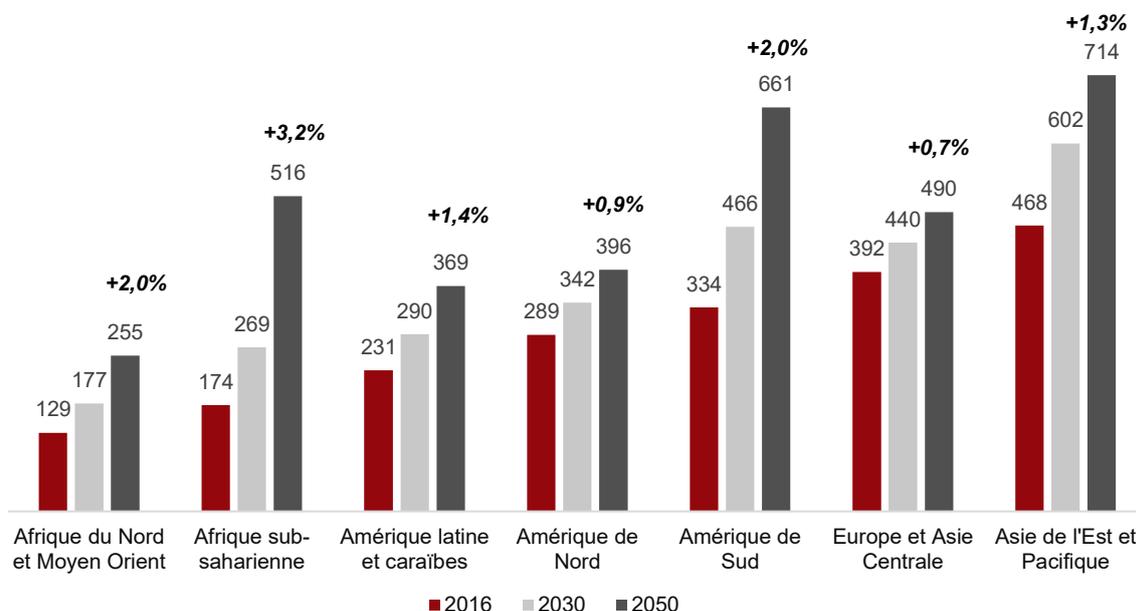
Actuellement, 0,74 kg de déchets sont produits par jour et par habitant dans le monde, avec cependant de fortes disparités selon le niveau de développement des pays. Les marchés matures génèrent 34% des déchets de la planète alors qu'ils ne représentent que 16% de la population mondiale. Les pays à faible niveau de revenus produisent majoritairement des déchets alimentaires, tandis que les pays développés produisent davantage de déchets « secs » (plastique, papier, métal et verre).

Le marché est attendu en croissance puisque la production mondiale de déchets devrait atteindre 3,4 MdsT/an à l'horizon 2050 (contre 2 MdsT/an en 2016²⁸), en raison du développement économique des pays émergents.

²⁷ Selon la loi du 15 juillet 1975, est considéré comme étant un déchet : « Tout résidu d'un processus de production, de transformation ou d'utilisation, toute substance, matériau, produit, ou plus généralement tout bien meuble abandonné ou que le détenteur destine à l'abandon », article L. 541-1-1 du Code de l'environnement.

²⁸ BANQUE MONDIALE : "What a Waste 2.0 : A Global Snapshot of Solid Waste Management to 2050" – 2018.

Figure 2 : Volumes historiques et estimés de déchets par région (Millions de tonnes)*



*Les évolutions affichées correspondent à des croissances annuelles moyennes calculées sur la période 2016 - 2050.

Source : Banque mondiale

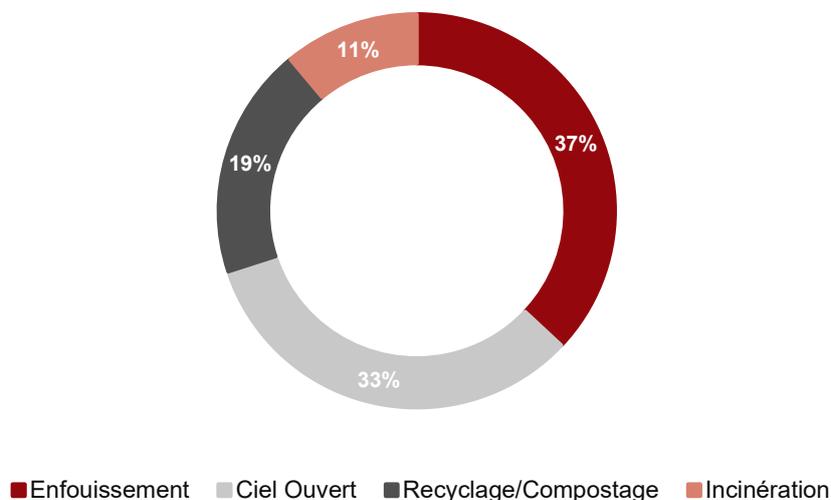
Le marché du traitement des déchets est régi par de nombreux facteurs d'importance variable selon les géographies, parmi lesquels la réglementation, le volume de déchets produits, les capacités de traitement disponibles et le pouvoir de négociation entre fournisseurs de services et clients qui résulte de l'équilibre entre volumes et capacités de traitement des déchets.

Les différentes réglementations nationales et internationales sont un élément déterminant du comportement des collectivités, des entreprises et des ménages par l'interdiction croissante de certaines pratiques ou la mise en œuvre de politiques fiscales destinées à favoriser les modes de traitements plus durables comme la valorisation énergétique et le recyclage au détriment de l'enfouissement.

Au niveau mondial, les deux principaux types de traitements des déchets sont l'enfouissement et la mise en décharge à ciel ouvert, avec également de fortes disparités entre les pays selon leur niveau de revenu. Seulement 2% des déchets sont mis en décharges à ciel ouvert dans les pays à revenus élevés, où les réglementations relatives au traitement des déchets sont de plus en plus strictes et où les populations sont d'avantages sensibilisées aux enjeux écologiques, alors que cette proportion atteint 93% pour les pays à faibles revenus.

De plus, les marchés matures ont recours à des méthodes de traitement des déchets plus durables comme la valorisation énergétique ou le recyclage : 33,3% des déchets sont recyclés en Amérique du Nord contre seulement 6,6% en Afrique subsaharienne.

Figure 3 : Modes de traitement des déchets à l'échelle mondiale



Source : BANQUE MONDIALE : "What a Waste 2.0 : A Global Snapshot of Solid Waste Management to 2050" – 2018

4.3.2 Chaîne de valeur et déterminants du marché du traitement des déchets

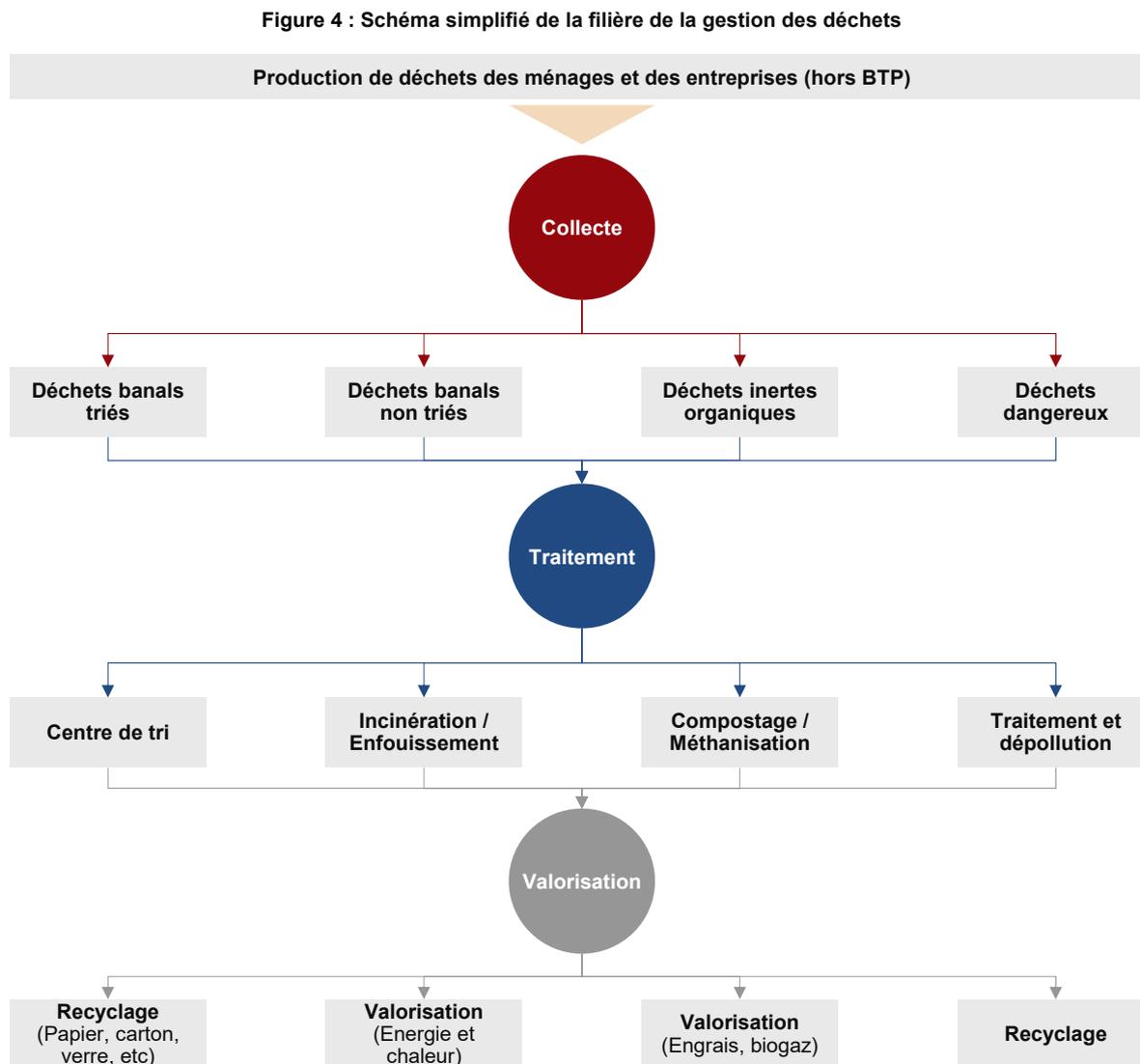
4.3.2.1 Typologie des déchets traités

Les déchets peuvent être répartis en trois catégories :

- Les déchets inertes, considérés comme étant les déchets les plus stables et ne générant pas de pollution, ils sont éliminés par réemploi ou stockage et ne font l'objet d'aucune modification physique, chimique ou biologique ;
- Les déchets ménagers et assimilés et les déchets industriels banals, qui regroupent les déchets produits par les particuliers et les déchets non dangereux produits par les entreprises (ordures ménagères, encombrants et déchets verts) ;
- Les déchets dangereux, qui regroupent les déchets issus de l'activité industrielle, les déchets d'équipements électriques et électroniques, les déchets d'activités de soins à risques infectieux et les déchets toxiques en quantités dispersées correspondant aux déchets produits en petites quantités par les ménages, les commerçants ou les PME. En France, les déchets dangereux représentent 3,4% du total des déchets produits²⁹.

²⁹ Etude XERFI « Le Marché des déchets face à la crise » - 2020.

Selon leur typologie, les déchets suivent un processus de collecte, de traitement et de valorisation qui peut être résumé selon le schéma suivant :



Source : Etude Xerfi : « Le marché des déchets face à la crise » - 2020

4.3.2.2 Les principaux déterminants et risques de l'activité

Comme indiqué précédemment, la croissance économique et démographique et l'urbanisation croissante, cumulées à des réglementations plus strictes en faveur du traitement des déchets font de ce marché un secteur porteur au niveau mondial. Il existe toutefois des différences marquées selon les sous-segments (les solutions de traitement durable et la valorisation bénéficiant de mécanismes d'incitations gouvernementales) ou les géographies pour cette activité qui reste très dépendante des réglementations locales.

La collecte

La collecte devrait globalement bénéficier de la croissance économique et démographique tout en étant affectée par la responsabilisation croissante des entreprises et des ménages quant au tri et au recyclage de leurs déchets.

Il s'agit par ailleurs d'une activité pour laquelle les marges sont limitées compte tenu d'une intensité concurrentielle élevée en raison de faibles barrières à l'entrée (limitées à l'investissement dans une flotte de véhicules) et de contrats généralement plus courts que ceux des autres activités. Dans ces conditions, la concentration géographique d'un opérateur est déterminante dans la mesure où elle permet de maximiser l'efficacité opérationnelle par une utilisation optimale des actifs (flotte de véhicules) et des ressources. Cette activité présente également un risque de retour à l'exploitation en régie de la part des municipalités.

L'enfouissement

L'activité d'enfouissement devrait être pénalisée par des politiques publiques destinées à rendre son coût prohibitif pour les industriels, avec pour objectif de les inciter à s'orienter vers des traitements plus durables comme la valorisation ou le recyclage.

Les volumes enfouis sont donc attendus en baisse continue dans les années à venir selon le niveau des taxes appliquées. Le segment pourrait cependant continuer à bénéficier d'un rôle de « tampon » sur des marchés où les capacités de traitement durables sont saturées, comme cela a été le cas au moment de l'interdiction d'importation de déchets plastiques en Chine début 2018. L'ouverture de nouveaux sites d'enfouissement est désormais interdite ou très restreinte dans de nombreux pays, ce qui favorise les acteurs installés.

L'incinération/ la valorisation énergétique des déchets

La valorisation énergétique des déchets a bénéficié de mécanismes d'incitations publiques ayant favorisé l'investissement dans de nouveaux sites de traitement et de valorisation énergétique. La performance des opérateurs d'incinérateurs repose sur leur capacité à (i) capter les bénéfices des mesures incitatives (crédit d'énergie, financement, prix garantis) et (ii) à optimiser le plan de charge des installations afin de réduire le coût unitaire de traitement, en s'assurant notamment l'accès à des déchets adaptés et triés. Ces déchets peuvent provenir de déchets collectés en amont auprès de clients industriels ou commerciaux ou dans des centres de tri propres, soulignant les synergies dont peuvent bénéficier les acteurs intégrés localement.

Le coût d'acquisition des déchets, des matières premières utilisées (carburants) et le prix de revente de l'énergie produite auront également un impact sur les marges des opérateurs.

Le recyclage

Le recyclage représente le flux de traitement majoritaire en volume et en valeur sur les marchés français et britanniques où le groupe SUEZ opère.

Il s'agit d'une activité très fragmentée avec une variété de types de déchets (verre, papier, plastique, métal, organique) ayant chacun des processus de traitement spécifiques et des niveaux de recyclage variables. Le métal et le verre sont par exemple recyclés à plus de 70% alors que le taux de recyclage du plastique est inférieur à 50% en France ou au Royaume-Uni. Cette proportion devrait fortement progresser en raison de décisions prises en ce sens au niveau européen et de l'interdiction d'importation de plastique en Chine ou en Malaisie. Pour autant, le marché du recyclage du plastique n'est pas encore mature et son *business model* doit encore être stabilisé.

La rentabilité de cette activité est très variable et dépend principalement de la qualité des matériaux et de leur tri préalable, ainsi que de la capacité à acquérir des matériaux, puis à les revendre à l'issue du processus de recyclage à des conditions favorables afin de limiter l'exposition à la volatilité des prix³⁰.

Par ailleurs, les marges des acteurs pourraient être impactées par l'intensification de la concurrence, avec l'arrivée d'acteurs industriels qui intègrent le recyclage à leurs processus.

Dans ce contexte, la diversification des activités permet de réduire l'exposition à des politiques défavorables et de bénéficier de synergies entre les différents métiers (un acteur intégré peut par exemple utiliser les matériaux collectés et triés dans le cadre de son activité de collecte pour son activité de recyclage). Par ailleurs, les acteurs de ce marché tendent à réduire leur présence sur le segment des déchets traditionnels pour se tourner vers des activités à plus forte valeur ajoutée comme la gestion de déchets dangereux ou la valorisation.

³⁰ Le prix du papier recyclé, qui est l'une des principales matières recyclées, est passé de 19 €/T à 99€/T au cours de l'année 2020, avant de retrouver son prix habituel.

4.3.3 Analyse de l'environnement

4.3.3.1 Le marché français

Le marché du traitement des déchets en France représente environ 26,8 Mds €, pour une production de déchets de près de 4,9 tonnes de déchets par habitant.

En 2018, les déchets ont été générés par les activités de construction (72%), les activités commerciales et industrielles (14%) ainsi que par les municipalités et les ménages (14%). En France, 70% des déchets non dangereux subissent un traitement pour la récupération, 28% sont mis en centre de stockage et 2% sont incinérés sans revalorisation énergétique.

Les contrats de collecte confiés aux opérateurs présentent des caractéristiques différentes selon la typologie de clients. Les contrats passés avec les collectivités locales sont généralement d'une durée de 5 à 8 ans, avec peu de barrières à l'entrée. Dans ce cas, les déchets n'appartiennent pas aux opérateurs, qui en assurent seulement la gestion. Les contrats avec les industriels sont généralement d'une durée de 1 à 3 ans avec également de faibles barrières à l'entrée mais permettent aux opérateurs d'être propriétaire des déchets collectés.

La part des déchets non dangereux recyclés devrait être de plus en plus importante dans les années à venir en raison des évolutions réglementaires. Plusieurs lois régissent le traitement des déchets en France, dont la loi « anti-gaspillage pour une économie circulaire » du 10 février 2020 dont les principes sont :

- La réduction des déchets et l'augmentation des activités de valorisation, à travers la mise en place de taxes sur les activités polluantes et de tarifications incitatives ;
- Une production plus durable avec la mise en place de taxes et d'amendes afin de pénaliser l'obsolescence programmée et l'utilisation de sacs en plastique ;
- La modernisation des centres de tri et l'augmentation de la collecte sélective en attribuant un budget pour les municipalités ;
- L'incitation à l'utilisation de produits écologiques et le développement de solutions alternatives à l'usage du plastique, en finançant la recherche et les tests sur celles-ci.

Les objectifs de cette loi sont d'atteindre un plastique 100% recyclé ou valorisé à l'horizon 2025, contre 25% aujourd'hui. Il est également prévu que les activités d'enfouissement diminuent de moitié, que le volume de déchets provenant des municipalités diminue de 10% et que les déchets industriels restent stables d'ici à 2025.

La forte augmentation prévue de la Taxe Générale sur les Activités Polluantes (TGAP) jusqu'en 2025 va dans ce sens et devrait inciter les industriels et les entreprises à réduire les quantités de déchets produites et à s'orienter vers des solutions plus durables, moins fortement taxées (le montant de TGAP d'une tonne de déchets enfouie devrait s'élever à 65 € à horizon 2025 contre 25 € par tonne incinérée).

En plus des lois nationales, les réglementations européennes poussent à réduire les activités d'enfouissement au profit du recyclage. A l'horizon 2035, ces réglementations ont pour objectif que moins de 10% des déchets provenant des municipalités soient traités par enfouissement.

En ce qui concerne la valorisation énergétique, celle-ci représente un marché porteur sur lequel les contrats d'opérations et de maintenance sont d'environ 10 ans et les contrats de « Délégations de Service Public » d'environ 15 ans, avec des barrières à l'entrée importantes.

Les trois principaux acteurs, à savoir VEOLIA, SUEZ et DERICHBOURG représentent environ 50% du marché du recyclage et de la valorisation en France.

4.3.3.2 Le marché au Royaume-Uni

En 2018, le marché de déchets non dangereux au Royaume-Uni représente 23 Mds€ et 217 Millions de Tonnes. Ces déchets proviennent de l'industrie (41%), de la construction (34%), des ménages (21%) et d'autres domaines (4%).

Ce marché est attendu en croissance moyenne de 2,3% par an entre 2020 et 2025 en raison notamment des évolutions démographiques, de la hausse de l'activité économique et de la prise en considération des enjeux environnementaux dans les politiques publiques qui devraient favoriser le recours au recyclage et à la valorisation.

A l'instar de la France, le Royaume-Uni a mis en place une réglementation environnementale ambitieuse, la « *25 Year Environment Plan* » qui vise notamment :

- Une augmentation des activités de recyclage pour tous types de matériaux ;
- Le développement de sacs plastique réutilisables, recyclables ou compostables d'ici 2025 ;
- L'élimination des déchets alimentaires dans les activités d'enfouissement.

L'année 2023 devrait également voir l'application des mécanismes de « *Deposit Return Scheme* » (DRS) et « *Reinforced Extended Producer Responsibility* » (EPR) selon lesquels les consommateurs devront trier et rapporter eux-mêmes certains déchets ménagers dans des lieux ou bennes spécifiques, qui seront ensuite collectés et traités par les entreprises à l'origine de ces matériaux.

Enfin, le Brexit pourrait également contribuer à la croissance du marché du traitement de déchets au Royaume-Uni en raison d'une possible augmentation des taxes sur l'exportation des déchets vers l'Europe, qui conduirait à un accroissement du volume de déchets à traiter sur le sol britannique.

Les cinq principaux acteurs, à savoir VEOLIA, BIFFA³¹, SUEZ, VIRIDOR³² et FCC³³ représentent environ 23% du marché du recyclage et de la valorisation au Royaume-Uni, qui apparaît donc moins concentré que le marché français.

4.3.3.3 Le marché en Chine

Le marché du traitement des déchets en Chine représentait 42 Mds € en 2019, attendu en forte croissance dans les années à venir, favorisée par le développement d'infrastructures de traitements plus durables, soutenu par les autorités locales afin de répondre à des standards environnementaux de plus en plus élevés dans ces pays, ainsi que par l'urbanisation croissante qui entraîne une augmentation des volumes de déchets produits.

Le marché étant encore récent, des développements sont attendus à la fois au niveau du segment des déchets ménagers, pour lequel une croissance importante des volumes est anticipée, et dans les solutions de traitement des déchets avec la construction d'usines de valorisation énergétique et un accroissement du recyclage au détriment de l'enfouissement.

Le paysage concurrentiel est fortement fragmenté, avec les trois principaux acteurs locaux (CHINA EVERBRIGHT³⁴, CEHL, SANFENG) détenant moins de 15% du total du marché. La tendance est cependant à la consolidation, les principales entreprises chinoises cherchant à faire l'acquisition d'acteurs de petites tailles positionnés sur des marchés à plus forte valeur ajoutée. Les principaux acteurs internationaux présents en Chine sont SUEZ et VEOLIA avec chacun moins de 2% de part de marché.

4.3.3.4 Le marché en Australie

Le secteur des déchets en Australie représentait près de 8,5 Mds€ en 2017-2018. Sur ce marché également, la tendance est au développement du recyclage et de la valorisation énergétique des déchets au détriment de l'enfouissement qui devrait être davantage taxé.

Le marché est ainsi attendu en croissance de 5% par an, avec également un effet volume lié à l'interdiction de l'exportation des déchets vers l'Asie du Sud Est mise en place en juillet 2020 par le gouvernement fédéral.

³¹ Société présentée en Annexe 3

³² Société non cotée.

³³ Société présentée en Annexe 4

³⁴ Société présentée en Annexe 3

4.3.4 Les déchets dangereux

En 2020, le marché des déchets dangereux était estimé à 32 Mds\$ et se concentrait dans les pays d'Amérique du Nord, d'Europe ainsi que dans certains pays asiatiques comme la Chine.

D'une manière générale, le marché du traitement des déchets dangereux est en sous-capacité ce qui a un impact à la hausse sur leur prix de traitement. Cette situation ne devrait pas évoluer significativement dans les années à venir en raison notamment du faible nombre de projets de construction de nouvelles infrastructures d'incinération ou de stockage.

La France est le deuxième marché européen pour les déchets dangereux et les capacités de traitement y sont saturées, en raison notamment de l'importation croissante de déchets dangereux.

Dans les autres pays européens, le marché allemand est également en sous-capacité, tout comme en Irlande et au Royaume-Uni où le Brexit fait peser des incertitudes sur l'évolution du marché.

La Belgique et les Pays-Bas sont des marchés concentrés, dans lesquels le traitement des déchets dangereux se fait préférentiellement de manière locale, bien que ces pays soient ouverts à la concurrence, à l'importation et à l'exportation.

La réglementation européenne encadre fortement les déchets dangereux (Convention de Bâle, Directive cadre, Déchets, etc.) qui ne peuvent plus être exportés en dehors de la zone Europe. Leur circulation reste cependant libre au sein de celle-ci. Par conséquent, les principaux acteurs du marché cherchent à regrouper le traitement des déchets dangereux au sein de centres régionaux pouvant traiter les déchets de plusieurs pays. Dans ce cadre, il est essentiel pour ces acteurs d'avoir une logistique optimisée et des emplacements stratégiques au sein de l'espace européen, afin de maximiser leur rentabilité.

Il convient également de relever que le marché des déchets dangereux en Asie est en forte croissance du fait de standards plus stricts imposés aux industriels notamment.

4.3.5 L'impact de la crise sanitaire Covid-19

La filière du traitement des déchets s'est montrée globalement résiliente dans le contexte de crise sanitaire. En France par exemple, le chiffre d'affaires de la collecte et du traitement était attendu en recul limité de respectivement 3% et 6%³⁵ en 2020.

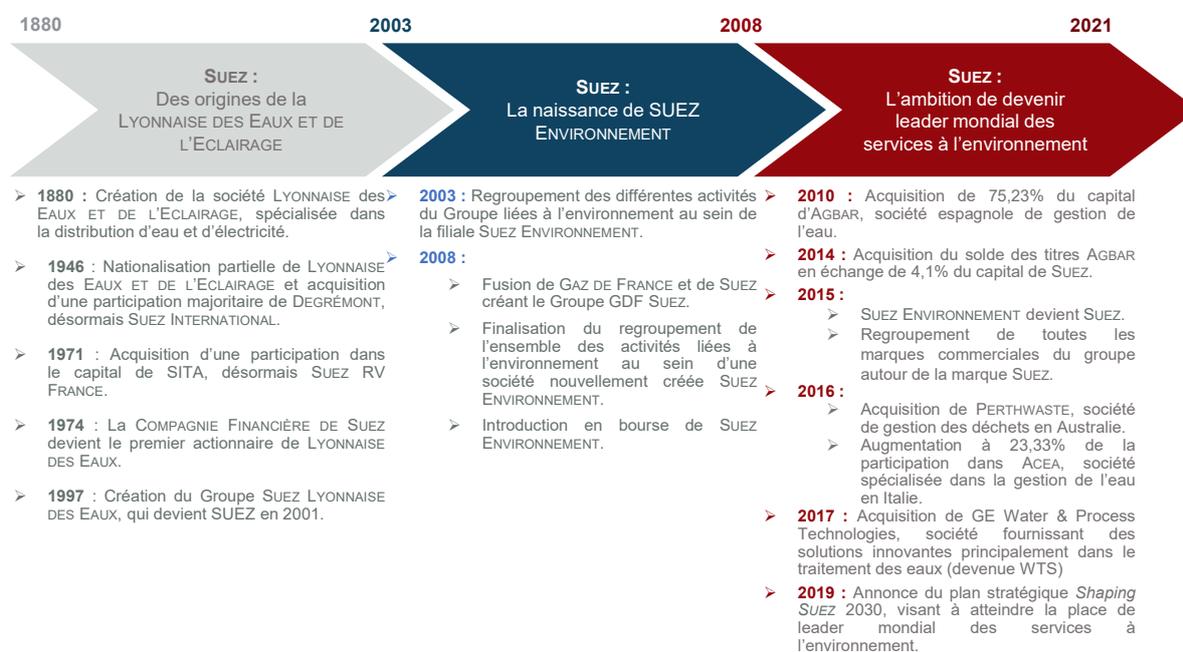
Bien que les mesures de confinement imposées par les gouvernements en 2020 aient conduit à une réduction du volume de déchets en raison de l'arrêt temporaire de l'activité des entreprises, la hausse des déchets ménagers a permis de compenser partiellement cette contraction des volumes industriels. La crise sanitaire a par ailleurs permis de dynamiser certains secteurs, comme le traitement des déchets d'activités de soins à risques infectieux.

³⁵ Prévisions XERFI : "Le marché des déchets face à la crise" – 2020.

4.4 Présentation de la société SUEZ

4.4.1 Rappel de l'historique

Figure 5 – Historique du Groupe



Source : Document Universel 2020 de SUEZ et analyses FINEXSI

La société LYONNAISE DES EAUX ET DE L'ÉCLAIRAGE est créée en 1880 et se spécialise dans les services de distribution d'eau et d'électricité de grandes villes comme Lyon, Nantes ou encore Paris.

Au sortir de la Seconde Guerre mondiale, la LYONNAISE DES EAUX ET DE L'ÉCLAIRAGE est partiellement nationalisée par l'État français et se concentre principalement sur les services de l'eau en devenant la LYONNAISE DES EAUX³⁶. Dans ce cadre, le groupe acquiert une participation majoritaire de 71,5% dans le capital de DEGREMONT³⁷, société spécialisée dans les services de distribution d'eau potable et de traitement des eaux usées en France et à l'international.

En 1970, afin d'élargir son offre de services à l'environnement, la LYONNAISE DES EAUX acquiert 51,3% du capital de SITA³⁸, société spécialisée dans la collecte des déchets.

³⁶ Devenue SUEZ EAU FRANCE.

³⁷ Devenue SUEZ INTERNATIONAL.

³⁸ Depuis 2000, le Groupe détient l'intégralité du capital de SITA, devenue SUEZ RV FRANCE.

En 1974, la COMPAGNIE FINANCIÈRE DE SUEZ entre au capital de la LYONNAISE DES EAUX et devient son premier actionnaire. Cette opération aboutit en 1997 à la fusion des deux entités pour créer le Groupe SUEZ LYONNAISE DES EAUX, qui deviendra SUEZ en 2001.

En 2003, les activités autour de l'eau et des déchets sont regroupées au sein d'une nouvelle entité, SUEZ ENVIRONNEMENT, qui détient les activités de services à l'environnement du groupe SUEZ.

Le 16 juillet 2008, GAZ DE FRANCE et SUEZ fusionnent pour créer GDF SUEZ, un des leaders mondiaux de l'électricité et du gaz. Dans le cadre de cette fusion, 65% des actions de SUEZ ENVIRONNEMENT sont distribuées aux actionnaires de SUEZ et les 35% restants sont détenus par le nouveau groupe GDF SUEZ.

Le 22 juillet 2008, SUEZ ENVIRONNEMENT est introduite en bourse sur les places de Paris et de Bruxelles.

En 2010, afin de renforcer sa présence à l'international, SUEZ ENVIRONNEMENT acquiert 75,23% du capital de la société espagnole SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA (AGBAR) qui propose des services de gestion de l'eau principalement en Espagne et au Chili. La Société acquiert en 2014 le solde des titres AGBAR auprès de CRITERIA CAIXA en échange de 4,1% de son capital.

Le 29 juillet 2015, SUEZ ENVIRONNEMENT devient SUEZ et regroupe toutes ses marques sous ce nom.

En 2016 et 2017, SUEZ réalise plusieurs opérations de croissance externe avec pour objectif de renforcer sa présence à l'international (acquisition de PERTHWASTE en Australie, augmentation de la participation dans ACEA³⁹, société italienne, et acquisition de GE WATER & PROCESS TECHNOLOGIES).

Le 2 octobre 2019, SUEZ dévoile son nouveau plan stratégique « *Shaping SUEZ 2030* », ayant pour ambition de faire de SUEZ le « *leader mondial des services à l'environnement* ».

4.4.2 Présentation du plan *Shaping SUEZ 2030*

Le plan « *Shaping SUEZ 2030* », présenté au marché le 2 octobre 2019, a pour objectif de positionner dès à présent le Groupe face aux opportunités et défis de la décennie, et d'accroître la création de valeur pour toutes les parties prenantes sur une période de quatre ans, à travers trois principaux axes que sont la sélectivité, la simplicité et l'engagement de ses salariés auprès de ses clients.

³⁹ Acquisition de 10,85% complémentaire au capital d'Acea permettant de détenir 23,33% du capital de la société (12,48% précédemment).

4.4.2.1 La « sélectivité »

La sélectivité en matière de croissance organique se matérialise par une exigence accrue dans le choix des projets et des marchés adressés par le Groupe pour accélérer son développement dans les domaines où il identifie les opportunités les plus fortes, à savoir :

- Le développement du Groupe sur les marchés internationaux à fort potentiel de croissance où les besoins en infrastructures environnementales sont importants (en particulier en Asie et en Afrique), avec pour ambition de réaliser 60% de son chiffre d'affaires à l'international (hors d'Europe) ;
- L'augmentation de la part des clients industriels, en adressant les activités à forte valeur ajoutée, avec pour ambition de générer 50% de ses revenus avec les clients industriels ;
- « Les technologies et solutions basées sur les données » qui viendront soutenir la compétitivité des offres du Groupe sur ses activités historiques et qui permettront le développement de nouvelles offres comme la gestion de la qualité de l'air ou l'agriculture intelligente. Le développement de ce segment s'appuiera notamment sur les technologies propriétaires, l'innovation et l'acquisition de sociétés dédiées. Le Groupe a pour ambition de réaliser 30% de ses revenus sur ce segment.

La mise en œuvre de cette croissance sélective passe notamment par une évolution de l'allocation du capital du Groupe et l'accélération de la rotation du portefeuille d'activités devant représenter entre 15% et 20% des capitaux employés. A ce jour, SUEZ a réalisé la totalité de la première vague de cessions prévue dans le cadre de son plan de rotation d'actifs avec :

- La cession de sa participation de 4,8% au sein d'AQUASURE ;
- La cession de sa participation de 53,51% dans ESSAL ;
- La cession de ses activités Recyclage et Valorisation en Suède ;
- La cession de sa filiale française OSIS à VEOLIA dont le *closing* est intervenu le 18 mai 2021 ;
- La cession de ses activités Recyclage et Valorisation en Europe du Nord (Allemagne, Luxembourg, Pologne, Pays bas) dont le *closing* est intervenu le 31 mai 2021.

Il est précisé que dans le cadre de la seconde vague de cessions, le groupe SUEZ a annoncé le 6 avril 2021 avoir trouvé un accord avec CLEANAWAY pour la cession de ses activités Recyclage et Valorisation en Australie sur la base d'une valeur d'entreprise de 2,52 Mds\$ australiens⁴⁰. Cependant, à la suite de l'Accord de Principe conclu avec VEOLIA le 11 avril 2021, SUEZ a résilié les accords avec CLEANAWAY, qui acquerra néanmoins un portefeuille d'actifs post-collecte dans la région de Sydney pour un montant de 501 M\$ australiens⁴¹.

⁴⁰ Soit environ 1,6 Mds€ sur la base d'un cours €/ \$ australien moyen 1 an au 6 avril 2021.

⁴¹ Soit environ 300 M€ sur la base d'un cours €/ \$ australien moyen 1 an au 6 avril 2021.

Il est par ailleurs prévu qu'une partie des produits de cessions soient réinvestis dans les activités du segment *Environmental Tech & Solutions* (ETS) et à l'international, où le Groupe a réalisé début 2021 l'acquisition des intérêts minoritaires en Chine dans SUEZ NWS et SUYU pour un montant d'environ 693 M€⁴².

4.4.2.2 La « simplicité »

Le volet simplicité du plan consiste en une transformation de l'organisation du Groupe et l'amélioration de sa performance opérationnelle par le déploiement d'un plan de performance (SPOT⁴³) devant générer des économies de coûts à hauteur de 1,2 Mds€ à l'horizon 2023 via :

- L'optimisation des processus opérationnels ;
- La transformation de la fonction achats ;
- La rationalisation des frais généraux.

4.4.2.3 « L'engagement de ses salariés auprès de ses clients »

L'engagement des salariés du Groupe doit passer par (i) le développement des compétences, (ii) la promotion de nouvelles valeurs (passion pour l'environnement, attention au client, respect, esprit d'équipe) et (iii) l'alignement des rémunérations des dirigeants avec les objectifs financiers du Groupe.

⁴² Communiqué de presse du 11 janvier 2021

⁴³ SPOT : SUEZ Performance Operational Transformation

4.4.2.4 Objectifs financiers du plan *Shaping SUEZ 2030*

En termes financiers, le plan « *Shaping SUEZ 2030* » vise à atteindre les objectifs suivants ⁴⁴ :

- Des économies à hauteur de 1,2 Md€⁴⁵ dans le cadre du plan de performance SPOT ;
- Une génération de *Free Cash-Flow* récurrent⁴⁶ supérieure à 500 M€ à partir de 2021 ;
- Une rentabilité des capitaux investis supérieure d'au moins 2 points à celle de 2018 (4,9%) à partir de 2022, permettant d'augmenter la capacité de distribution de dividendes du Groupe ;
- Un EBIT compris entre 1,4 Md€ et 1,6 Md€ en 2021⁴⁷ ;
- Un bénéfice par action de 0,80 € à 0,85 € en 2021⁴⁸.

Une dette nette comprise entre 2,8x et 3x l'EBITDA, permettant de maintenir une notation *investment grade*.

⁴⁴ D'après la présentation *Shaping SUEZ 2030* du 2 octobre 2019.

⁴⁵ Objectif initial de 1 Md€ revu à la hausse en septembre 2020 à 1,2 Md€.

⁴⁶ Flux de trésorerie issus des activités opérationnelles – coupon hybride + dépenses de restructuration (cash) – investissements corporels et incorporels – locations – frais financiers nets – flux incluant les dividendes aux/en provenance des participations minoritaires.

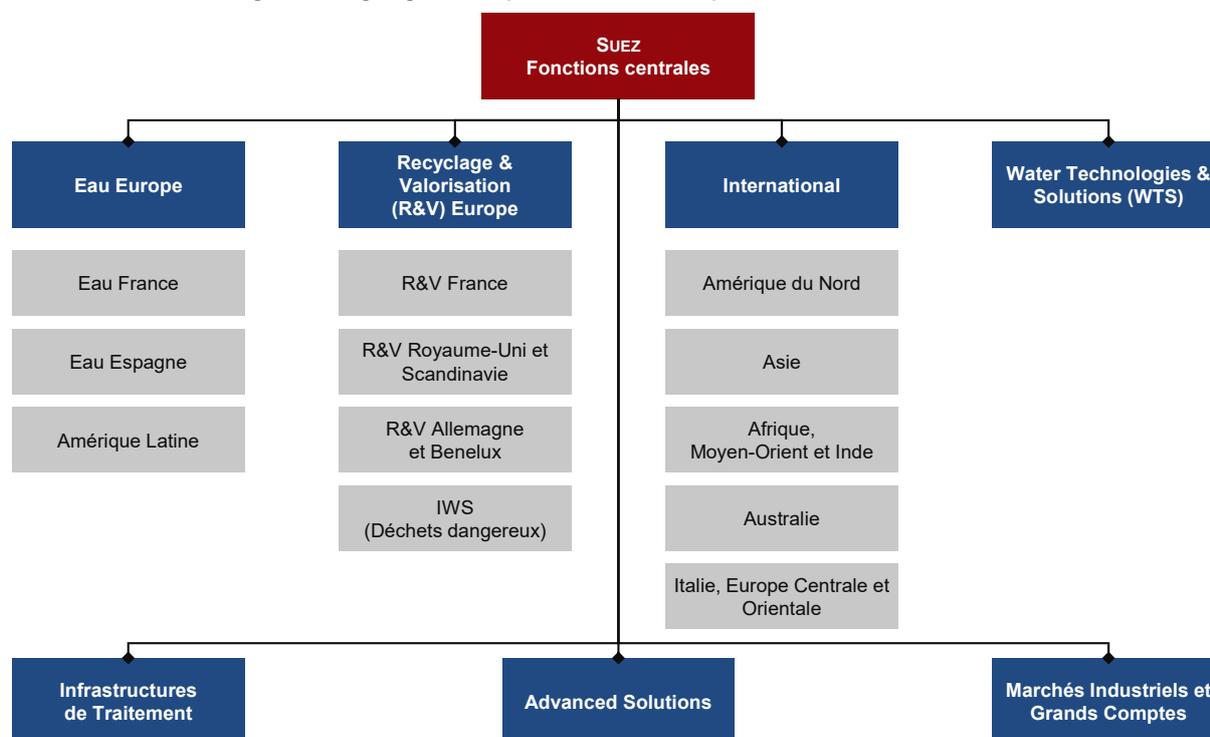
⁴⁷ Communiqué de presse de la Société du 26 février 2021.

⁴⁸ Objectif initial de 0,8 € à partir de 2021 revu en septembre 2020 entre 0,75 à 0,8 € en 2021 et jusqu'à 1 € en 2022 puis amélioré en février 2021 entre 0,80 et 0,85 € pour 2021.

4.4.3 Structure organisationnelle de SUEZ

Jusqu'au 31 décembre 2019 le Groupe était organisé autour de 4 divisions qui se présentaient comme suit :

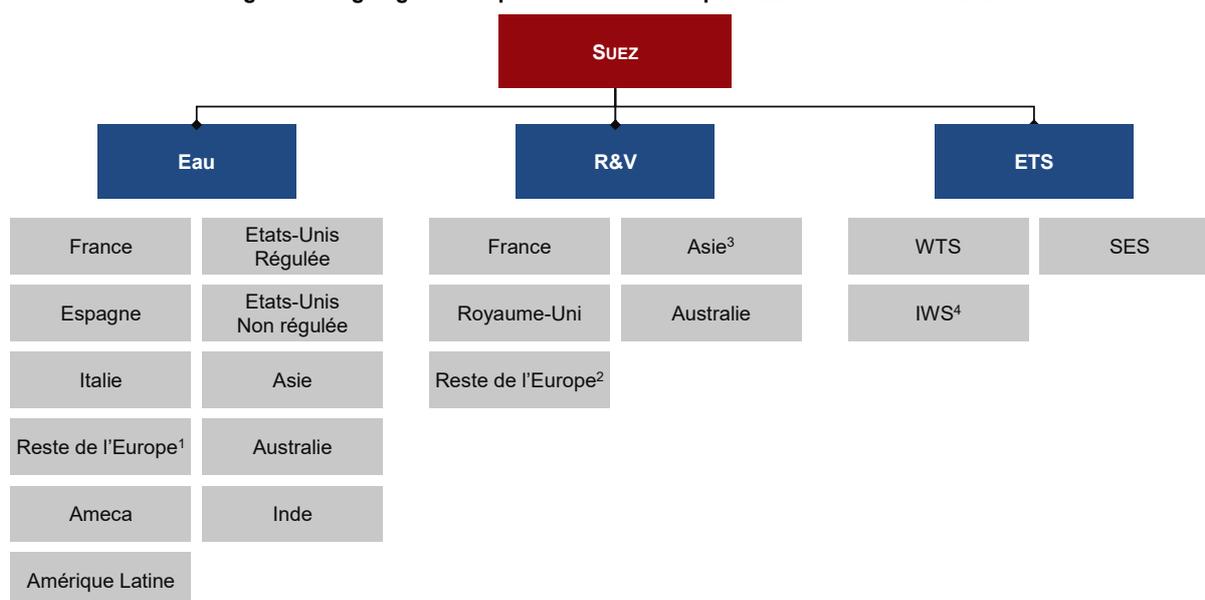
Figure 6 - Organigramme opérationnel du Groupe SUEZ au 31 décembre 2019



Source : Document d'enregistrement Universel 2019 de SUEZ

Depuis 2020 et la mise en œuvre du plan *Shaping SUEZ 2030*, les métiers du Groupe sont regroupés au sein de trois activités que sont l'Eau, le Recyclage & Valorisation (R&V) et *Environmental Tech & Solutions* (ETS), tel que présenté dans la figure ci-après.

Figure 7 - Organigramme opérationnel du Groupe SUEZ au 31 décembre 2020



Source : Document d'enregistrement Universel 2020 de SUEZ

¹ Correspond principalement aux activités en République Tchèque

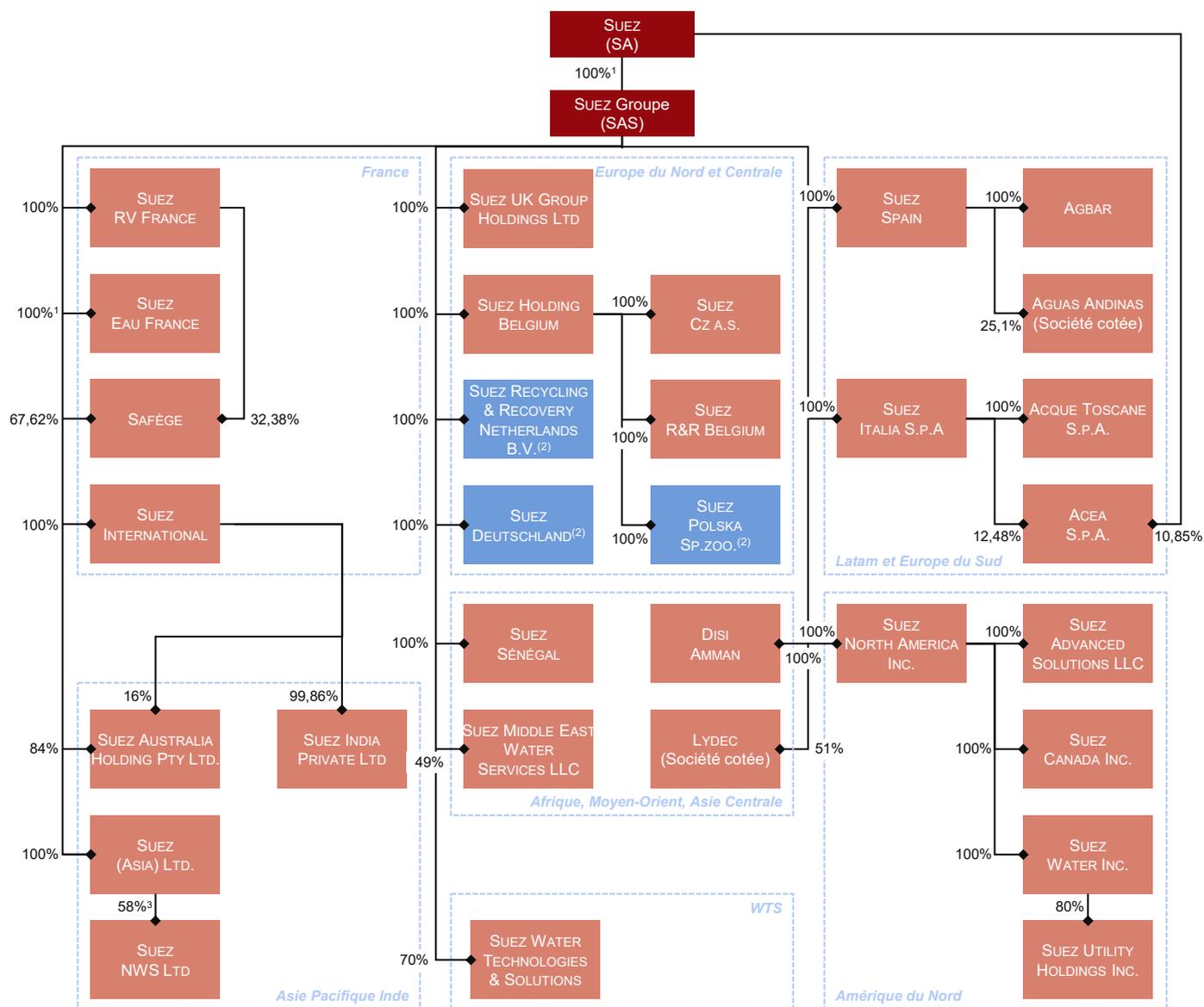
² Correspond principalement aux activités en République Tchèque et en Belgique

³ Correspond principalement aux activités à Hong-Kong, Macao et Taiwan, hors activités liées aux déchets dangereux

⁴ Correspond aux activités dans les déchets dangereux indépendamment de l'implantation géographique

Nous présentons également ci-après l'organigramme juridique simplifié du Groupe au 31 décembre 2020.

Figure 8 - Organigramme simplifié du Groupe SUEZ AU 31 décembre 2020



1 Une action détenue par une fondation de droit néerlandais.

2 Cession en cours.

3 Acquisition des 42 % en cours.

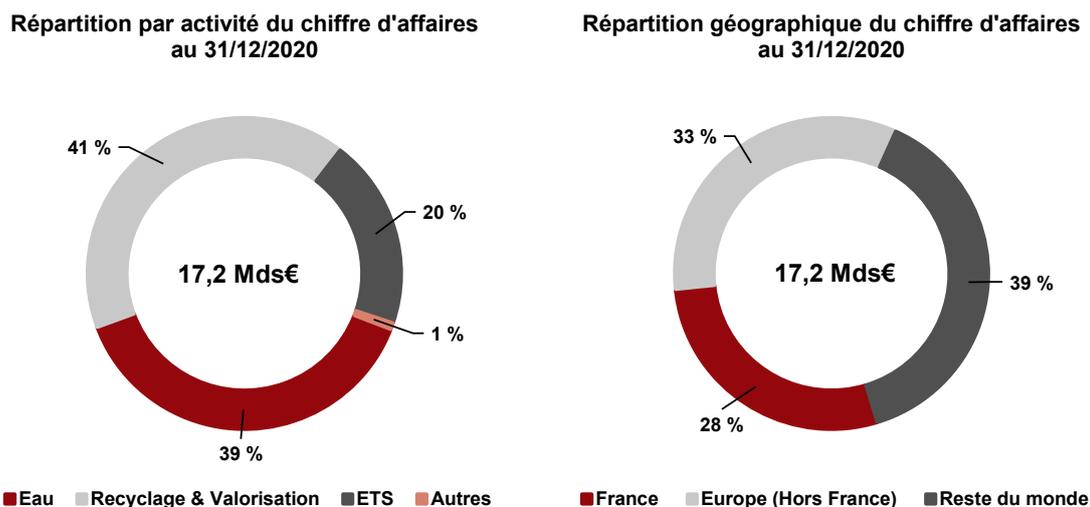
Source : Société

4.5 Présentation des activités de SUEZ

Présent dans plus de 70 pays et employant environ 90 000 salariés, le Groupe exerce différents métiers regroupés depuis 2020 au sein de trois activités que sont l'Eau, le Recyclage & Valorisation (R&V) et *Environmental Tech & Solutions* (ETS).

En 2020, SUEZ a généré un chiffre d'affaires de 17,2 Mds€, se décomposant comme suit :

Figure 9 - Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2020



Source : Document d'enregistrement Universel 2020 de SUEZ

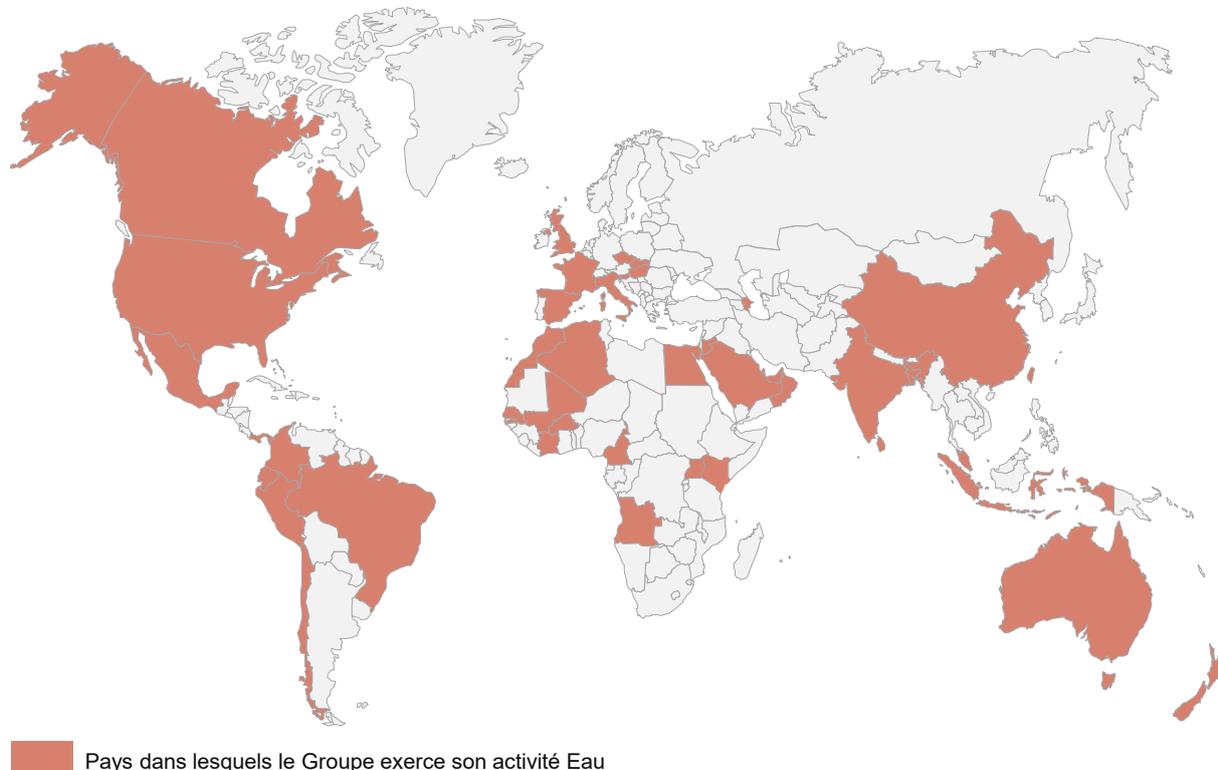
En 2020, le Groupe a réalisé 61% de son chiffre d'affaires en France et en Europe et 39% hors d'Europe. Dans le cadre du plan « *Shaping SUEZ 2030* », le Groupe ambitionne de réaliser 60% de son chiffre d'affaires hors d'Europe à l'horizon 2023.

Nous présentons ci-après les trois principales activités du Groupe et leurs différentes implantations.

4.5.1 L'activité Eau

4.5.1.1 Présentation de l'activité Eau de SUEZ⁴⁹

Figure 10 : Présence de l'activité Eau du Groupe dans le monde



Source : Document d'Enregistrement Universel 2019 de SUEZ et analyses FINEXSI

L'activité Eau représente 39% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 décembre 2020, soit 6,8 Mds€. Ce chiffre est en décroissance organique de -2,9% par rapport à l'exercice 2019, en lien notamment avec :

- Le ralentissement constaté en Europe (-1,0% soit -20 M€) dû à une activité touristique limitée en France et en Espagne en 2020 ;
- Les effets du maintien des mesures de confinement, au second semestre 2020, dans la zone Amériques (-4,5% soit -42 M€) et particulièrement au Chili où la hausse des tarifs n'a que partiellement compensé la baisse de la consommation d'eau ;
- Les effets de l'impact de la crise sanitaire Covid-19 sur les activités opérationnelles et de construction dans la zone AMECA⁵⁰ (-9,6% soit -47 M€).

⁴⁹ L'activité Eau pour le compte de clients industriels exercée par WTS est présentée dans une partie distincte.

⁵⁰ Afrique, Moyen-Orient et Asie centrale.

SUEZ est aujourd'hui présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du marché de l'Eau et propose notamment à ses clients industriels ou municipaux :

- Des services d'études, de conception et de maîtrise d'œuvre de projets d'infrastructure de gestion de l'eau ;
- La réalisation de projets industriels comme la construction d'usines de traitement de l'eau ;
- La distribution d'eau potable ;
- Le traitement des eaux usées ;
- Le service client de suivi et de facturation de la consommation d'eau des usagers.

Le Groupe fournit des prestations de conception et construction d'infrastructures dans le cadre de projets spécifiques pour le compte de clients privés ou publics, notamment dans des pays moins matures qui développent fortement leurs infrastructures, ou en soutien de l'activité de distribution et traitement d'eau domestique des filiales du Groupe, en particulier lorsque les contrats d'exploitation nécessitent un investissement préalable de développement ou de rénovation du réseau ou des infrastructures (contrats de concessions par exemple).

SUEZ peut dans ce cas proposer des offres complètes intégrant la construction et la gestion des infrastructures, soulignant les synergies commerciales et opérationnelles liées à la présence du Groupe sur l'ensemble de la chaîne de valeur des services de l'Eau.

L'activité Eau de SUEZ bénéficie de tendances globalement porteuses du fait de sa présence sur des géographies dynamiques avec des pays qui investissent dans leurs infrastructures (Chine, Inde, AMECA), et des efforts d'optimisation des ressources en eau au niveau mondial pour lesquels l'expertise technique et le savoir-faire du Groupe en termes de construction et de gestion des infrastructures sont reconnus et demandés.

Sur les marchés matures où le besoin de nouvelles infrastructures est limité et la consommation d'eau stable en raison de l'attention croissante portée à l'utilisation des ressources, la croissance des revenus du Groupe repose sur la captation de nouvelles parts de marché, de hausses tarifaires, ou de la commercialisation de services additionnels. En pratique, le gain de part de marché peut toutefois s'avérer difficile en raison de renouvellements souvent favorables à l'opérateur en place et le potentiel de hausse des tarifs limité en raison de choix politiques des municipalités.

Dans ce contexte, le Groupe a fait le choix d'enrichir son offre de services additionnels par le développement d'objets connectés (*ON'Connect*) et de suites logicielles telles qu'*Aquadvanced*, *Sludge Advanced*, en synergie avec les solutions développées au sein de la division ETS (cf. 4.5.3 ci-après).

4.5.1.2 L'activité Eau en France

SUEZ est un acteur de référence du marché de l'Eau en France avec environ 33,5% des parts de marché, en hausse depuis 2010 (+6,5 points)⁵¹. En 2019, le Groupe exploitait 702 sites de production d'eau potable et 1 642 stations d'épuration dans le cadre de contrats d'affermage principalement.

La France est également le centre de la recherche et de l'innovation du Groupe pour les services de l'Eau dont les solutions développées et testées dans les villes françaises sont des références clés pour le développement du Groupe à l'international.

En termes de volumes distribués, le Groupe a été confronté à une nette contraction de la consommation d'eau en France⁵² au cours de la dernière décennie, liée à l'utilisation d'appareils électroménagers moins consommateurs et à un changement des comportements des utilisateurs. Dans les années à venir, les volumes sont attendus en légère diminution en raison de la baisse de la consommation, qui sera en partie compensée par la croissance de la population, la diminution de nombre de personnes par foyer, et l'accroissement du taux de raccordement aux réseaux d'épuration qui contribuent à augmenter le nombre de clients facturables pour les opérateurs.

Au cours des dernières années, de nombreux contrats importants du Groupe sont arrivés à échéance et ont globalement été renouvelés à des conditions moins favorables que celles qui prévalaient antérieurement, ce qui a affecté les revenus du Groupe. Certains contrats, comme celui avec la mairie de Bordeaux, ont également été perdus en raison de leur retour « en régie ».

Néanmoins, SUEZ Eau France ne devrait pas être confronté à des renouvellements majeurs au cours des prochaines années et pourrait même bénéficier d'opportunités commerciales du fait du renouvellement de contrats importants actuellement détenus par ses concurrents, comme celui de la SEDIF (Syndicat des Eaux d'Île de France), de la métropole de Lille ou de Lens.

Enfin, après une période de pression sur les prix entre 2007 et 2016, ces derniers se sont stabilisés depuis 2017 et pourraient même de nouveau augmenter en raison d'un besoin de renouvellement d'infrastructures qui réduit le pouvoir de négociations des collectivités. Le Groupe bénéficie également des mécanismes d'indexation contractuels permettant de répercuter la hausse des coûts supportés.

4.5.1.3 L'activité Eau en Espagne

Le Groupe est un acteur majeur en Espagne où il exploite 220 sites de production d'eau potable et 609 stations d'épuration dans le cadre de contrats de concession, notamment à Barcelone à travers sa filiale AGBAR (SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA), dont le contrat a été renouvelé en 2013 pour une durée de 35 ans, ainsi que dans de nombreuses autres agglomérations du pays (Grenade, Alicante, Iles Canaries).

⁵¹ Données XERFI à fin 2018.

⁵² Baisse de 11% du volume facturé entre 2006 et 2016.

Grâce à son savoir-faire dans la remise à niveau des infrastructures, sa réputation et sa capacité à engager des investissements plus importants que les autres opérateurs au début des contrats, SUEZ est le leader sur ce marché avec environ 14 millions de personnes servies. Le Groupe pourrait de plus bénéficier du renouvellement de contrats significatifs de ses concurrents pour conforter sa position.

Par ailleurs, les conditions climatiques extrêmes (sécheresse, inondations) du pays en font un centre de développement important pour le Groupe en termes de solutions innovantes de lutte face à ces problématiques environnementales. SUEZ a ainsi développé la marque SUEZ ADVANCED SOLUTIONS dans le pays et lancé en 2018 une activité dédiée à l'agriculture en Espagne et au Portugal.

Pour les années à venir, et en l'absence de gains de nouveaux contrats, le Groupe n'anticipe pas une croissance forte de ses revenus en raison du non-renouvellement de certains de ses contrats au profit de concurrents et du fait du retour « en régie ».

Il convient également de relever que le Groupe est confronté à une forte pression sur les tarifs sur fonds de tensions avec les autorités municipales de Barcelone depuis 2015, ce qui a affecté ses marges opérationnelles sur ce contrat.

4.5.1.4 L'activité Eau au Chili

SUEZ exerce son activité de gestion des eaux municipales et industrielles au Chili à travers sa participation indirecte de 25,1% dans AGUAS ANDINAS⁵³. Cette dernière sert environ 2,3 millions de clients, principalement dans la métropole de Santiago, dans les régions de Los Rios et Los Lagos, et détient une part de marché d'environ 40%.

Dans les années à venir, le Groupe devrait bénéficier de l'urbanisation croissante du pays et de l'augmentation du nombre de clients raccordés dans la métropole de Santiago. Cependant, compte tenu de la raréfaction des ressources en eau et du développement des tendances environnementales dans le pays, la hausse de la population raccordée devrait être en partie compensée par une diminution des volumes d'eau consommés par habitant.

Comme indiqué ci-avant (cf. 4.2.1.3), le marché au Chili est régulé et détenu à 95% par des opérateurs privés qui bénéficient de contrats perpétuels (dont le contrat d'AGUAS ANDINAS pour Santiago) ou d'une durée de 30 ans. Le régulateur garantit aux opérateurs un retour sur investissements de 7%, qui pourrait toutefois être revu à la baisse en raison d'une pression politique en ce sens. Par ailleurs, le Chili reste un marché à surveiller sur un plan géopolitique en raison de la récente élection d'une assemblée constituante, qui pourrait impacter les opérations du Groupe dans ce pays.

⁵³ Participation de 50,1% d'AGBAR dans la société INVERSIONES AGUAS METROPOLITANAS (« IAM »), laquelle détient 50,1% d'AGUAS ANDINAS.

Les tarifs font l'objet d'une renégociation tous les 5 ans entre le régulateur et les opérateurs, étant précisé qu'il existe des ajustements intermédiaires sur la base notamment des indices d'inflation. AGUAS ANDINAS a ainsi subi une baisse tarifaire de 3% lors de la dernière renégociation en 2019, mais table sur une augmentation future des tarifs liée à l'inflation attendue dans le pays et aux besoins d'investissements pour faire face aux problématiques de sécheresse (le montant de ces investissements étant pris en compte dans le cadre du mécanisme de retour sur investissement minimum garanti).

4.5.1.5 L'activité Eau aux Etats-Unis

SUEZ NORTH AMERICA est le deuxième acteur privé des services à l'environnement aux Etats-Unis avec environ 6,4 millions d'habitants servis par jour à travers 15 sociétés de gestion de l'Eau régulée dans le New Jersey, New York, l'Idaho, la Pennsylvanie, le Delaware et Rhode Island, ainsi que dans le cadre de contrats, plus limités, de services liés à l'Eau non régulée pour environ 84 municipalités⁵⁴.

Malgré une stabilité des volumes consommés, l'activité régulée du Groupe aux Etats-Unis est attendue en croissance dans les années à venir en raison de besoins significatifs d'investissements dans les infrastructures vieillissantes, du renforcement des réglementations relatives à la qualité de l'eau et de la raréfaction des ressources dans certains Etats (Californie, Texas).

Dans le cadre du modèle régulé, les investissements sont répercutés sur les tarifs afin de garantir un retour sur investissement minimum, étant précisé que certaines augmentations de prix pourraient être différées dans le cadre de la crise sanitaire.

Par ailleurs, l'importance des investissements à réaliser afin de satisfaire aux réglementations environnementales pourrait conduire certaines collectivités confrontées à des difficultés financières à céder leurs actifs à des acteurs privés, ce qui pourrait bénéficier au groupe SUEZ.

Enfin, il convient de rappeler que le Groupe a cédé en 2018 une participation minoritaire de 20% dans son activité régulée en Amérique du Nord au fonds d'investissement PGGM pour un montant de 601 m\$ dans le cadre d'un contrat de partenariat de long terme, qui prévoit la mise en œuvre d'un plan de croissance ambitieux de la base d'actifs.

4.5.1.6 L'activité Eau en Asie Pacifique

Le Groupe fournit des services d'eau potable à plus de 20 millions de personnes en Chine dans le cadre d'un contrat de concession de gestion de l'eau municipale à Macao, de contrats de services pour le bassin de l'industrie chimique de Shanghai (SCIP⁵⁵), et de divers autres contrats de conception, réhabilitation d'infrastructures ou d'exploitation et maintenance des réseaux.

⁵⁴ Source : Site internet de SUEZ NORTH AMERICA.

⁵⁵ Shanghai Chemical Industry Park.

SUEZ anticipe un développement important de son activité en Chine et dans le reste de l'Asie en raison du développement économique et démographique de cette région ainsi que de la pression des autorités locales en faveur d'une meilleure gestion environnementale. Le Groupe a déjà annoncé en janvier 2021 avoir renforcé sa présence dans le pays avec la signature de 21 contrats pour un montant d'environ 266 M€ avec les villes de Beijing, Shanghai, Shaaxi, Guangdong etc.

L'activité du Groupe en Chine est réalisée en partenariat avec des acteurs locaux au travers de coentreprises. Début 2021, le Groupe a cependant réalisé l'acquisition, pour un montant de 693 M€, des participations de NWS au sein des deux principales coentreprises à travers lesquelles il opère (42% de SUEZ NWS et 50% de SUYU), dont il détient désormais 100% du capital.

Le Groupe développe également son activité en Inde à travers la réalisation de nombreux projets de conception et construction d'infrastructures qui devraient contribuer à la croissance des revenus de SUEZ dans le pays.

Enfin, SUEZ exerce également une activité de production d'eau potable et de traitement des eaux usées en Australie et en Nouvelle-Zélande avec des actifs à proximité des principales villes (Sydney, Melbourne, Adelaïde, Auckland).

Le Groupe anticipe un développement dans ces géographies soutenu notamment par la croissance des activités ETS dédiées à l'Eau pour faire face aux enjeux de raréfaction des ressources en Australie, notamment.

4.5.1.7 L'activité Eau dans les autres géographies

SUEZ est présent au Maroc dans la gestion de l'eau municipale de Casablanca à travers sa participation de 51% dans l'entreprise multiservices LYDEC⁵⁶ (eau et électricité) qui fournit environ 4,2 millions d'habitants dans le cadre d'un contrat de 30 ans signé en 1997.

Dans le reste de l'Afrique, le Groupe fournit des services de conseil en Algérie, exploite des stations de traitement d'eau en Egypte, construit des stations de production d'eau potable et de traitement d'eaux usées en Afrique subsaharienne et y installe des unités compactes de traitement des eaux.

Le Groupe exerce également une activité directe de gestion de l'eau en Toscane (Italie) et dans le reste de l'Italie par l'intermédiaire d'une participation minoritaire de 23,3% dans la société cotée ACEA, qui est le principal opérateur d'eau en Italie et intervient également dans la distribution d'énergie et l'éclairage public.

Enfin, SUEZ est également présent au Moyen-Orient et développe son activité en Europe de l'Est et du Sud (Pologne, République Tchèque, Slovaquie, Roumanie, Grèce).

⁵⁶ Société cotée à la bourse de Casablanca.

SUEZ est aujourd'hui présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la gestion de déchets non dangereux et propose aux collectivités et industriels des services de collecte, de tri, de valorisation et d'élimination des déchets selon différents modes, tels que :

- Le recyclage et la transformation des déchets provenant de collectes sélectives (verre, plastique, carton, papier, métal, etc.) ;
- La transformation et le compostage des déchets organiques ;
- L'incinération de certains déchets (ménagers, non conformes issus des centres de tri, boues, etc.) afin de générer de l'énergie, notamment de l'électricité ;
- L'enfouissement des déchets en centre de stockage.

SUEZ est également engagé auprès des collectivités locales et des industriels pour la fourniture de services de nettoyage, d'entretien, de contrôle et de propreté.

4.5.2.2 L'activité R&V en France

SUEZ est leader des services de gestion des déchets en France. Le Groupe a traité plus de 15,8 millions de tonnes de déchets en 2020 sur l'ensemble du territoire français à travers l'exploitation de 73 plateformes de compostage, 33 sites d'incinération et 413 stations de tri et de transfert.

Le Groupe intervient en France sur l'ensemble de la chaîne de valeurs de la collecte jusqu'au traitement des déchets, lui permettant ainsi de bénéficier de synergies opérationnelles par l'utilisation des flux de déchets de ses activités de collecte et de tri pour l'alimentation de ses centres de recyclage et valorisation.

Les revenus de SUEZ R&V FRANCE se sont contractés entre 2013 et 2017 en lien avec la diminution des volumes de déchets dans le pays (-4,6% par habitant depuis 2007⁵⁸), l'intensification de la concurrence et une présence sur des activités moins porteuses. Après un retour à la croissance en 2018 et 2019, l'activité a souffert du net ralentissement de l'activité industrielle lié à la crise sanitaire en 2020.

Pour les années à venir, malgré la réduction anticipée des volumes de déchets, le Groupe devrait bénéficier de la réglementation favorisant les activités de traitement à plus forte valeur ajoutée comme l'incinération ou le recyclage pour lesquelles il bénéficie d'une capacité d'investissement, d'installations et d'une expérience et d'un savoir-faire technique qui pourraient lui permettre de se démarquer de ses concurrents et d'améliorer ses marges.

⁵⁸ Agence de la transition écologique (ADEME) – Chiffres clés – 9 février 2021.

Comme pour les services de gestion de l'eau, SUEZ investit en France dans le développement de solutions novatrices lui permettant de se démarquer localement et à l'international, avec par exemple l'usine de production de biométhane à partir de la fermentation des boues de stations d'épuration inaugurée à Marseille en avril 2019.

Enfin, l'activité devrait bénéficier des actions d'optimisation du plan SPOT en termes d'amélioration de la performance opérationnelle et d'économies sur les coûts d'approvisionnement et fonctions centrales.

4.5.2.3 L'activité R&V au Royaume-Uni

SUEZ est un des leaders des services de gestion des déchets au Royaume-Uni. En 2020, Le Groupe a traité plus de 6 millions de tonnes de déchets provenant d'environ 2,1 millions d'habitants et 30.601 clients commerciaux et industriels sur l'ensemble du Royaume-Uni. Le Groupe exploite également plus de 60 stations de transfert.

Comme pour la France, le Groupe intervient au Royaume-Uni sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la collecte jusqu'au traitement des déchets, lui permettant ainsi de bénéficier de synergies opérationnelles, avec, cependant une activité d'incinération plus importante encadrée par des contrats longs et qui génère des marges supérieures.

Le Groupe devrait continuer de bénéficier de la réglementation favorisant les activités de traitement durables pour lesquelles il dispose d'une expérience et d'une capacité d'investissement lui permettant de se différencier de ses concurrents et d'optimiser ses marges.

En 2020, SUEZ a débuté son nouveau contrat de collecte municipale dans la région de Cornwall et a renouvelé ses contrats dans les villes de Chelsea et Kensington.

Comme pour SUEZ R&V FRANCE, cette activité devrait également bénéficier des actions d'optimisation du plan SPOT en termes d'amélioration de la performance opérationnelle et d'économies sur les coûts d'approvisionnement et les fonctions centrales ainsi que d'initiatives commerciales importantes auprès des clients industriels.

4.5.2.4 L'activité R&V en Asie

SUEZ est présent à Hong Kong à travers sa société SITA WASTE SERVICES, depuis 1998. Le Groupe y exploite 6 stations de transfert et 2 centres d'enfouissement lui permettant de traiter chaque année environ 5 millions de tonnes de déchets.

Le Groupe intervient également à Macao, où il réalise des activités de collecte et de nettoyage et exploite un centre de stockage spécialisé sur les résidus en provenance de l'incinérateur local.

SUEZ est également présent en Chine continentale, à Taïwan et en Thaïlande où il détient des activités de valorisation énergétique et de recyclage, notamment à travers ses filiales NWS et Suyu.

4.5.2.5 L'activité R&V en Australie

Le Groupe a une place de leader du marché des déchets en Australie, notamment sur le segment de la valorisation. SUEZ intervient dans les plus grandes agglomérations du pays avec des services de Collecte pour plus de 46 332 clients commerciaux et industriels et 5 millions d'habitants, de traitement des déchets organiques par le compostage et de recyclage, notamment de déchets médicaux.

Dans le cadre de cette activité, le Groupe exploite des « installations de technologie avancée de revalorisation des ressources » (ARRT) qui utilisent des technologies innovantes permettant le recyclage de matériaux qui auraient sinon été traités par enfouissement ainsi que des centres d'enfouissement *smart cells* permettant de capturer davantage de biogaz.

4.5.3 L'activité *Environmental Tech & Solutions (ETS)*

ETS regroupe les activités (i) *Water Technologies & Solutions (WTS)*, (ii) Déchets dangereux (IWS) et (iii) *Smart & Environmental Solutions (SES)*.

L'activité ETS représente 20% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 décembre 2020, soit 3,5 Mds€. Les revenus de cette division se sont contractés dans une proportion supérieure (-5,6%) à celles des autres activités du Groupe en raison, notamment, de sa plus grande exposition aux clients industriels.

4.5.3.1 L'activité *Water Technologies & Solutions (WTS)*

L'activité WTS est issue de l'acquisition, le 29 septembre 2017, de GE WATER & PROCESS TECHNOLOGIES (devenue l'activité WTS) auprès de GENERAL ELECTRIC pour une valeur de 3,2 Mds€. Cette acquisition a été réalisée avec la CAISSE DE DEPOT ET DE PLACEMENT DU QUEBEC qui détient une participation minoritaire de 30%.

WTS intervient sur l'activité Eau pour des clients industriels de différents secteurs : chimie, alimentation, énergie, pétrole et gaz, etc. dans le monde entier.

L'activité s'organise autour de deux principaux pôles :

- *Chemical & Monitoring Solutions (CMS)* qui fournit (i) des solutions de traitement chimique et des consommables pour les opérations régulières ainsi que (ii) des objets connectés (capteurs, moniteurs), des logiciels et des outils d'analyse pour l'optimisation des opérations industrielles ;
- *Engineering Systems (ES)* qui propose (i) des équipements (valves, évaporateurs) ou systèmes de désinfection, (ii) des prestations de conception et construction d'infrastructures pour le traitement et le recyclage de l'eau dans les installations des clients industriels, et (iii) des services complets de gestion et de maintenance des installations pour le compte des clients.

Compte tenu de la diversité des besoins de chaque industrie sur ce secteur, le Groupe a fait le choix de développer son expertise et son investissement technologique - qui sont les facteurs différenciants clés pour ces marchés - sur certains verticaux porteurs.

Par ailleurs, WTS propose des offres intégrées regroupant ses services de conception d'infrastructures/circuits, ses produits et ses services d'exploitation et de maintenance pour bénéficier de synergies commerciales et limiter la capacité des clients importants à changer de fournisseurs, dans un marché où les contrats sont courts.

Enfin, il convient de souligner que WTS est une plateforme d'innovation technologique pour l'ensemble du Groupe, permettant d'enrichir l'offre dans les autres activités de l'Eau et des déchets à partir des produits et du savoir-faire technique de cette division.

4.5.3.2 L'activité des Déchets dangereux

Le Groupe intervient dans la gestion de déchets qui présentent un risque pour l'Homme et son environnement. Cette activité est opérée par la division *Industrial Waste Specialities (IWS)* du Groupe, principalement en Europe (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas) et en Chine.

Les déchets dangereux, une fois collectés auprès des clients industriels, sont triés puis acheminés vers les installations les plus appropriées pour leur traitement selon différents procédés :

- La transformation en combustibles de substitution ;
- L'incinération afin de produire de l'énergie, notamment de l'électricité ;
- Le traitement physico-chimique et biologique, notamment pour les déchets dangereux liquides ;
- L'enfouissement en centre de stockage, après avoir subi certains traitements de dépollution ou solidification ;
- Le recyclage et la vente des matériaux recyclés.

Cette division englobe également les services de traitement et de dépollution des nappes phréatiques et des sols, directement sur sites ou dans des centres spécialisés.

Sur ce marché où la réglementation européenne permet le déplacement des déchets, le Groupe cherche à optimiser la logistique de collecte et de traitement des déchets dangereux dans ses centres de traitement pour améliorer sa rentabilité.

SUEZ bénéficie également de la hausse de l'externalisation du traitement des déchets dangereux par les industriels, qui font face à des régulations plus strictes qui complexifient et augmentent le coût du traitement de ces déchets en interne, ainsi que des capacités limitées de traitement en Europe, qui favorisent le pouvoir de négociation des opérateurs.

4.5.3.3 L'activité SES

L'activité *Smart & Environmental Solutions* a été créée en 2020 avec pour objectif de porter le développement des solutions digitales destinées à l'optimisation et à la protection de l'eau, de l'air et des sols pour l'ensemble du Groupe.

Cette activité regroupe les offres objets connectés (*ON'Connect*, *aEner'COM*), *Consulting* et logiciels (*Aquadvanced*, *MyCollect*) qui viennent en soutien des autres activités de SUEZ ou sont proposés à des clients tiers, ainsi que d'autres solutions technologiques innovantes de suivi et d'amélioration de la qualité de l'air à destination de clients industriels et municipaux, d'optimisation des ressources pour l'agriculture (*Smart Agri*) ou encore des offres intégrées de services à destination des villes (*Smart Cities*).

Ces solutions rencontrent déjà un succès croissant auprès des clients soucieux d'optimiser les ressources en eau et l'ensemble de cette activité devrait continuer à bénéficier des tendances environnementales porteuses ainsi que de synergies commerciales avec les autres activités du Groupe en termes de relations avec les collectivités et clients industriels notamment. De plus, les activités SES constituant un axe de développement important du plan stratégique, SUEZ envisage de réinvestir une part significative des produits du plan de cession d'actifs du Groupe (1,2 Md€) dans des opérations de croissance externe orientées sur ces activités afin d'accélérer le développement de cette offre.

4.6 Analyse financière de SUEZ

Les états financiers consolidés de SUEZ, tels que présentés dans les documents de référence 2015 à 2018 ainsi que les Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 sont reproduits ci-après.

Ces comptes ont tous été certifiés sans réserve par les auditeurs du Groupe⁵⁹.

⁵⁹ ERNST & YOUNG et MAZARS SA.

4.6.1 Compte de résultat

Tableau 2 : Compte de résultat consolidé du Groupe de 2015 à 2020

En M€	2015	2016	2017 retraité (a)	2018	2019 (c)	2020 (c)
Chiffre d'affaires	15 134,7	15 322,0	15 783,0	17 331,1	18 015,3	17 209,0
% de croissance (b)	5,7 %	1,2 %	3,0 %	9,8 %	3,9 %	(4,5)%
Achats	(2 945,5)	(2 995,9)	(3 032,2)	(3 648,6)	(3 720,7)	(3 436,7)
Charges de personnel	(3 818,4)	(3 990,2)	(4 115,1)	(4 598,4)	(4 701,4)	(4 697,2)
Amortissements, dépréciations et provisions	(1 091,9)	(1 091,3)	(1 109,2)	(1 167,7)	(1 531,7)	(1 762,6)
Autres produits et charges opérationnelles	(6 163,8)	(6 143,0)	(6 526,3)	(6 774,0)	(6 853,1)	(6 675,6)
Résultat Opérationnel Courant	1 115,1	1 101,6	1 000,2	1 142,4	1 208,4	636,9
% de croissance (b)	10,3 %	(1,2)%	(9,2)%	14,2 %	5,8 %	(47,3)%
% du Chiffre d'affaires	7,4 %	7,2 %	6,3 %	6,6 %	6,7 %	3,7 %
Mark to Market sur instruments financiers à caractère opérationnel	0,6	(1,3)	1,3	(0,8)	3,7	4,6
Perte de valeur sur actifs corporels, incorporels et financiers	(80,4)	(159,5)	(20,3)	(25,6)	(64,8)	(209,2)
Restructurations	(71,4)	(76,1)	(157,6)	(87,6)	(132,3)	(157,0)
Effets de périmètre	0,9	182,9	77,6	(6,2)	8,4	198,8
Autres résultats de cessions	4,1	91,3	33,6	60,1	26,6	(50,6)
Autres	(27,5)	(28,1)	(44,4)	-	214,9	(47,6)
Résultat des activités opérationnelles	941,4	1 110,8	890,4	1 082,3	1 264,9	375,9
% du Chiffre d'affaires	6,2 %	7,2 %	5,6 %	6,2 %	7,0 %	2,2 %
Quote-part de résultat net des entreprises mises en équivalence	266,4	179,0	211,6	192,9	198,3	144,8
<i>Dont quote-part de résultat net des coentreprises</i>	<i>179,8</i>	<i>84,4</i>	<i>92,2</i>	<i>82,0</i>	<i>71,4</i>	<i>39,7</i>
<i>Dont quote-part de résultat net des entreprises associées</i>	<i>86,6</i>	<i>94,6</i>	<i>119,4</i>	<i>110,9</i>	<i>126,9</i>	<i>105,1</i>
Résultat des activités opérationnelles après quote-part de résultat net des entreprises mises en équivalence	1 207,8	1 289,8	1 102,0	1 275,2	1 463,2	520,7
% du Chiffre d'affaires	8,0 %	8,4 %	7,0 %	7,4 %	8,1 %	3,0 %
Charges financières	(510,6)	(516,9)	(518,5)	(555,6)	(603,8)	(523,2)
Produits financiers	89,1	93,4	89,6	90,2	89,8	82,5
Résultat financier	(421,5)	(423,5)	(428,9)	(465,4)	(514,0)	(440,7)
Impôt sur les bénéfices	(173,0)	(243,5)	(157,2)	(244,0)	(340,0)	(154,4)
Résultat net	613,3	622,8	515,9	565,8	609,2	(74,4)
% du Chiffre d'affaires	4,1 %	4,1 %	3,3 %	3,3 %	3,4 %	(0,4)%
Résultat net part du Groupe	407,6	420,3	295,5	334,9	351,7	(228,2)
Résultat net des participations ne donnant pas le contrôle	205,7	202,5	220,4	230,9	257,5	153,8
Résultat net part du Groupe par action (en €)	0,69	0,72	0,45	0,47	0,49	0,43
Résultat net part du Groupe par action dilué (en €)	0,68	0,70	0,45	0,47	0,48	0,43

(a) Retraitement en raison des incidences liées à l'IFRS 15 et à la finalisation de l'allocation du prix d'acquisition de GE Water

(b) Croissance en 2018 calculée sur la base de l'exercice 2017 retraité

(c) Les données présentées intègrent les impacts des actifs destinés à la ventes reclassés en IFRS 5

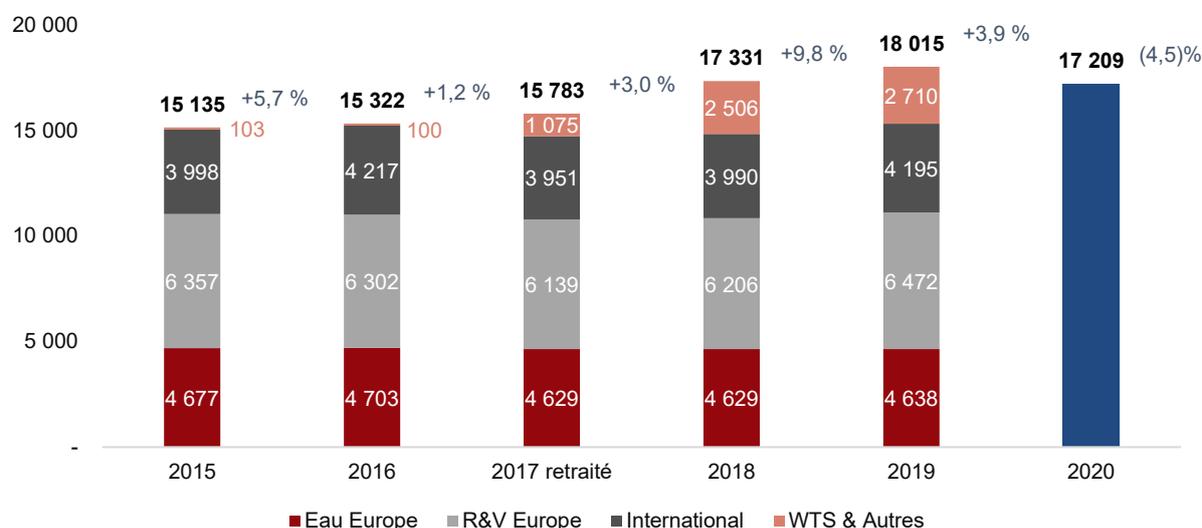
Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société

Sur la période analysée, le compte de résultat du Groupe a été affecté par l'acquisition de GE WATER fin 2017, par le plan de rotation d'actifs dans le cadre du plan *Shaping SUEZ 2030*, ainsi que par les conséquences de la crise sanitaire.

Nous analysons ci-après l'évolution des principaux agrégats du compte de résultat sur la période 2015-2020.

■ Chiffre d'affaires

Figure 12 : Répartition du chiffre d'affaires de SUEZ par segment opérationnel depuis 2015 en M€



Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société

Le chiffre d'affaires 2020 n'est pas ventilé comme les autres exercices en raison du changement de reporting opérationnel du Groupe.

Jusqu'en 2019, SUEZ décomposait son activité en quatre segments : (i) Eau Europe, (ii) R&V Europe, (iii) International et (iv) WTS & Autres. En 2020, le Groupe a modifié son organisation opérationnelle (cf. §4.4.3) et donc la présentation de son information sectorielle, ce qui ne permet plus une comparaison sur des bases homogènes avec les données historiques.

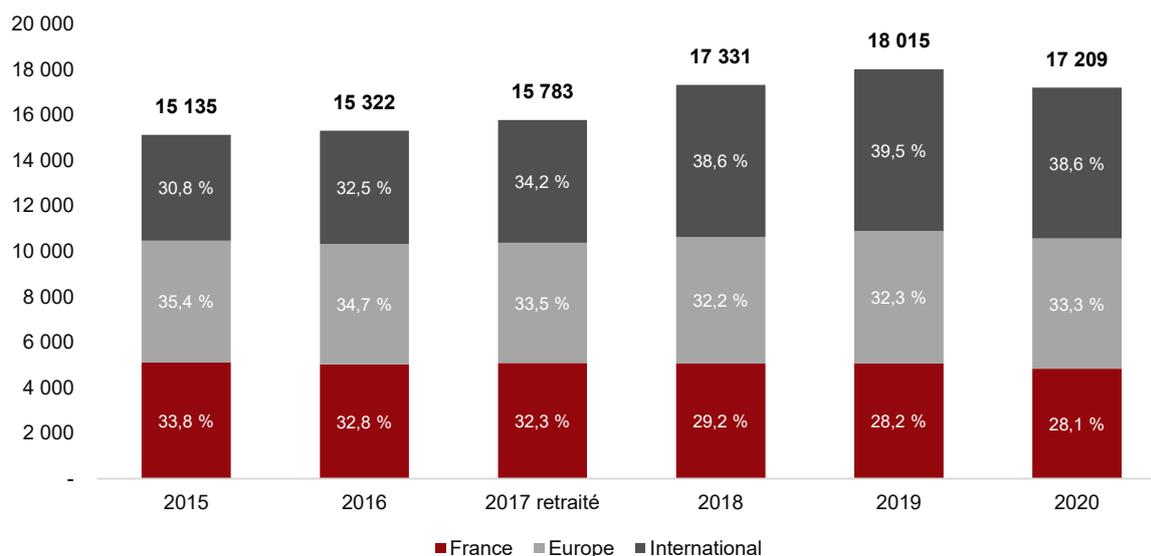
Depuis 2015, le chiffre d'affaires des trois premiers segments est relativement stable, avec des croissances annuelles moyenne respectives de -0,2%, 0,4% et 1,2% entre 2015 et 2019.

La croissance des revenus du Groupe en 2017 (+3,0%) et 2018 (+9,8%) est principalement liée à des effets de périmètre, avec l'acquisition de WTS (ex GE WATER) au dernier trimestre de l'année 2017. La progression plus marquée en 2018 s'explique par l'effet « année pleine » de cette acquisition ainsi que par une croissance organique de +3,6%.

En 2019, la croissance du chiffre d'affaires (+3,9%) est essentiellement organique (+3,6%), soutenue notamment par la bonne performance de l'activité R&V Europe (+304 M€) et plus précisément (i) de la zone Allemagne / Benelux (+138 M€) qui a bénéficié d'une situation sous-capacitaire ayant entraîné une hausse des prix auprès de la clientèle industrielle et commerciale, (ii) de la zone Royaume-Uni / Scandinavie (+63 M€) en lien avec le lancement du contrat de gestion des déchets de la région du Grand Manchester et (iii) de la France (+51 M€).

En 2020, le chiffre d'affaires du Groupe s'est contracté de 806 M€ (-4,5%) par rapport à l'exercice précédent, en lien avec le ralentissement de l'activité au premier semestre (et surtout au deuxième trimestre) du fait du contexte sanitaire et d'un effet périmètre à la suite de la mise en œuvre du plan de rotation d'actifs. Au second semestre, la reprise de l'activité dans le monde a permis une accélération des opérations du Groupe, qui a réalisé un chiffre d'affaires proche de celui de 2019 à la même période (-0,9%).

Figure 13 : Répartition du chiffre d'affaires du Groupe par zone géographique depuis 2015 (en M€)



Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société

Le Groupe s'est largement développé à l'international (hors Europe) ces dernières années, notamment au travers de plusieurs opérations de croissance externe.

L'impact de la pandémie de la Covid-19 a été plus marqué pour ces activités à l'international, avec une baisse de 0,9 point de leur contribution au chiffre d'affaires du Groupe. Les mesures successives de confinement ont entraîné des perturbations opérationnelles en AMECA, les limitations de l'activité touristique ont pesé sur les volumes de l'activité Eau en Amérique Latine et à Macao, et la plus grande sélectivité a affecté l'activité WTS dans la zone Amériques.

Le Groupe conserve par ailleurs un fort ancrage en France puisqu'il y a réalisé 28,1% de son chiffre d'affaires en 2020 (soit 4,8 Mds€, en diminution de -4,7% par rapport à 2019).

■ EBITDA

Le Groupe utilise l'indicateur EBITDA pour mesurer sa performance opérationnelle et pour sa communication externe.

L'EBITDA n'est pas défini par les normes IFRS et n'apparaît pas en lecture directe dans le compte de résultat consolidé du Groupe. Le passage du résultat opérationnel courant à l'EBITDA s'effectue de la manière suivante :

Tableau 3 : EBITDA et EBIT du Groupe

En M€	2015	2016	2017 retraité (a)	2018	2019 (c)	2020
Résultat Opérationnel Courant	1 115,1	1 101,6	1 000,2	1 142,4	1 208,4	636,9
Quote-part de résultat net des entreprises mises en équivalence dans le prolongement de l'activité du Groupe	266,4	179,0	211,6	192,9	198,3	144,8
Autres	(0,6)	1,3	-	-	1,0	(1,5)
EBIT	1 380,9	1 281,9	1 211,8	1 335,3	1 407,7	780,2
% du Chiffre d'affaires	9,1 %	8,4 %	7,7 %	7,7 %	7,8 %	4,5 %
Dotations nettes aux amortissements, dépréciations et provisions	1 091,9	1 091,3	1 109,2	1 167,7	1 531,7	1 762,6
Païement fondé sur des actions	6,8	6,0	1,5	2,9	17,7	0,8
Charges nettes décaissées des concessions	271,5	271,8	255,9	262,4	263,3	271,1
EBITDA	2 751,2	2 651,1	2 578,5	2 768,4	3 220,5	2 814,7
% croissance (b)	4,1 %	(3,6)%	(2,7)%	7,4 %	16,3 %	(12,6)%
% du Chiffre d'affaires	18,2 %	17,3 %	16,3 %	16,0 %	17,9 %	16,4 %

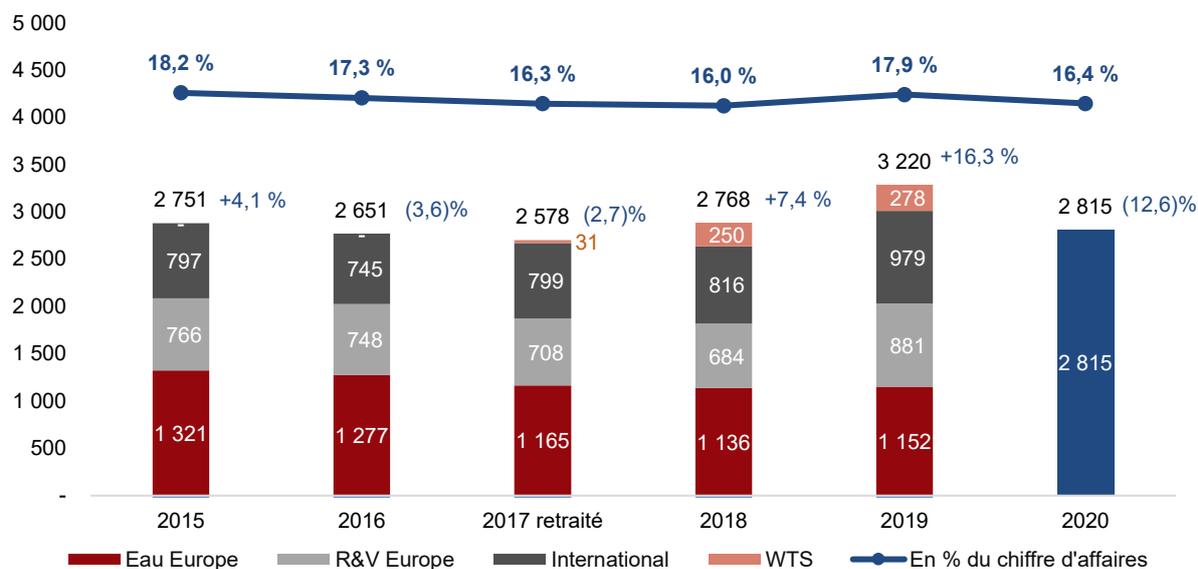
(a) Retraitement en raison des incidences liées à l'IFRS 15 et à la finalisation de l'allocation du prix d'acquisition de GE Water

(b) Croissance en 2018 calculée sur la base de l'exercice 2017 retraité

(c) L'évolution de l'EBITDA est liée à l'entrée en vigueur de la norme IFRS16

Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société et analyses FINEXSI

Figure 14 : Evolution de l'EBITDA du Groupe par activité depuis 2015 en M€



Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société et analyses FINEXSI

Le chiffre d'affaires 2020 n'est pas ventilé comme les autres exercices en raison du changement de reporting opérationnel du Groupe.

Sur la période analysée, le taux de marge d'EBITDA du Groupe s'est contracté passant notamment de 18,2% en 2015 à 16,0% en 2018, en lien avec la moindre profitabilité des activités du Groupe et l'application de la norme IFRS 15 en 2017, qui a eu un impact de -88 M€ sur le chiffre d'affaires et de -2% sur l'EBITDA de l'exercice.

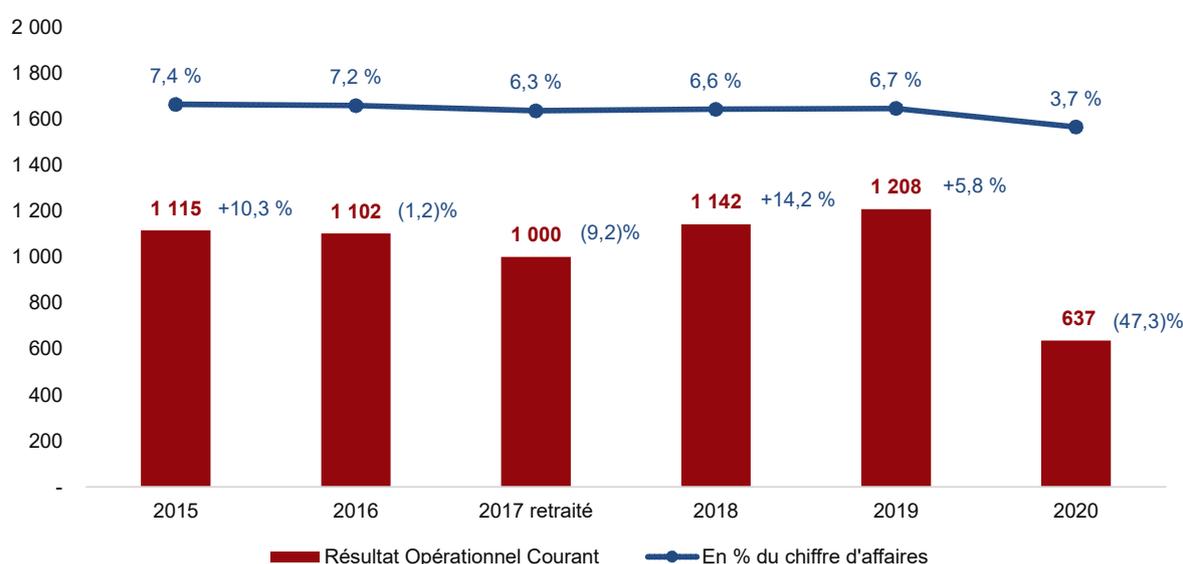
En 2018, la progression de l'EBITDA en valeur (+190 M€) s'explique principalement par la contribution de WTS acquise fin 2017 et la mise en œuvre d'un programme d'optimisation des performances opérationnelles, fondé sur des économies d'achats, une réduction des frais généraux et la mise en œuvre de synergies entre les activités du Groupe (notamment entre les activités Eau et R&V en France).

La forte croissance de l'EBITDA en 2019 (+452,1 M€, +1,9 point) s'explique par l'application de la norme IFRS16 dont l'impact s'élève à +299 M€. Hors prise en compte de la norme IFRS16, la marge d'EBITDA 2019 se serait établie à 16,2%, en ligne avec les niveaux essentiellement extériorisés en 2017 et 2018.

En 2020, l'EBITDA a diminué de -12,6%, en raison principalement de la baisse des revenus évoquée ci-avant, de la contraction des résultats des sociétés mises en équivalence, ainsi que des coûts supplémentaires destinés à permettre le maintien des activités dans le contexte sanitaire. La baisse de l'EBITDA a été plus importante au premier semestre compte tenu d'une activité ralentie par les mesures sanitaires (baisse de -21,3% à fin juin 2020 par rapport à la même période de l'année précédente). Au second semestre, le Groupe a délivré une bonne performance opérationnelle, en lien notamment avec les premiers effets du plan de performance SPOT, permettant de compenser en partie la baisse constatée au premier semestre.

■ Résultat Opérationnel Courant

Figure 15 : Evolution du Résultat Opérationnel Courant de SUEZ depuis 2015 en M€



Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société et analyses FINEXSI

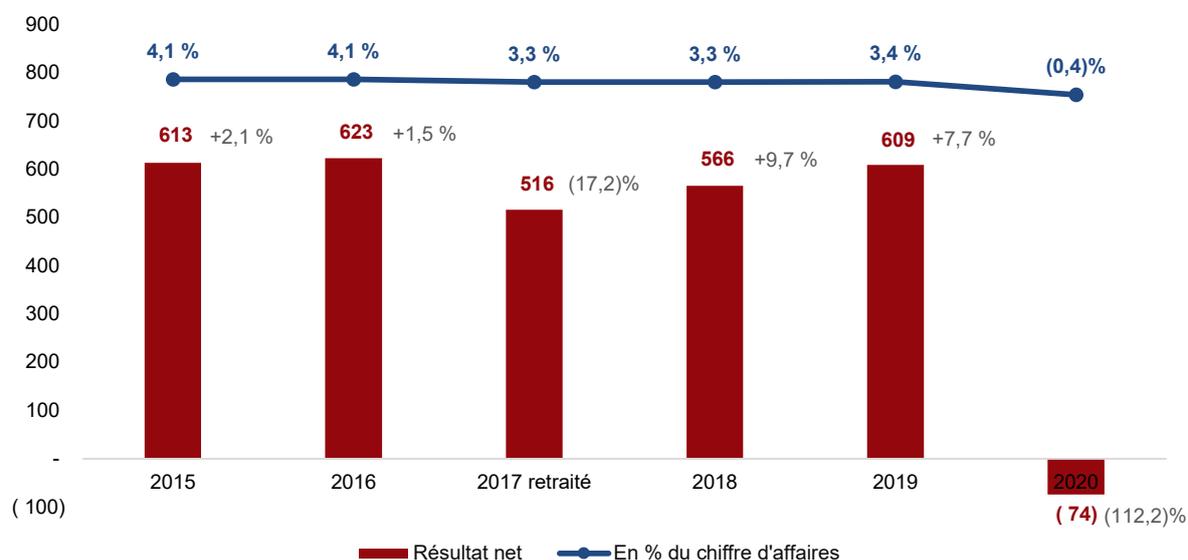
Entre 2015 et 2019, le taux de marge opérationnelle courante s'est contracté en lien avec l'évolution de l'EBITDA, avec un point bas à 6,3% en 2017 en raison de l'application de la norme IFRS15.

L'amélioration du résultat opérationnel en 2019 (en valeur absolue) s'explique en partie par le règlement d'un différend entre SUEZ et le gouvernement argentin à propos de l'application de clauses d'indexation des tarifs dans le cadre de contrats de concession d'eau et d'assainissement de Buenos Aires, ayant donné lieu à un encaissement de 224,1 M€.

En 2020, le résultat opérationnel courant de SUEZ a diminué de -47,3% par rapport à 2019 pour s'établir à 637 M€ (3,7% du chiffre d'affaires), en raison principalement de la contraction de l'activité dans le contexte de la crise sanitaire.

■ Résultat net

Figure 16 : Evolution du Résultat net de SUEZ depuis 2015 en M€



Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société.

Entre 2015 et 2019, le résultat net de SUEZ exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires a diminué pour représenter 3,4% en 2019 (contre 4,1% en 2015).

En 2020, SUEZ a généré une perte nette de -74 M€, liée à la baisse du résultat opérationnel courant (cf. ci-avant) et aux éléments suivants :

- Des pertes de valeurs (209 M€ en 2020, en hausse de +144 M€ par rapport à 2019) concernant principalement des dépréciations de sites sur l'activité R&V en lien avec les décisions de transformation du Groupe dans le cadre du plan *Shaping SUEZ 2030* ;
- De l'augmentation des charges de restructuration (157 M€ en 2020, en hausse de +25 M€ par rapport à 2019 et +69 M€ par rapport à 2018) liée à la mise en œuvre du plan *Shaping SUEZ 2030*, notamment en France, au Benelux et en Allemagne ;
- De l'impact de cessions, dans le cadre de la mise en œuvre du plan de rotation d'actifs, de la totalité des activités R&V en Suède au cours du second semestre 2020.

4.6.2 Bilan

Tableau 4 : Bilan consolidé du Groupe (Actif)

En M€	2015	2016	2017 retraité	2018	2019 ^(b)	2020
Immobilisations incorporelles nettes	4 213,6	4 223,0	4 916,3	4 982,1	4 835,7	4 464,8
<i>Goodwill</i>	3 479,5	3 646,9	5 142,1	5 223,8	5 322,1	4 663,7
Immobilisations corporelles nettes	8 274,9	8 279,8	8 506,1	8 774,4	8 891,0	7 756,0
Droits d'utilisation ^(a)	-	-	-	-	1 405,8	1 168,0
Instruments de capitaux propres	180,1	138,3	127,1	133,0	132,2	107,9
Prêts et créances au coût amorti	767,4	739,9	721,9	610,7	653,7	712,2
Instruments financiers dérivés	197,0	198,2	149,5	119,0	115,7	146,5
Participation dans les coentreprises	584,6	915,7	1 003,9	897,4	953,9	925,5
Participation dans les entreprises associées	760,4	980,8	1 023,8	1 084,3	1 070,2	1 063,4
Actifs contrats	-	-	21,6	95,6	46,2	80,6
Autres actifs	302,9	292,2	274,5	214,0	184,8	159,7
Impôts différés Actif	832,1	783,1	630,0	546,6	541,9	432,4
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	19 592,5	20 197,9	22 516,8	22 680,9	24 153,2	21 680,7
Prêts et créances au coût amorti	130,3	139,4	136,6	109,7	91,4	77,0
Instruments financiers dérivés	6,1	31,2	89,5	97,6	75,5	96,4
Clients et autres débiteurs	3 966,5	4 041,4	4 709,8	4 584,0	4 670,9	4 324,3
Stocks	274,0	262,7	455,1	499,5	528,0	483,1
Actifs contrats	-	-	414,9	627,2	733,8	498,4
Autres actifs	1 523,3	1 492,6	1 230,0	1 500,7	1 648,5	1 606,8
Actifs financiers évalués à la juste valeur par résultat	59,9	62,3	56,9	29,2	29,8	54,9
Trésorerie et équivalents de trésorerie	2 079,0	2 924,7	3 221,3	3 424,1	3 703,0	5 319,6
TOTAL ACTIFS COURANTS	8 039,1	8 954,3	10 314,1	10 872,0	11 480,9	12 460,5
Actifs classés comme détenus en vue de la vente	-	131,8	-	-	-	1 443,0
TOTAL ACTIF	27 631,6	29 284,0	32 830,9	33 552,9	35 634,1	35 584,2

(a) Postes créés pour enregistrer les effets de l'application de la norme IFRS16

(b) Au 31 décembre 2019, les données ont été retraitées pour tenir compte de la correction d'erreur décrite en Note 1.3 des Etats financiers consolidés de 2020 de SUEZ

Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société.

Tableau 5 : Bilan consolidé du Groupe (Passif)

En M€	2015	2016	2017 retraité	2018	2019 ^(b)	2020
Capitaux propres part du Groupe	5 419,8	5 495,9	6 510,4	6 391,8	6 408,7	5 406,6
Participations ne donnant pas le contrôle	1 385,6	1 869,9	2 511,4	2 600,8	2 824,8	2 642,8
TOTAL CAPITAUX PROPRES	6 805,4	7 365,8	9 021,8	8 992,6	9 233,5	8 049,4
Provisions	1 458,0	1 573,7	1 579,2	1 507,6	1 500,0	1 413,9
Dettes financières	8 501,1	8 665,5	9 760,6	9 803,2	9 914,0	10 990,0
Dettes de location ^(a)	-	-	-	-	1 159,4	975,5
Instruments financiers dérivés	45,1	45,6	26,4	9,5	6,7	4,9
Autres passifs financiers	3,0	10,4	43,1	47,2	42,8	37,6
Passifs contrats	-	-	268,7	287,7	267,3	196,3
Autres passifs	911,5	931,1	561,6	591,6	566,6	524,1
Impôts différés passifs	636,6	654,5	649,6	649,4	791,1	596,2
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	11 555,3	11 880,8	12 889,2	12 896,2	14 247,9	14 738,5
Provisions	493,8	505,8	582,6	496,1	475,2	541,8
Dettes financières	1 853,9	2 499,8	2 169,7	2 762,1	2 609,1	2 956,6
Dettes de location ^(a)	-	-	-	-	314,9	255,6
Instruments financiers dérivés	40,1	62,8	38,3	47,2	57,3	36,2
Fournisseurs et autres créanciers	2 991,2	3 063,6	3 741,3	3 798,9	3 534,3	3 263,2
Passifs contrats	-	-	1 058,8	976,5	911,3	1 176,1
Autres passifs	3 891,9	3 812,9	3 329,2	3 583,3	4 250,6	3 980,4
TOTAL PASSIFS COURANTS	9 270,9	9 944,9	10 919,9	11 664,1	12 152,7	12 209,9
Passifs directement liés à des actifs classés comme détenus en vue de la vente	-	92,5	-	-	-	586,4
TOTAL PASSIF	27 631,6	29 284,0	32 830,9	33 552,9	35 634,1	35 584,2

(a) Postes créés pour enregistrer les effets de l'application de la norme IFRS16

(b) Au 31 décembre 2019, les données ont été retraitées pour tenir compte de la correction d'erreur décrite en Note 1.3 des Etats financiers consolidés de 2020 de SUEZ

Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société.

■ Actif

Au 31 décembre 2020, SUEZ présente un total bilan de 35,6 Mds€. Son actif est majoritairement composé (i) d'immobilisations corporelles nettes (7,8 Mds€), (ii) de trésorerie et équivalents de trésorerie (5,3 Mds€), (iii) d'écarts d'acquisition (4,7 Mds€), (iv) d'immobilisations incorporelles nettes (4,5 Mds€), et (v) de créances clients (4,3 Mds€).

Les droits d'utilisations relatifs à l'application de la norme IFRS16 depuis le 1^{er} janvier 2019 représentent 1,2 Md€ au 31 décembre 2020.

Ecarts d'acquisitions

Les écarts d'acquisitions représentent en 2020 l'un des principaux postes du bilan du Groupe. Ce poste a augmenté entre 2015 et 2019 en raison des opérations de croissance externe réalisées, avec notamment l'acquisition de GE WATER en 2017, dont le *Goodwill* (1,7 Mds€) représente environ 36% des écarts d'acquisition enregistrés par le Groupe.

En 2020, les écarts d'acquisitions ont diminué de 12% par rapport à 2019 en raison de la cession des activités de Recyclage et Valorisation en Suède et de la société ESSAL au Chili. SUEZ a également reclassé 341,1 M€ d'écarts d'acquisitions concernant les activités de Recyclage et Valorisation en Europe du Nord et l'activité OSIS en France sur le poste « actifs classés comme détenus en vue de la vente ».

Les tests d'*impairment* réalisés par le Groupe en 2020 n'ont pas conduit à la constatation de dépréciation sur les écarts d'acquisition.

Des écarts de conversion sont également comptabilisés dans ce poste, avec notamment -199,9 M€ concernant le dollar américain, -20,3 M€ pour le dollar hongkongais et -19,7 M€ pour la livre sterling.

Immobilisations incorporelles

Au 31 décembre 2020, les immobilisations incorporelles de la Société sont relativement stables par rapport à la clôture précédente et intègrent principalement des droits incorporels sur contrats de concession amortissables (droits à facturer des usagers) à hauteur de 3,0 Mds€.

Ce poste intègre également d'autres immobilisations incorporelles non amortissables et des frais de recherche et développement activés.

Participations dans les co-entreprises et entreprises associées

Au 31 décembre 2020, les participations du Groupe dans les coentreprises et entreprises associées s'élèvent respectivement à 926 M€ et 1 063 M€.

Les participations dans les coentreprises concernent principalement les JV chinoises détenues à 50% par le Groupe SUEZ NWS LIMITED basé à Hong-Kong (580 M€) et le Groupe SUYU basé en Chine (313 M€). Comme indiqué précédemment, le Groupe a acquis début 2021 les participations minoritaires de NWS dans ces deux coentreprises, dont il détient désormais 100% du capital.

Les principales entreprises associées sont le Groupe ACEA basé en Italie et détenu à 23,3% (624 M€) et des *joint-ventures* du Groupe AGBAR basé en Espagne.

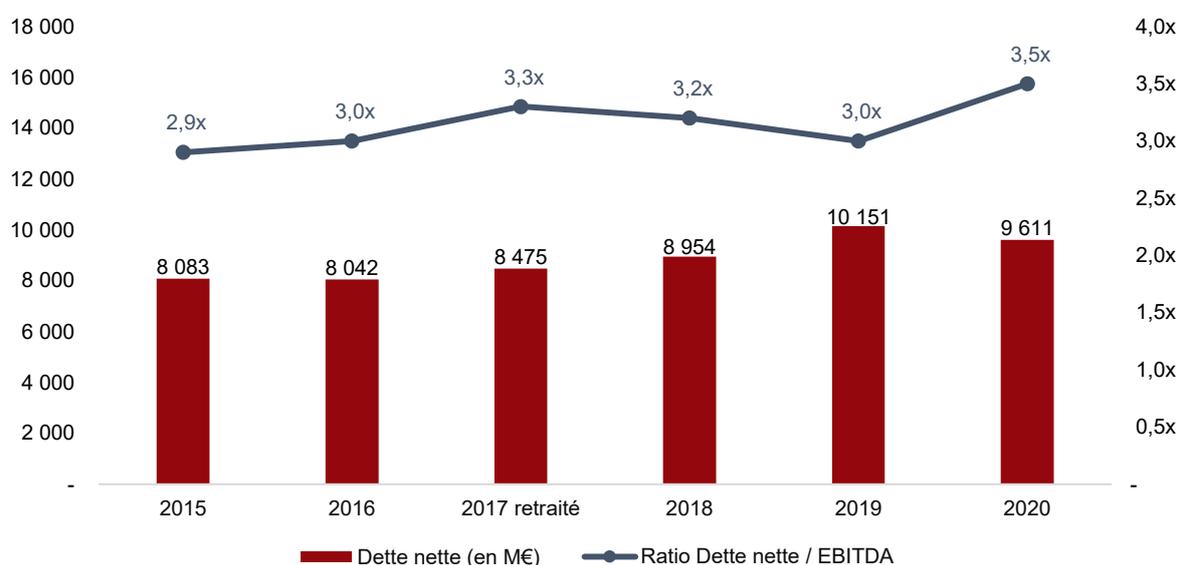
■ Passif

Le passif du Groupe est majoritairement composé (i) de dettes financières non courantes (11,0 Mds€), (ii) des capitaux propres part du Groupe (5,4 Mds€), (iii) de dettes fournisseurs et autres créanciers (3,3 Mds€) et (iv) d'autres passifs courants (4,0 Mds€).

Endettement financier net

Au 31 décembre 2020, l'endettement financier net du Groupe s'élevait à 9,6 Mds€⁶⁰, représentant 3,5x son EBITDA.

Figure 17 : Evolution de la dette nette de SUEZ depuis 2015



Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société.

Depuis 2016, la dette nette représente entre 2,9x et 3,5x l'EBITDA.

L'augmentation de l'endettement financier net en 2017 est la conséquence directe de l'acquisition de WTS (ex GE WATER). L'accroissement constaté en 2018 est dû principalement au versement en numéraire des dividendes aux actionnaires de SUEZ (-401,9 M€), au versement en numéraire des dividendes aux actionnaires minoritaires des filiales (-231,6 M€), ainsi qu'au paiement d'*exit fees* sur les plans de retraite de GE WATER (-78,8 M€).

L'augmentation de l'endettement financier net en 2019 (+ 1,2 Md€) par rapport à l'exercice 2018, s'explique principalement par l'application de la norme IFRS16. Retraité de l'application de cette norme, la dette nette se serait élevée à 8,7 Mds€, en baisse de -2,7% par rapport à 2018.

⁶⁰ L'endettement financier présenté par le Groupe à fin 2020 de 9.611 M€ est différent de celui utilisé dans le cadre de notre évaluation (9.980 M€) principalement parce que nous ne prenons pas en compte les dettes locatives IFRS16 (1.231 M€), mais intégrons les « titres super subordonnés » (1.600 M€) (cf. §5.3.2).

En 2020, l'endettement financier net a diminué de 540,3 M€ (-4,7%) par rapport à 2019, principalement du fait des cessions d'actifs⁶¹ pour un total de 561 M€. Le reclassement de la dette des actifs détenus en vue de la vente, ainsi que la trésorerie générée par les activités du Groupe (+205,8 M€) ont également contribué à la diminution de la dette nette du Groupe.

Malgré la baisse de l'endettement net en 2020, le ratio dette nette / EBITDA a augmenté à 3,5x en raison de la contraction de l'EBITDA pour les motifs exposés ci-avant.

L'objectif du Groupe dans le cadre du plan *Shaping SUEZ 2030* est de réduire ce ratio pour se situer entre 2,8x et 3,0x l'EBITDA d'ici 2023.

⁶¹ Activité de Recyclage et Revalorisation en Suède, ESSAL et AQUASURE.

4.6.3 Tableau de flux de trésorerie

L'évolution du tableau de flux de trésorerie de SUEZ sur les cinq derniers exercices est résumée ci-après :

Tableau 6 : Tableau de flux de trésorerie du Groupe

En M€	2015	2016	2017 retraité (d)	2018 (d)	2019 (d)	2020 (d)
Résultat net	613,3	622,8	515,9	565,8	609,2	(74,4)
Quote-part de résultat net des coentreprises	(179,8)	(84,4)	(92,2)	(8,6)	(71,4)	(39,7)
Quote-part de résultat net des entreprises associées	(86,6)	(94,6)	(119,4)	(184,3)	(126,9)	(105,1)
Dividendes reçus des coentreprises et entreprises associées	102,4	91,9	140,8	144,6	131,8	121,4
Amortissements, dépréciations et provisions	1 120,2	1 190,5	1 109,8	1 103,7	1 474,8	1 742,7
Autres résultats de cession et effets de périmètre	(11,8)	(270,2)	(111,2)	(56,8)	(36,6)	(156,3)
Autres éléments sans effet de trésorerie	6,8	6,2	1,5	2,9	17,8	0,7
Impact relatif aux contrats de location (a)	-	-	-	-	4,1	5,2
Charge d'impôt	173,0	243,4	157,2	244,0	340,0	154,4
Résultat financier	421,5	423,5	428,9	465,4	514,0	440,7
Marge brute d'autofinancement avant résultat financier et impôt	2 159,0	2 129,1	2 031,3	2 276,7	2 856,8	2 089,6
Impôt versé y compris retenues à la source sur redevances	(153,8)	(147,7)	(192,5)	(156,9)	(253,3)	(174,9)
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	(13,7)	(68,0)	123,6	(146,4)	(153,1)	202,0
Flux issus des activités opérationnelles	1 991,5	1 913,4	1 962,4	1 973,4	2 450,4	2 116,7
Investissements corporels et incorporels (b)	(1 276,5)	(1 086,4)	(1 177,2)	(1 342,9)	(1 417,3)	(1 323,5)
Prise de contrôle sur des filiales nette de la trésorerie et équivalents de trésorerie acquis	(85,8)	(142,9)	(2 561,7)	(66,9)	(49,6)	13,7
Acquisitions de participations dans les coentreprises et entreprises associées	(26,5)	(25,9)	(19,9)	(47,8)	(23,1)	(61,9)
Acquisitions d'instruments de capitaux propres	(29,2)	(26,2)	(18,8)	(31,7)	(15,9)	(7,8)
Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	54,1	233,3	234,1	157,9	85,6	40,6
Cessions de participations dans les coentreprises et entreprises associées	19,1	83,5	109,1	(5,3)	15,8	63,1
Cessions d'instruments de capitaux propres	11,9	48,0	3,9	4,2	8,7	0,4
Perte de contrôle sur des filiales nette de la trésorerie et équivalents de trésorerie cédés	36,6	122,7	8,8	88,4	27,6	295,4
Autres intérêts nets sur actifs financiers	7,6	(4,3)	(5,2)	14,1	(23,4)	9,5
Dividendes reçus sur actifs financiers non courants	10,7	7,8	5,0	8,5	3,6	3,0
Variation des prêts et créances financières	(72,3)	(42,6)	(4,1)	(8,8)	(66,7)	92,0
Flux issus des activités d'investissement	(1 350,3)	(833,0)	(3 426,0)	(1 230,3)	(1 454,6)	(875,5)
Cash-Flow Libre	1 047,1	1 004,8	1 004,2	1 023,4	1 094,5	909,8
Augmentation / diminution de capital (de la société mère et des particip. ne donnant pas le contrôle)(c)	-	17,0	1 592,7	(23,4)	5,2	122,6
Achat / vente de titres d'autocontrôle	(0,2)	(1,7)	(47,9)	(4,9)	2,9	0,9
Changements de parts d'intérêts dans des entités contrôlées	(327,8)	90,3	(61,4)	(10,8)	501,7	-
Dividendes versés (aux actionnaires de la société mère et aux particip. ne donnant pas le contrôle)(c)	(571,2)	(601,7)	(570,8)	(696,1)	(715,6)	(520,1)
Nouveaux titres super subordonnés nets de frais d'émission	494,5	-	597,7	-	497,8	-
Remboursement de titres super subordonnés 2014 nets de frais d'émission	(457,9)	-	-	-	(363,7)	(147,9)
Nouveaux emprunts et dettes financières	1 256,4	926,1	1 037,7	1 323,0	1 401,2	2 437,1
Remboursement de dettes de location (a)	-	-	-	-	(325,1)	(331,5)
Remboursement d'emprunts et de dettes financières	(789,4)	(354,6)	(1 172,2)	(766,5)	(1 448,0)	(867,9)
Variation des actifs financiers évalués à la juste valeur par résultat	11,5	(2,0)	5,7	27,5	(0,6)	(23,8)
Intérêts financiers sur dette de location (a)	-	-	-	-	(29,3)	(28,8)
Autres intérêts financiers versés	(351,4)	(358,1)	(364,5)	(392,5)	(363,5)	(317,8)
Intérêts financiers reçus	27,5	40,2	32,4	26,6	11,2	22,2
Flux sur instruments financiers dérivés de couverture d'investissement net et soultes sur instruments financiers dérivés	(103,1)	(28,4)	96,5	(75,9)	(34,9)	79,0
Flux issus des activités de financement	(811,1)	(272,9)	1 145,9	(593,0)	(860,7)	424,0
Effet des variations de change et divers	0,1	38,2	(51,6)	4,7	20,6	(113,7)
Total des flux de la période	(169,8)	845,7	(369,3)	154,8	155,7	1 551,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture	2 248,8	2 079,0	2 924,7	2 555,4	2 710,2	2 865,9
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture	2 079,0	2 924,7	2 555,4	2 710,2	2 865,9	4 417,4

(a) Postes créés pour enregistrer les effets de l'application de la norme IFRS16

(b) Comprendant les investissements de maintenance et les investissements de développement

(c) Distinction dans les comptes entre "société mère" et "participations ne donnant pas le contrôle" depuis 2019

(d) En application de la norme IAS 7.8, les découverts bancaires exigibles sur demande figurant en dettes financières dans l'état de situation financière consolidé sont reclassés en trésorerie et équivalents de trésorerie dans l'état des flux de trésorerie consolidés. Ce reclassement porte sur les exercices 2017, 2018, 2019 et 2020 pour respectivement 666 M€, 714 M€, 837 M€ et 902 M€.

Sources : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020 et Documents de référence 2016 à 2018 de la Société.

■ Flux de trésorerie issus des activités opérationnelles

La génération de flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles est restée relativement stable entre 2015 et 2018, oscillant entre 1,9 et 2,0 Mds€, puis a nettement progressé en 2019 pour atteindre 2,5 Mds€ en lien avec l'accroissement de l'EBITDA.

Au 31 décembre 2020, le Groupe a généré 2,1 Mds€ de trésorerie à travers ses activités opérationnelles, en baisse de 13,6% par rapport à 2019. Cette diminution est principalement due à la baisse de l'EBITDA en raison de la crise sanitaire.

■ Flux de trésorerie issus des activités d'investissement

Au 31 décembre 2020, les flux d'investissements du Groupe s'élevaient à -875,5 M€, soit une contraction de 39,8% par rapport à 2019, en lien avec les encaissements liés aux cessions d'actifs (+295,4 M€) et la diminution des investissements dans le contexte de crise sanitaire.

Préalablement, sur la période de 2015 à 2019, les flux d'investissement ont progressé avec un pic à 3,4 Mds€ en 2017, en lien avec l'acquisition de GE WATER.

Il résulte des éléments ci-dessus un cash-flow libre relativement stable, compris entre 0,9 Md€ et 1,1 Md€ entre 2015 et 2020.

■ Flux de trésorerie issus des activités de financement

En 2017, dans le cadre de l'acquisition de GE WATER, le Groupe a procédé à une augmentation de capital de 1,6 Md€, qui explique les flux issus des activités de financement positifs, à hauteur de +1,1 Md€.

Au 31 décembre 2019, les flux issus des activités de financement étaient de -861 M€, en partie expliqués par le remboursement d'un emprunt obligataire de 800 M€ de nominal émis en 2009.

En 2020, les flux liés aux activités de financement s'élèvent à 424 M€ du fait de la souscription de nouveaux emprunts à hauteur de 2,4 Mds€, d'une augmentation de capital de 112,2 M€, de la déconsolidation des dettes des entités cédées ou en cours de cession, ainsi qu'à une diminution des remboursements de dettes financières par rapport à l'exercice précédent.

4.6.4 Résultats du 1^{er} trimestre 2021

Au 31 mars 2021, le Groupe a réalisé une performance opérationnelle supérieure à celles de 2020 et 2019. Le chiffre d'affaires au 1^{er} trimestre 2021 était de 4.311 M€ soit une croissance organique de +5,9% par rapport à 2020 et +6,2% par rapport à 2019 à la même période. Cette amélioration est liée aux évolutions des activités :

- R&V, dont le chiffre d'affaires a connu une forte progression organique (+11,8% soit +217 M€ de croissance organique par rapport au 1^{er} trimestre 2020) principalement soutenue par l'Europe (+13,7% soit +211 M€ de croissance organique) favorisée par une hausse des tarifs, une hausse des volumes et une amélioration des prix des matières premières recyclées ;
- ETS, dont le chiffre d'affaires s'est élevé à 805 M€ en croissance organique de +2,2%, soit +18 M€, en raison de l'accroissement de l'activité de SES (+7,0% de croissance organique), des Déchets dangereux (+4,0%) et de WTS (+0,9%).

Sur les 3 premiers mois de 2021, l'EBITDA (incluant les effets de la norme IFRS16 et les résultats des sociétés mises en équivalence) généré par le Groupe s'est élevé à 768 M€ représentant une marge de 17,8% soit +1,7 point par rapport à 2020 et +0,9 point par rapport à 2019 à la même période.

S'agissant de l'EBIT au 31 mars 2021, celui-ci était de 340 M€, en croissance organique de +39,0% et +16,3% par rapport à 2020 et 2019 respectivement.

La dette nette s'est établie à 9.783 M€, soit un ratio d'endettement de 3,37x l'EBITDA sur 12 mois glissants.

A la suite de la publication de ces éléments, SUEZ a confirmé ses objectifs pour l'année 2021 annoncés lors de la publication des résultats annuels 2020, à savoir :

- Un chiffre d'affaires consolidé supérieur à 16 Mds€ ;
- Un EBIT compris entre 1,4 Mds€ et 1,6 Mds€ ;
- Un Free Cash-Flow récurrent supérieur à 500 M€ ;
- Un bénéfice par action de 0,80 € à 0,85 €.

4.7 Matrice SWOT

Forces

- Marque et savoir-faire technique du Groupe reconnus mondialement ;
- Portefeuille d'activités de taille critique et diversifiées en termes de métiers et de géographies avec des potentiels de croissance importants et des synergies entre les métiers (WTS et gestion de l'eau) ;
- Bonne résilience de l'activité et visibilité sur les revenus et marges futures, notamment sur les activités municipales régulées ou non ;
- Présence sur toute la chaîne de valeurs pour les trois métiers du Groupe, permettant de proposer des offres intégrées aux clients ;
- Présence historique locale et connaissance fine des clients ;
- Investissements historiques en Recherche et Innovation importants ayant permis de développer des solutions compétitives.

Faiblesses

- Niveau d'endettement élevé (ratio d'endettement de 121,1% au 31/12/2020 - dette sur capitaux propres) ;
- Contribution majeure des marchés matures aux revenus du Groupe affectant les perspectives de croissance de l'ensemble ;
- Structure de coûts majoritairement constituée de charges fixes.

Opportunités

- Besoins importants d'investissements en infrastructures pour faire face aux risques de stress hydrique et accompagner l'urbanisation des pays en développement, et pour optimiser et renouveler les infrastructures des pays matures sensibilisés aux enjeux environnementaux ;
- Réglementations environnementales de plus en plus strictes qui favorisent la demande pour les services du Groupe et constituent une barrière à l'entrée ;
- Identification de potentielles économies de coûts significatives (Plan SPOT) ;
- Innovation et technologies permettant d'améliorer le traitement de l'eau et des déchets pour valoriser l'offre de services auprès des clients et/ou augmenter la rentabilité des installations.

Menaces

- Intensification de la concurrence de la part d'acteurs locaux dans les marchés moins matures (Chine notamment) ;
- Gestion de l'eau et des déchets au cœur des enjeux politiques locaux conduisant à des retours en régie dans des villes importantes (Paris, Nice, Montpellier, Grenoble, Bordeaux, Lyon...);
- Volonté politique de maintenir le coût de l'eau à un niveau limité pour les usagers.

5. Evaluation des actions de la société SUEZ

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société SUEZ en *standalone*, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de SUEZ au 31 décembre 2020 s'établit à 5.406,6 M€, soit une valeur par action de 8,61 €⁶².

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de SUEZ.

5.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Lors de la présentation de ses résultats 2020⁶³, SUEZ a annoncé au marché qu'il serait proposé à l'Assemblée Générale le versement d'un dividende ordinaire de 0,65 € par action au titre de l'exercice 2020. En septembre 2020, la Société a également communiqué sur un dividende de 0,70 € par action en 2022, et avait préalablement annoncé un maintien du *payout ratio* futur lors de la présentation du plan *Shaping SUEZ 2030* en octobre 2019.

⁶² Sur la base d'un nombre de 628.175.418 actions (total de 628.362.579 actions en circulation diminué des 187.161 actions actions auto détenues) au 31 décembre 2020.

⁶³ Le 26 février 2021.

Toutefois, nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (« DCF ») et où elle ferait ressortir une valeur par action SUEZ inférieure à celle extériorisée par la méthode du DCF.

5.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à identifier des transactions pleinement comparables à SUEZ en termes de taille, de *mix* produits, et de positionnement géographique ainsi qu'à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Au cas d'espèce, les transactions identifiées concernent des sociétés de taille sensiblement inférieure à celle de SUEZ, ne disposant pas d'une présence géographique aussi étendue, ni d'un *mix* produits comparable (pas de présence sur les 3 principales activités de SUEZ que sont l'eau, les déchets et ETS).

Pour ces raisons, cette méthode n'a pas été retenue. En revanche, la cession d'une part significative des actifs du Groupe au consortium sera examinée dans le cadre des accords connexes (cf. §6).

5.1.5 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions de la société SUEZ sont à retenir.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La référence au cours de bourse ;
- La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de SUEZ ;
- La méthode de la somme des parties, selon une approche par l'actualisation des flux de trésorerie et selon une approche par les multiples boursiers.

A titre secondaire, nous avons mis en œuvre les méthodes suivantes :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (« DCF »), selon une approche globale ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables, selon une approche globale ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes publiés avant l'annonce d'ENGIE concernant son recentrage stratégique le 31 juillet 2020. A titre indicatif, nous avons également analysé les objectifs de cours de bourse des analystes publiés après l'annonce d'ENGIE du 31 juillet 2020.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3 Données de référence de la Société SUEZ

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2020 (628 362 579 actions), diminué du nombre d'actions auto détenues (187.161 actions) à cette même date.

Nous avons par ailleurs tenu compte dans nos calculs :

- Des actions émises en mars 2021 dans le cadre de l'augmentation de capital réservée aux salariés (plan Sharing 2021), soit 10 976 645 actions ;
- De l'abondement dans le cadre des plans Sharing 2017 et Sharing 2019, soit respectivement 138 172 et 117 618 actions à émettre au 31 décembre 2020, et ;
- Des actions à émettre dans le cadre du plan de performance de juillet 2018, soit 295 129 actions.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 639 702 972.

5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de la société SUEZ tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2020.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2020 a été déterminée comme suit :

Tableau 7 : Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

en M€	31/12/2020
Trésorerie et équivalents de trésorerie	5 320
Dette financière (hors dettes de location IFRS16)	(13 947)
Actifs financiers évalués à la juste valeur par résultat	55
Instruments financiers dérivés relatifs à la dette à l'actif	217
Instruments financiers dérivés relatifs à la dette au passif	(24)
Trésorerie / (dette) nette	(8 380)
Titres Super Subordonnés à Durée Indéterminée	(1 600)
Trésorerie / (dette) nette ajustée	(9 980)
Participations ne donnant pas le contrôle (Intérêts minoritaires)	(3 442)
Provisions après impôts	(492)
Participations (coentreprises et entreprises associées)	2 676
Plan de rotation d'actifs	(616)
Impact des plans d'unités de performance après impôts	(45)
Plan Sharing 2021	154
Impact estimé de l'arrêt du programme de titrisation	(290)
Déficits fiscaux reportables	578
Autres ajustements	(1 478)
Passage de la VE à la VFP	(11 458)

Sources : Document d'Enregistrement Universel 2020 de la Société, Société, analyses FINEXSI

Hormis les dettes financières et la trésorerie qui n'appellent pas de commentaires particuliers, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les participations ne donnant pas le contrôle (-3.442 M€), comprenant notamment AGUAS ANDINAS, LYDEC, WTS, NWS et les activités régulées aux Etats-Unis.

Ces quotes-parts revenant aux actionnaires minoritaires ont été évaluées sur la base du critère jugé le plus pertinent par cohérence avec les valeurs d'actifs retenues par ailleurs, à savoir, par référence au cours de bourse pour AGUAS ANDINAS, à des transactions récentes pour les activités régulées aux Etats-Unis⁶⁴ et les activités en Chine avec NWS ou selon une approche par les flux futurs de trésorerie pour WTS et LYDEC ;

- Les provisions (-492 M€ après impôts), correspondant principalement aux provisions pour litiges, risques fiscaux, risques sectoriels et aux provisions pour autres risques et charges. Les provisions pour restructuration, pour retraites ainsi que les provisions pour reconstitution de sites n'ont pas été prises en compte dans le calcul de dette financière nette car celles-ci sont intégrées dans les flux du plan d'affaires et dans les agrégats considérés pour les approches analogiques ;

⁶⁴ Transaction avec PGGM clôturée en 2019.

- Les participations dans les coentreprises et entreprises associées (2.676 M€) valorisées sur la base des capitalisations boursières pour les sociétés cotées (ACEA, CHONGQING et SANFENG⁶⁵) au 31 mai 2021 (1 625 M€). Les autres participations ont été retenues pour leur valeur comptable après nous être assurés qu'il n'existait pas un potentiel de revalorisation significatif (1.051 M€) ;
- Les éléments relatifs au plan de rotation d'actifs pour un montant net de -616 M€, dès lors que l'évaluation tient compte des évolutions de périmètre, intégrant notamment :
 - Les produits de cessions des vagues 1 et 2 (1 737 M€), étant précisé que concernant l'Australie, ce montant intègre seulement la cession des actifs post-collecte dans la région de Sydney à CLEANAWAY à hauteur de 305 M€. Les autres actifs de gestion de déchets en Australie restant dans le Groupe à la suite de l'Accord de Principe conclu entre SUEZ et VEOLIA le 11 avril 2021 ;
 - Les décaissements relatifs aux acquisitions des participations de NWS dans les coentreprises SUEZ NWS et SUYU (à hauteur d'environ -790 M€) ;
 - Le montant estimé des acquisitions pour l'activité SES (-1 200 M€), ainsi que la quote-part revenant aux actionnaires minoritaires des sociétés qui seront acquises (-586 M€).
- Les déficits fiscaux activés et non activés au 31 décembre 2020 (578 M€). Ces déficits fiscaux ont été actualisés en fonction de leur horizon de consommation puis intégrés dans notre calcul de dette financière nette. Ils ne sont par conséquent pas retenus en diminution de la charge d'impôts calculée dans le DCF.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à -11 458 M€.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société notamment, en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée dans le plan d'affaires du Management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS16 relative aux loyers d'un montant de 1 231 M€ au 31 décembre 2020.

⁶⁵ Sur la base des taux de détention des deux sociétés après acquisition de la participation de NWS dans la coentreprise SUYU début 2021.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société SUEZ

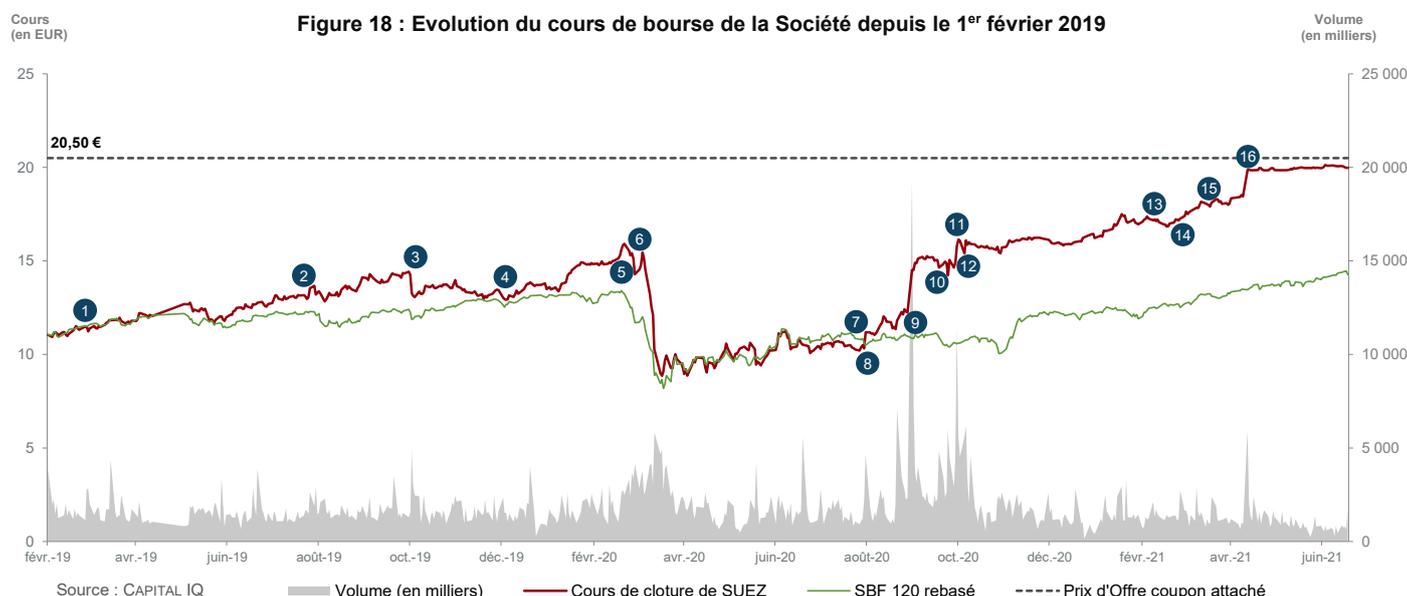
5.4.1 La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidités suffisants.

Les actions SUEZ sont cotées sur Euronext Paris (compartiment A) et Euronext Bruxelles (Code ISIN FR0010613471). L'indice de référence de la Société est le SBF 120.

5.4.1.1 Evolution du cours de bourse de la Société

Depuis le 1^{er} février 2019, le cours de bourse de l'action SUEZ a évolué comme suit :



- 1 **27/02/2019** : Annonce des résultats annuels 2018 avec un chiffre d'affaires en croissance organique de +3,6% et un EBIT en croissance organique de +7,5%.
- 2 **26/07/2019** : Annonce des résultats du 1^{er} semestre 2019 avec un chiffre d'affaires en croissance organique de +3,5% et un EBIT en croissance organique de +4,8%.
- 3 **02/10/2019** : Annonce du plan stratégique *Shaping SUEZ 2030*, visant à répondre aux enjeux croissants de la transition écologique en positionnant SUEZ comme leader mondial des services à l'environnement.
- 4 **02/12/2019** : Annonce d'une nouvelle organisation dans le cadre du plan *Shaping SUEZ 2030* et nomination d'un nouveau Comité Exécutif.
- 5 **21/02/2020** : Début des effets de la crise sanitaire liée à la pandémie Covid-19.
- 6 **26/02/2020** : Annonce des résultats annuels 2019 avec un chiffre d'affaires en croissance organique de +3,6% et un EBIT en croissance organique de +4,3%.
- 7 **29/07/2020** : Annonce des résultats du 1^{er} semestre 2020 avec un chiffre d'affaires en décroissance organique de -4,5% et un EBIT à 76 M€.
- 8 **31/07/2020** : ENGIE annonce étudier la possibilité de céder des actifs non stratégiques et des participations minoritaires afin de financer ses investissements.
- 9 **30/08/2020** : VEOLIA remet une offre à ENGIE pour l'acquisition de 29,9% du capital de SUEZ au prix de 15,50 € par action (coupon attaché) et annonce son intention de déposer une offre publique sur le solde des actions SUEZ en cas d'accord de la part d'ENGIE.
- 10 **23/09/2020** : Annonce de la création d'une fondation de droit néerlandais destinée à pérenniser l'activité Eau France au sein du groupe SUEZ.
- 11 **30/09/2020** : VEOLIA remet à ENGIE une offre améliorée au prix de 18,00 € par action (coupon attaché).
- 12 **05/10/2020** : VEOLIA acquiert 29,9% du capital de SUEZ au prix de 18,00 € par action (coupon attaché).
- 13 **08/02/2021** : VEOLIA dépose un projet d'OPA sur les 70,1% restant du capital de SUEZ.
- 14 **26/02/2021** : Annonce des résultats annuels 2020 avec un chiffre d'affaires en décroissance organique de -4,5% et un EBIT à 780 M€.
- 15 **21/03/2021** : Remise d'une offre ferme et engageante par le Consortium ARDIAN-GIP visant à créer un nouvel ensemble.
- 16 **12/04/2021** : Annonce d'un Accord de Principe sur les principaux termes et conditions du rapprochement entre VEOLIA et SUEZ, dont un prix de 20,50 € par action SUEZ (coupon attaché).

Entre le 1^{er} février 2019 et le 1^{er} octobre 2019, le cours de bourse de SUEZ a progressé de +29,0%, passant de 11,06 € à 14,26 €, et surperformant son indice de référence (+10,8% pour le SBF 120 sur la même période). Cette évolution s'explique notamment par les annonces suivantes :

- Le 27 février 2019, annonce des résultats annuels 2018 supérieurs aux objectifs ;
- Le 26 juillet 2019, annonce des résultats du 1^{er} semestre 2019 qui a eu un impact positif sur le cours.

Le 2 octobre 2019, l'annonce du plan stratégique *Shaping SUEZ 2030* a provoqué une chute du cours de bourse de -7,0%, qui est passé de 14,26 € à la clôture du 1^{er} octobre 2019 à 13,26 € à la clôture du 2 octobre 2019. Le cours a par la suite évolué à des niveaux inférieurs à ceux précédant l'annonce du plan stratégique jusqu'au 15 janvier 2020.

Entre le 15 janvier et le 21 février 2020, le cours de la Société a surperformé le SBF 120 (respectivement +11,1% et +0,4%), évoluant entre 14,33 € et 15,91 € (cours de clôture), ce dernier cours à la clôture du 21 février 2021 correspondant à un plus haut depuis le mois de décembre 2017.

Entre le 21 février 2020 et le 17 mars 2020, le cours a fortement chuté, comme l'ensemble des marchés financiers, en raison de la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19. Sur cette période, le cours de clôture est passé de 15,91 € à 8,86 €, ce dernier cours correspondant à un plus bas sur les 5 dernières années.

Entre le 17 mars et le 30 juillet 2020, soit à la veille de l'annonce d'ENGIE concernant son recentrage stratégique et d'éventuelles cessions d'actifs, le cours de SUEZ s'inscrit dans une tendance haussière, dans le sillage de l'ensemble des marchés financiers. Sur cette période, le cours de SUEZ évolue entre 8,86 € et 11,24 €, avec un cours de clôture de 10,32 € le 30 juillet 2020. Sa performance (+16,4%) apparaît cependant inférieure à celle de son indice de référence (SBF 120) qui progresse de +22,8% sur la même période.

Le 31 juillet 2020, l'annonce d'ENGIE entraîne une forte hausse du cours de bourse de SUEZ, qui passe en une séance de 10,32 € à la clôture du 30 juillet 2020 à 11,19 € à la clôture du 31 juillet 2020 (+8,4%).

Le 31 août 2020, au lendemain de la remise par VEOLIA de sa première offre pour l'acquisition du bloc de 29,9% auprès d'ENGIE, le cours de l'action SUEZ progresse fortement (+18,5%, de 12,24 € à 14,51 € à la clôture du 31 août 2020), avec des volumes très importants (19 291 milliers d'actions échangées lors de la séance du 31 août 2020 contre 2.337 milliers lors de la séance précédente).

Entre le 22 et le 25 septembre 2020, le cours de l'action SUEZ connaît une évolution contrastée, à la baisse, puis à la hausse, à la suite de l'annonce par la Société, le 23 septembre 2020, de la création d'une fondation de droit néerlandais visant à préserver son activité Eau en France.

Le 30 septembre 2020, consécutivement à l'annonce par VEOLIA du rehaussement de son offre à 18,00 € par action (coupon attaché) pour l'acquisition du bloc ENGIE, le cours de clôture SUEZ s'établit à 15,81 €.

Entre l'annonce de l'acquisition du bloc ENGIE par VEOLIA le 5 octobre 2020 et le 12 avril 2021, le cours a progressivement augmenté jusqu'à atteindre, puis dépasser le prix d'offre proposé de 18,00 €, le marché anticipant un nouveau rehaussement du prix d'Offre et de possibles offres alternatives à celle de VEOLIA (notamment de la part d'un consortium d'investisseurs financiers).

Le 12 avril 2021, à la suite de l'annonce d'un Accord de Principe sur les principaux termes et conditions du rapprochement entre VEOLIA et SUEZ, dont un prix de 20,50 € par action coupon attaché, le cours de la Société a réagi favorablement, passant de 18,44 € le 9 avril 2021 à 19,87 € le 12 avril 2021 (+7,7%).

Depuis l'annonce de l'Accord de Principe, le cours de SUEZ évolue autour de 20,0 € par action, soit un niveau légèrement inférieur au prix d'Offre de 20,50 € par action coupon attaché. Le cours de bourse de SUEZ a ainsi progressé de 93% depuis le 30 juillet 2020, veille de l'annonce d'ENGIE.

5.4.1.2 Analyse de la liquidité du cours de bourse de la Société

Sur la base du cours de bourse non affecté de SUEZ, soit au 30 juillet 2020, veille de l'annonce d'ENGIE concernant son recentrage stratégique et d'éventuelles cessions d'actifs, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 8 : Analyse de la liquidité du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (30/7/2020)	10,32	2 318	2 318	24 402	24 402	0,37 %	0,37 %	0,71 %	0,71 %
CMPV 1 mois	10,49	1 570	34 538	16 465	362 241	0,25 %	5,52 %	0,48 %	10,51 %
CMPV 60 jours	10,41	1 628	97 652	16 940	1 016 417	0,26 %	15,62 %	0,50 %	29,71 %
CMPV 3 mois	10,39	1 598	103 890	16 609	1 079 583	0,26 %	16,62 %	0,49 %	31,61 %
CMPV 6 mois	11,43	2 016	256 003	23 037	2 925 726	0,32 %	40,95 %	0,62 %	78,15 %
CMPV 12 mois	12,45	1 827	467 756	22 743	5 822 324	0,29 %	74,82 %	0,55 %	141,34 %
CMPV 24 mois	12,36	1 797	918 104	22 207	11 347 839	0,29 %	146,86 %	0,54 %	275,44 %

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Sur les 60 derniers jours de cotation (antérieurs au 30 juillet 2020), le volume cumulé des actions SUEZ échangées est de 97 652 milliers (soit environ 1 628 milliers d'actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 29,71%.

Sur les 6 derniers mois (antérieurs au 30 juillet 2020) le volume cumulé des actions SUEZ échangées est de 256 003 milliers d'actions (soit environ 2.016 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'établit à 78,15%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est liquide et représente une référence significative et pertinente pour l'évaluation de la Société.

5.4.1.3 Analyse des primes extériorisées par le prix d'Offre

Nous présentons ci-après les primes extériorisées par le prix d'Offre de 20,50 € à différentes dates, afin de tenir compte des effets de la crise sanitaire liée à la Covid-19 et des différentes annonces susceptibles d'avoir affecté le cours de bourse de SUEZ.

Nos analyses ont été conduites aux dates suivantes :

- 21 février 2020 : avant la chute des marchés financiers du fait de la crise sanitaire liée à la Covid-19 ;
- 30 juillet 2020 : avant l'annonce d'ENGIE concernant son recentrage stratégique et d'éventuelles cessions d'actifs ;
- 28 août 2020 : avant la remise de la première offre VEOLIA à ENGIE au prix de 15,50 € par action SUEZ (coupon attaché) ;
- 29 septembre 2020 : avant la remise de l'offre améliorée de VEOLIA à ENGIE au prix de 18,0 € par action SUEZ (coupon attaché).

Tableau 9 : Analyse des CMPV à différentes dates

Périodes	21/02/2020 Avant Covid		30/07/2020 Avant annonce d'Engie sur son recentrage stratégique		28/08/2020 Avant annonce de la première offre de Veolia à 15,50€		29/09/2020 Avant relèvement du prix d'offre à 18€	
	€/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 20,5€	€/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 20,5€	€/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 20,5€	€/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 20,5€
Spot	15,91	+29 %	10,32	+99 %	12,24	+67 %	14,92	+37 %
CMPV 1 mois	15,04	+36 %	10,49	+95 %	11,73	+75 %	14,71	+39 %
CMPV 60 jours	14,27	+44 %	10,41	+97 %	11,05	+86 %	13,21	+55 %
CMPV 3 mois	14,22	+44 %	10,39	+97 %	11,02	+86 %	13,03	+57 %
CMPV 6 mois	13,94	+47 %	11,43	+79 %	10,78	+90 %	11,93	+72 %
CMPV 12 mois	13,22	+55 %	12,45	+65 %	12,31	+67 %	12,60	+63 %

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Nous observons que le Prix d'Offre extériorise des niveaux de primes compris entre 29% et 99% selon les périodes analysées et relevons que le prix d'Offre n'a jamais été atteint au cours des 12 derniers mois antérieurs au 21 février 2020, date considérée comme la plus pertinente pour l'analyse car excluant les effets de la crise sanitaire.

En ce qui concerne les synergies

Nous rappelons que la prime de contrôle s'apprécie généralement par rapport au cours de bourse.

Le prix d'Offre extériorise une prime de contrôle de 4,59 € (29%) sur le cours de bourse *spot* avant Covid-19 au 21 février 2020. Les synergies de coûts provisoires estimées par VEOLIA sont de l'ordre de 500 M€ par an avant impôts⁶⁶. Selon les estimations établies par différentes sources⁶⁷ sur la base de plusieurs paramètres et scénarios, elles ressortiraient dans une fourchette de 4,6 € à 8,0 € par action SUEZ.

Ces synergies, qui se décomposent en 300 M€ de synergies liées à des optimisations opérationnelles et 200 M€ provenant d'économies dans les achats réalisés par le nouveau groupe, devraient être pleinement réalisées à un horizon de 4 ans suivant la réalisation de l'acquisition et supposent des coûts de mise en œuvre estimés à 250 M€ répartis sur les 2 premières années.

VEOLIA nous a confirmé que la réalisation des synergies de coûts annoncées suppose la prise de contrôle et la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une fusion des deux sociétés, afin de permettre une rationalisation économique et juridique des structures. A défaut, seule une part limitée des synergies de coûts pourrait être atteinte. Par ailleurs, la cession du Nouveau SUEZ au Consortium ne remet pas en cause le montant des synergies estimées, selon les informations communiquées par VEOLIA.

En l'état, le Prix d'Offre extériorise donc une prime de contrôle qui trouve une contrepartie dans les synergies attendues de l'opération.

5.4.2 La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)

Le 31 juillet 2020, ENGIE, principal actionnaire de SUEZ avec environ 32,06% du capital, a annoncé étudier la possibilité de céder des actifs non stratégiques et des participations minoritaires afin de financer des investissements nécessaires à son recentrage dans les renouvelables et les infrastructures.

À la suite de cette annonce, VEOLIA a remis à ENGIE, le 30 août 2020, une offre ferme pour l'acquisition auprès de cette dernière d'un bloc d'actions représentant 29,9%⁶⁸ du capital de SUEZ au prix de 15,5 € par action (coupon attaché).

VEOLIA a ensuite remis une offre améliorée le 30 septembre 2020, au prix de 18,0 € par action SUEZ (coupon attaché).

Le 5 octobre 2020, le Conseil d'administration d'ENGIE a accepté l'offre améliorée, et la cession du bloc de 29,9% est intervenue le 6 octobre 2020. Le même jour, VEOLIA a confirmé son intention de déposer une offre publique d'achat sur le solde du capital de SUEZ au prix de 18,0 € par action, coupon attaché.

⁶⁶ Etant précisé que ces synergies n'ont pas été estimées à partir d'un plan d'affaires combiné établi conjointement entre l'initiateur et la cible.

⁶⁷ Notes d'analystes, analyses FINEXSI, et conseils de la Société.

⁶⁸ Postérieurement à la cession de bloc ENGIE demeure actionnaire de SUEZ avec environ 1,8% du capital (cf. §1.1.2).

En sa qualité de principal actionnaire de SUEZ, disposant de représentants au Conseil d'administration de cette dernière, nous considérons qu'ENGIE disposait d'un accès complet à l'information concernant la Société, de ses risques et opportunités, et se trouvait par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé de 18,0 € par action, coupon attaché, lequel fut porté le 12 avril 2021, par l'accord entre VEOLIA et SUEZ, à un prix de 20,50 € par action, coupon attaché.

A ce titre, il est précisé qu'ENGIE bénéficie d'un complément de prix applicable en cas de surenchère, pour toute offre publique déposée avant le 30 juin 2022 ayant une suite positive. La formule de calcul agréée entre ENGIE et VEOLIA prévoit notamment que le montant du complément de prix versé à ENGIE sera diminué du montant du dividende ordinaire qui sera proposé à l'Assemblée Générale statuant sur les comptes 2020, soit 0,65 € par action SUEZ. Sous réserve de l'approbation du dividende 2020, ENGIE percevra donc un complément de prix de 1,85 €⁶⁹ par action, soit un prix total de 19,85 €⁷⁰ par action SUEZ.

Ce complément de prix dont bénéficie ENGIE apparaît usuel dans le contexte visant à remettre ENGIE dans une situation comparable à celle des autres actionnaires au regard de l'accord intervenu le 12 avril 2021 entre SUEZ et VEOLIA. L'écart de prix (20,50 € - 19,85 €) n'est constitué que par les dividendes payés sur la période postérieure à l'acquisition du bloc Engie.

5.4.3 Somme des parties (à titre principal)

La méthode d'évaluation par la somme des parties consiste à valoriser séparément les différentes activités constitutives d'un groupe pour apprécier la valeur de celui-ci. Cette méthode nous apparaît pertinente pour l'évaluation du groupe SUEZ qui intervient sur différents métiers dans de nombreuses géographies, dans la mesure où elle permet de valoriser chaque actif du Groupe sur la base de critères adaptés à ses perspectives de développement, et à son profil et risques spécifiques, appréciés en fonction de la nature de l'activité et de sa localisation.

Nous avons mis en œuvre la méthode de la somme des parties selon deux critères distincts en considérant, d'une part, l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) de chaque activité et, d'autre part, les multiples extériorisés par les comparables boursiers selon des échantillons de comparables distincts en fonction des activités évaluées.

Nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode sur la base des multiples de transactions comparables car cela reviendrait à simuler un scénario liquidatif, qui supposerait alors de tenir compte des coûts de liquidation afférents, ce qui ne correspond ni à la stratégie du Groupe, qui doit être apprécié en *standalone* et en continuité d'exploitation, ni à celle de l'Initiateur.

⁶⁹ 19,85 € - 18,00 € = 1,85 €.

⁷⁰ 20,50 € - 0,65 € = 19,85 €.

5.4.3.1 Somme des parties – actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de SUEZ. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

5.4.3.2 Présentation du plan d'affaires global 2021e-2023e du management

Le management a établi un plan d'affaires global « *standalone* » sur la période 2021e-2023e, lequel a été approuvé par le Conseil d'administration du 24 novembre 2020 pour la période 2022e-2023e, et le 18 janvier 2021 pour l'année 2021e (budget)⁷¹. Ce plan d'affaires global, construit selon une approche « *bottom-up* », traduit la mise en œuvre du plan *Shaping SUEZ 2030* présenté au marché en octobre 2019 (cf. §4.4.2). Il intègre les principaux éléments suivants :

- Les cessions d'actifs réalisées ou annoncées au marché suivantes : activités Recyclage et Valorisation en Suède, en Europe du Nord (Allemagne, Pologne, Luxembourg, Pays-Bas), OSIS, ESSAL et AQUASURE.

Il est par ailleurs précisé qu'à la suite de la résiliation des accords avec CLEANAWAY⁷², la cession des activités Recyclage et Valorisation du groupe en Australie n'a pas été prise en compte dans les cessions d'actifs, à l'exception de certains actifs post-collecte situés dans la région de Sydney.

Les encaissements relatifs à ces cessions d'actifs, réalisées ou à venir, ont été pris en compte dans notre calcul de dette financière nette (cf. §5.3.2) et ne sont donc pas intégrés dans les flux du plan d'affaires.

⁷¹ Le plan d'affaires qui nous a été communiqué et sur la base duquel nous avons réalisé nos travaux diffère légèrement du plan d'affaires approuvé le 24 novembre 2020 et du budget 2021 approuvé le 18 janvier 2021 puisque des *contingencies* forfaitaires ont été retirées de cette nouvelle version en 2021e et en 2023e, ce qui est favorable à l'actionnaire.

⁷² SUEZ a annoncé le 6 avril 2021 avoir trouvé un accord avec CLEANAWAY pour la cession de ses activités Recyclage et Valorisation en Australie. A la suite de l'Accord de Principe conclu avec VEOLIA le 11 avril 2021, SUEZ a résilié les accords de cession avec CLEANAWAY, qui acquerra néanmoins un portefeuille d'actifs post-collecte dans la région de Sydney. Ces actifs comprennent 2 centres d'enfouissement techniques et 5 stations de transfert qui seront acquis pour un montant de 501 M\$ australiens (soit environ 300 M€ selon le taux de conversion en vigueur au 6 avril 2021).

- Le réinvestissement d'une partie des produits de cessions, avec notamment l'acquisition des intérêts minoritaires de SUEZ NWS et SUYU pour un montant d'environ 693 M€, et l'attribution d'une enveloppe d'environ 1,2 Mds€ en vue de réaliser des opérations de croissance externe pour les activités SES en 2021e, 2022e et 2023e, lesquelles devraient permettre de dégager environ 200 M€ d'EBITDA dès 2023e. Les acquisitions pour les activités SES ont à ce jour un niveau d'avancement limité, même si plusieurs cibles ont d'ores et déjà été identifiées par la Société. Les capex d'acquisition ont été retenus dans la dette financière nette ;
- Les effets du plan de performance SPOT sur la rentabilité des différentes activités, devant générer des économies de coûts à hauteur de 1,2 Mds€ à l'horizon 2023 ;
- Une exposition plus importante du Groupe aux marchés en croissance (Chine, Inde, Latam, AMECA⁷³) et aux activités industrielles, en contrepartie d'une diminution du poids des activités régulées historiques sur les marchés matures.

Toutefois, ce plan d'affaires, établi sur un horizon de temps limité, ne permet pas, selon nous, d'appréhender le plein effet du plan *Shaping SUEZ 2030* sur la valeur de la Société en raison notamment de l'évolution attendue du mix métier, de la croissance externe pour les activités SES, et de la progression attendue des taux de marge au-delà de 2023e sous l'effet du plan de performance SPOT notamment.

Pour ces raisons, l'évaluation sur la base de ce plan d'affaires global du management 2021e-2023e est présentée ci-après (cf. §5.4.4) à titre secondaire.

La méthode de la somme des parties a pour sa part été mise en œuvre sur la base de plans d'affaires extrapolés par le management sur la période 2021e-2030e pour chacune des activités et permettant d'appréhender le plein effet de la stratégie initiée.

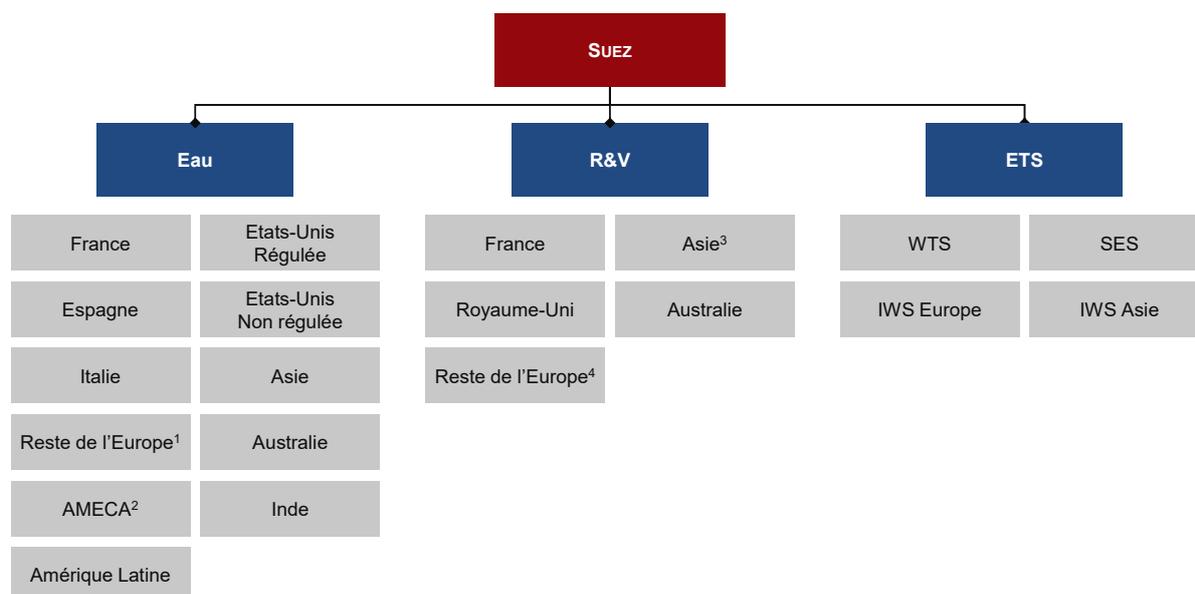
Présentation des plans d'affaires extrapolés par le management

Pour la mise en œuvre de l'évaluation par la somme des parties, le management nous a communiqué des plans d'affaires extrapolés sur la période 2021e-2030e pour les différentes activités et implantations géographiques du Groupe. Nos travaux ont donc été conduits sur la base de 21 plans d'affaires individuels⁷⁴ selon la segmentation suivante permettant d'appréhender les principales différences entre les actifs en termes opérationnels et géographiques :

⁷³ Africa / Middle East / Central Asia.

⁷⁴ 1 plan d'affaires pour chaque activité présentée en figure 19 ainsi qu'un plan d'affaires pour les coûts de siège.

Figure 19 : Périmètres d'évaluation de Suez par la méthode de la somme des parties - actualisation des flux de trésorerie prévisionnels



¹ Correspond principalement aux activités en République Tchèque

² Y compris activités déchets non distinguées dans cette approche compte tenu de leur caractère non significatif

³ Correspond principalement aux activités à Hong-Kong, Macao et Taiwan, hors activités liées aux déchets dangereux

⁴ Correspond principalement aux activités en République Tchèque et en Belgique

Par cohérence avec le calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres présenté ci-avant, qui intègre la valeur de marché des participations et coentreprises détenues par le Groupe, nous n'avons pas tenu compte de la contribution de ces entités aux flux de trésorerie des différentes activités pour la détermination de la valeur d'entreprise dans le cadre de la somme des parties. Dès lors, la valeur des activités chinoises ou italiennes n'intègre respectivement pas la contribution des coentreprises détenues par NWS et Suyu ou d'Accea.

Ces plans d'affaires extrapolés intègrent les éléments mentionnés ci-avant pour le plan d'affaires global 2021e-2023e (cessions d'actifs, réinvestissement d'une partie des produits de cessions et plan de performance SPOT) et reflètent la vision du management concernant les perspectives découlant de la mise en œuvre du plan Shaping Suez 2030 au-delà de 2023. Ces plans d'affaires extrapolés, qui n'ont pas fait l'objet d'une validation par le Conseil d'administration de Suez, permettent d'appréhender les perspectives de développement attendus sur le long terme.

Ils présentent également des perspectives de croissance et d'évolution des taux de marge d'EBITDA supérieures à celles reflétées dans le plan d'affaires global établi sur la période 2021e-2023e. Ces perspectives plus favorables sont notamment dues :

- A la croissance de l'activité avec les industriels et à l'international dont le poids dans le chiffre d'affaires total du Groupe est attendu en hausse sur la période 2021e-2030e, en contrepartie d'une diminution du poids des activités régulées historiques sur les marchés matures ;
- A la croissance importante de l'activité SES à l'horizon 2030, en lien avec les ambitions, notamment en termes de croissance externe fixées par le Groupe pour le développement de cette activité ;
- A la prise en compte des effets du plan de performance SPOT (économies de coûts de 1,2 Mds€ par an à partir de 2023), qui contribue à l'amélioration des taux de marge.

Ces plans d'affaires extrapolés extériorisent un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +2,2% entre 2019e et 2030e, ainsi qu'un taux de marge d'EBITDA⁷⁵ agrégé du Groupe de 20,6% en fin de période, supérieur aux plus hauts historiques.

Ces prévisions traduisent les ambitions du management et présentent, selon nous, un risque de réalisation plus important que le plan d'affaires global établi sur la période 2021e-2023e, en raison de la contribution croissante de marchés moins matures et de l'activité industrielle moins résiliente, ainsi que des incertitudes autour du développement des activités digitales (SES) qui repose sur l'acquisition et l'intégration de plusieurs sociétés.

Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative pour chacun des actifs, nous avons procédé à l'extrapolation de chacun de ces plans d'affaires sur 3 années supplémentaires, soit sur la période 2031e - 2033e, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires ramené linéairement au niveau du taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. ci-après) ;
- Une évolution linéaire des dotations aux amortissements pour atteindre le niveau d'investissement normatif de 2030e ; et
- Un taux de marge d'EBITDA stable, correspondant à celui fixé par le management en dernière année de chacun des plans d'affaires.

⁷⁵ EBITDA tel que publié et défini par le Groupe pour les besoins de la comparaison avec les taux de marge historiques, étant précisé que l'EBITDA retenu pour les besoins de nos travaux d'évaluation a été retraité de l'impact d'IFRS16 et n'intègre pas les résultats des sociétés mises en équivalence.

Coûts de siège

Les coûts de siège non imputables directement aux différentes activités ont été valorisés séparément puis réaffectés à chaque activité au prorata de leurs valeurs d'entreprise respectives.

Les coûts de siège intègrent notamment un coût récurrent de restructuration, représentant en moyenne environ 0,4% du chiffre d'affaires total.

Norme IFRS16

Les plans d'affaires extrapolés du management intègrent les effets de la norme IFRS16, ce qui signifie que les charges de loyers ne sont pas prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie.

Nous avons procédé à un retraitement sur chacun des plans d'affaires afin de réintégrer les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie et n'avons, en conséquence, pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS16 dans le calcul de l'endettement financier net (cf. §5.3.2).

Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition théorique applicable à chaque pays (source KPMG). Dans le cas de certaines activités réparties sur plusieurs pays, nous avons retenu le taux moyen pondéré du Groupe sur la base des taux théoriques d'imposition en vigueur et de la contribution des différents pays à l'EBIT du Groupe 2030e, ressortant à 25,3%.

Comme indiqué ci-avant, les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §5.3.2).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2021, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée (cf. §5.3.2).

Flux normatif

Nous avons appliqué des taux de croissance à l'infini différenciés pour chaque plan d'affaires, en fonction des perspectives de croissance de l'activité, des géographies concernées et du niveau de maturité de l'activité.

Les fourchettes de taux de croissance à l'infini retenues en fonction des différentes activités du Groupe sont les suivantes :

Tableau 10 : Fourchettes de taux de croissance à l'infini des différentes activités du Groupe

Activités	Min	Max
Actifs Eau	0,75%	3,50%
Actifs Recyclage & Valorisation	0,75%	1,75%
Actifs <i>Environmental Tech & Solutions</i>	0,75%	2,00%

Source : Analyses FINEXSI

Le flux normatif a été construit sur la base du taux de marge d'EBITDA (avant IFRS16 et hors participations ne donnant pas le contrôle) correspondant à celui attendu lors de la dernière année de chaque plan d'affaires, c'est-à-dire des taux de marge globalement supérieurs à ceux constatés historiquement.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements.

Le taux d'impôt normatif correspond au taux d'imposition théorique applicable à chaque pays. Dans le cas de certaines activités réparties sur plusieurs pays, nous avons retenu le taux théorique moyen pondéré du Groupe, soit 25,3%.

Taux d'actualisation

Comme pour le taux de croissance à l'infini, nous avons retenu des taux d'actualisation différenciés en fonction des perspectives de croissance de chaque activité, des géographies concernés et du niveau de maturité de l'activité.

Aussi, pour chaque activité, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital pour actualiser les flux de trésorerie futurs, sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,19% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne un an, calculée au 31 mai 2021, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 8,48 % (moyenne un an des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE au 31 mai 2021) ;
- D'un bêta désendetté déterminé à partir d'échantillons de comparables identifiés en fonction des activités et des implantations géographiques, ou à partir de DAMODARAN en l'absence de comparables pertinents (sources : CAPITAL IQ, DAMODARAN) ;
- D'une prime de risque pays déterminée par différence entre le taux sans risque Français retenu ci-avant (-0,19%) et le taux sans risque des différents pays dans lesquels opère le groupe SUEZ (source : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI) ;

- D'une prime de risque spécifique limitée de 0,5% appliquée à l'ensemble des taux d'actualisation⁷⁶, afin de tenir compte du risque de réalisation plus important des plans d'affaires dont l'horizon se situe à 2030 ;
- D'un coût de la dette avant impôt de 1,9%, correspondant au taux moyen pondéré de l'endettement Groupe au 31 décembre 2020 à l'exclusion de la dette IFRS16 et retraité de l'impact des dettes contractées avant 2015 dont les conditions ne reflètent plus les taux d'intérêts de marché actuels ;
- D'un *gearing* calculé sur la base du prix d'offre de 20,50 € et de l'endettement financier au 31 décembre 2020, soit un ratio dettes / fonds propres de 76,1%.

Les fourchettes de taux d'actualisation retenues sur ces bases en fonction des différentes activités du Groupe sont les suivantes :

Tableau 11 : Fourchettes de taux d'actualisation des différentes activités du Groupe

Activités	Min	Max
Actifs Eau	5,20%	9,40%
Actifs Recyclage & Valorisation	5,70%	8,60%
Actifs <i>Environmental Tech & Solutions</i>	6,30%	9,70%

Source : Analyses FINEXSI

Les taux retenus reflètent selon nous de manière appropriée le risque de réalisation des différents plans d'affaires par activité dans un contexte de croissance soutenue et d'amélioration constante des taux de marge à l'horizon 2030. Ils intègrent une prime de risque spécifique limitée au regard du caractère volontariste des prévisions utilisées.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de SUEZ ressort à 24.505 M€. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit en valeur centrale à 13 047 M€, soit 20,4 € par action SUEZ.

⁷⁶ A l'exception des activités SES et chiliennes pour lesquelles une prime de risque spécifique de 3,0% a été appliquée en raison, respectivement, de l'incertitude autour du développement par croissance externe de cette activité, et des risques géopolitiques pesant sur l'activité au Chili (cf. §4.2.1.3).

Tableau 12 : Synthèse - Somme des parties - actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

M€	Bas	Central	Haut
Valeur d'entreprise Actifs Eau	12 089	12 878	13 754
Valeur d'entreprise Actifs Recyclage & Valorisation	5 453	5 770	6 119
Valeur d'entreprise <i>Environmental Tech & Solutions</i>	5 573	5 856	6 161
Total de la Valeur d'Entreprise du groupe	23 116	24 505	26 034
Trésorerie / (Dette) nette ajustée	(11 458)	(11 458)	(11 458)
Valeur des fonds propres	11 658	13 047	14 577
Nombre d'actions	640	640	640
Valeur de l'AO Suez au 31 décembre 2020 - €	18,2	20,4	22,8

Source : Analyses FINEXSI

Les analyses de sensibilité conduites sur les plans d'affaires de chaque activité selon une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point), font ressortir une fourchette de valeur comprise entre 18,2 € et 22,8 € par action SUEZ, avec une valeur centrale de 20,4 €.

La valeur centrale de notre approche par les DCF en somme des parties conforte le prix d'Offre. Il fait ressortir une prime de 12,5 % sur la borne basse et une décote de 10,0 % sur la borne haute de notre fourchette, étant rappelé que les résultats des approches par les flux futurs sont représentatifs d'une valeur de contrôle puisqu'ils supposent la libre disposition de l'intégralité des flux de trésorerie.

Il convient également de souligner que cette fourchette de valeurs repose sur des business plans individuels à horizon 2030e factorisant des croissances importantes et des niveaux de marges jamais atteints par le passé ainsi que sur des taux d'actualisation intégrant une prime de risque limitée au regard des prévisions utilisées et de leur horizon. Dans ces conditions, nous considérons que le DCF extériorise la pleine valeur du groupe SUEZ en *standalone* pour l'actionnaire.

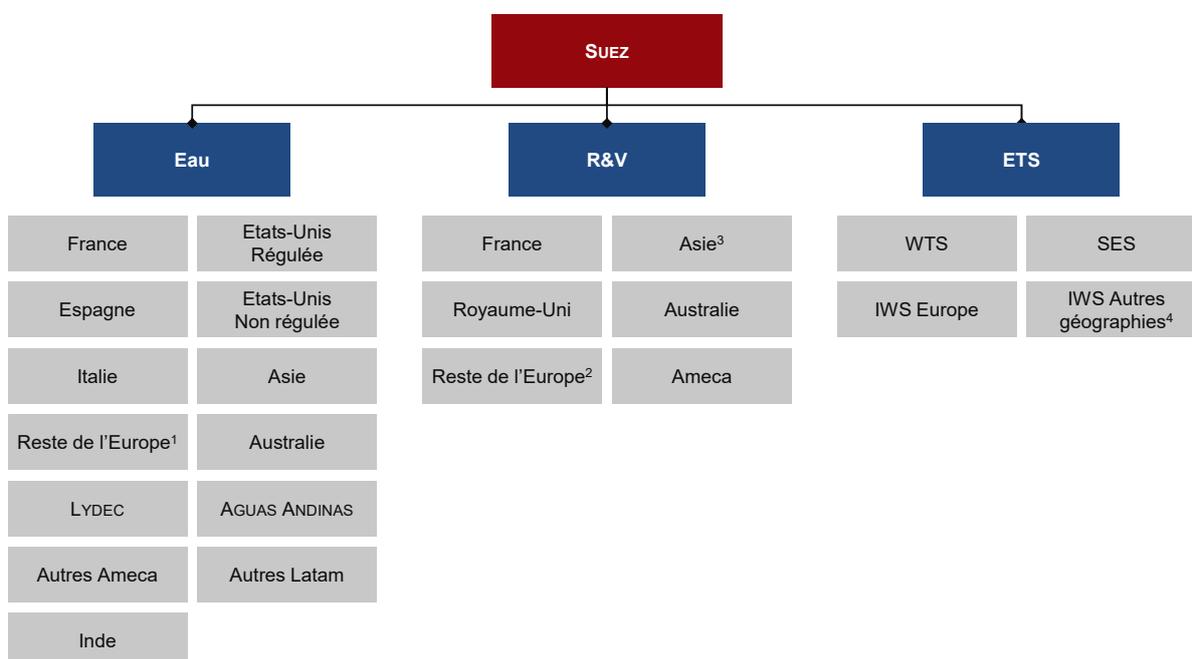
5.4.3.3 Somme des parties – comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Pour l'approche par la somme des parties, nous avons constitué des échantillons distincts de comparables en fonction des activités et des implantations géographiques du groupe SUEZ, afin de tenir compte des dynamiques des différents marchés sur lesquels opère le Groupe (marchés matures ou en croissance, réglementés ou non).

La segmentation des activités retenue est la suivante :

Figure 20 : Périmètres d'évaluation de Suez par la méthode de la somme des parties - Comparables boursiers⁷⁷



¹ Correspond principalement aux activités en République Tchèque

² Correspond principalement aux activités en République Tchèque et en Belgique

³ Correspond principalement aux activités à Hong-Kong, Macao et Taiwan, hors activités liées aux déchets dangereux

⁴ Correspond aux activités dans les déchets dangereux en zones Asie et AMECA

Les échantillons de comparables retenus ainsi que les multiples d'EBITDA 2021e et 2022e⁷⁸ extériorisés sur la base des cours de bourse au 31 mai 2021 pour chaque activité sont présentés en annexe 3.

⁷⁷ La ventilation des actifs pour l'approche par la somme des parties sur la base des multiples boursiers diffère de la ventilation pour l'approche DCF en raison de la réévaluation directe des sociétés cotées du portefeuille (AGUAS ANDINAS et LYDEC) sur la base de leur cours de bourse. En effet, contrairement à l'approche DCF qui regroupe la valorisation d'AGUAS ANDINAS et des autres activités en Amérique Latine ainsi que la valorisation de LYDEC et des activités dans la zone AMECA, ces deux sociétés sont réévaluées distinctement du reste des activités du Groupe dans les zones concernées dans l'approche par les multiples.

⁷⁸ Les EBITDA présentés s'entendent hors IFRS16 (lorsque applicable) et hors contribution des sociétés mises en équivalence. La description détaillée de chacune des sociétés est présentée en Annexe du présent rapport.

Nous ne présentons pas de multiple d'EBITDA 2023e, contrairement à l'approche globale dans la mesure où nous ne disposons pas, pour certains échantillons, de prévisions nous permettant de mettre en œuvre l'approche pour l'année 2023e.

Il est précisé que pour certaines activités ou zones géographiques, nous n'avons pas été en mesure de constituer des échantillons de comparables pertinents. Nous avons dans ce cas retenu les approches de valorisation suivantes :

- Eau non régulée aux Etats-Unis et Eau Australie : application du multiple retenu pour le reste de l'Europe ;
- Eau Amérique Latine : AGUAS ANDINAS (Chili), société cotée, a été valorisée sur la base de son cours de bourse. Le multiple de valorisation induit pour cette société a ensuite été appliqué aux autres activités en Amérique Latine ;
- Eau Afrique et Moyen Orient : LYDEC (Maroc), société cotée, a été valorisée sur la base de son cours de bourse. Le multiple de valorisation induit par cette société a ensuite été appliqué aux autres activités de la zone Afrique et Moyen Orient ;
- WTS : valorisation sur la base du multiple d'acquisition extériorisé lors du rachat de l'activité auprès de GE WATER en 2017, soit 12,5x l'EBITDA.
- SES : valorisation sur la base d'un DCF selon les mêmes paramètres que ceux retenus pour la somme des parties par l'actualisation des flux de trésorerie (cf. §5.4.3.1) afin d'appréhender la forte croissance de cette activité à l'horizon 2030. En effet, l'application de multiples aux EBITDA 2021e et 2022e ne permettrait pas refléter la création de valeur attendue sur cette activité dans la mesure où l'ensemble des acquisitions n'auront pas encore été réalisées ou n'auront pas produit leurs effets en année pleine. Il en découle des EBITDA relativement faibles en début de plan. Cette approche apparaît favorable à l'actionnaire minoritaire.

EBITDA de référence des activités de SUEZ

Pour les EBITDA prévisionnels des comparables qui intègrent les effets de la norme IFRS16 (comparables européens) ou de normes équivalentes, nous avons procédé à des retraitements afin de réintégrer les loyers dans l'EBITDA prévisionnel des sociétés comparables de sorte que ces derniers soient homogènes avec l'EBITDA retenu pour l'évaluation des activités de SUEZ.

De plus, par cohérence avec l'EBITDA retenu pour les activités de SUEZ⁷⁹, nous nous sommes assurés que les EBITDA des sociétés comparables n'intégraient pas de résultats de sociétés mises en équivalence significatifs, de nature à affecter la valorisation du Groupe selon ce critère.

Nous avons appliqué les multiples 2021e et 2022e aux prévisions d'EBITDA hors IFRS16 et résultats des sociétés mises en équivalence des mêmes années issues des plans d'affaires de SUEZ.

⁷⁹ L'EBITDA retenu pour les besoins de nos travaux d'évaluation a été retraité de l'impact d'IFRS16 et n'intègre pas les résultats des sociétés mises en équivalence.

Fourchette de valorisation de SUEZ selon les multiples de sociétés comparables

Tableau 13 : Synthèse - Somme des parties - Comparables boursiers

M€	2021E	2022E
Valeur d'entreprise Actifs Eau	14 452	15 022
Valeur d'entreprise Actifs R&V (yc Australie)	4 564	4 479
Valeur d'entreprise ETS	6 275	6 972
Total de la Valeur d'Entreprise du groupe	25 290	26 473
Trésorerie / (Dettes) nette ajustée	(12 212)	(12 378)
Valeur des fonds propres	13 078	14 095
Nombre d'actions	640	640
Valeur de l'AO Suez au 31 décembre 2020 - €	20,4	22,0

Source : Analyses FINEXSI

NB : La dette financière retenue diffère entre 2021e et 2022e en raison du séquençage des effets du plan de rotation d'actifs sur la situation financière du Groupe, et notamment des réinvestissements dans la croissance externe de l'activité SES. De plus, nous avons ajusté la valeur des intérêts minoritaires selon la valeur des actifs extériorisés par cette approche et n'avons pas tenu compte de la valeur des déficits fiscaux reportables dans l'approche par les multiples en considérant que la valeur des déficits reportables non reconnus au bilan des sociétés comparables n'était pas appréhendée dans leur capitalisation boursière.

L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBITDA 2021e, et 2022e fait ressortir une valeur par action de SUEZ comprise entre 20,4 € et 22,0 €. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 0,3% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette, et extériorise une décote de 7,0% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

5.4.4 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels – approche globale (à titre secondaire)

5.4.4.1 Présentation du plan d'affaires du management

Pour l'approche globale, nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2021e-2023e, présenté ci-avant (cf. § 5.4.3.2).

Ce plan d'affaires, établi sur un horizon de temps limité, ne donne selon nous pas la pleine valeur de la Société, raison pour laquelle l'évaluation sur la base de ce plan d'affaires global est présentée à titre secondaire, car il est un critère moins pertinent que celui de la somme des parties qui permet de capter les caractéristiques et potentiels de croissance de chaque activité ou métier du Groupe.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires se présentent comme suit :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires (CAGR) de 7,1% sur la période 2021e-2023e ;
- Un taux de marge d'EBITDA (selon la définition de l'EBITDA publié), en progression constante pour atteindre 18,9% en fin de de plan, soit une augmentation de 2 points par rapport à 2019. Ce taux de marge à l'horizon 2023e apparaît en haut de fourchette des taux constatés historiquement ;
- Des dépenses d'investissements (« capex ») représentant entre 8% et 8,9% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan (hors capex liés à la croissance externe), en ligne avec les niveaux observés historiquement ;
- Une variation de BFR nulle en fin de plan.

La croissance du chiffre d'affaires sur la période 2021e-2023e (CAGR de 7,1%) est notamment soutenue par des tendances de marché favorables (régulation, optimisation des ressources naturelles, attention écologique croissante des acteurs municipaux et industriels) et par la présence du Groupe sur des marchés en croissance (Asie, Afrique). Les niveaux de renouvellement des contrats apparaissent en ligne avec les niveaux observés historiquement et le plan d'affaires n'intègre pas de gains de parts de marché significatives dans les pays matures. La progression des revenus repose également sur les acquisitions attendues pour l'activité SES, étant précisé que leur niveau d'avancement est à ce jour limité.

Les prévisions de ce plan d'affaires se caractérisent également par une amélioration de 2 points du taux de marge (par rapport à 2019), qui apparaît réaliste au regard de l'avancement du plan SPOT et de la contribution croissante des métiers de l'Eau au mix de revenus du Groupe.

Ce plan traduit les ambitions du management sur la période et apparaît, selon nous, globalement équilibré.

Détermination des flux de trésorerie

Norme IFRS16

Le plan d'affaires du management intègre les effets de la norme IFRS16, ce qui signifie que les charges de loyers ne sont pas prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie.

Nous avons procédé à un retraitement afin de réintégrer les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie et n'avons, en conséquence, pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS16 dans le calcul de l'endettement financier net.

Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux théorique moyen pondéré du Groupe.

Comme indiqué ci-avant, les déficits reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de la dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §5.3.2).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2021, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

Réintégration des actifs Australiens non cédés à CLEANAWAY

Comme indiqué ci-avant, dans le cadre du Protocole d'Accord du 12 avril 2021 entre SUEZ et VEOLIA, seuls les actifs R&V de Sydney seront cédés à CLEANAWAY, les autres actifs R&V Australiens restant dans le Groupe. Dans ce cadre, nous avons ajusté les flux du plan d'affaires du Management qui intégrait la cession de l'ensemble des actifs R&V en Australie pour tenir compte uniquement de la sortie du périmètre de Sydney.

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 1,25% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en ligne avec le taux d'inflation attendu à long terme et permet d'appréhender le potentiel de croissance du Groupe SUEZ postérieurement à 2023e lié au développement de ses activités à l'international et digitales.

Le flux normatif a été construit sur la base du taux de marge d'EBITDA (avant IFRS16 et hors participations ne donnant pas le contrôle) correspondant à celui attendu en 2023e.

Des coûts de restructuration récurrents inférieurs à ceux attendus sur l'horizon explicite ont été maintenus dans le flux normatif.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements et la variation de BFR a été considérée comme nulle.

Le taux d'impôt théorique moyen pondéré du Groupe de 25,3% a été retenu pour le calcul de l'impôt dans le flux normatif.

Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de SUEZ pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 5,57% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,19% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne un an, calculée au 31 mai 2021, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 8,48 % (moyenne un an des primes de risques ASSOCIÉS EN FINANCE au 31 mai 2021) ;
- Du bêta endetté de la Société de 1,05 (source : CAPITAL IQ) ;
- D'un coût de la dette avant impôt de 1,9%, correspondant au taux Groupe hors dette IFRS16 et retraité de l'impact des dettes contractées avant 2015 dont les conditions ne reflètent plus les taux d'intérêts de marché actuels ;
- D'un *gearing* calculé sur la base du prix d'offre de 20,50 € et de l'endettement financier au 31 décembre 2020, soit un ratio dettes / fonds propres de 76,1%.

Ce taux de 5,57% reflète selon nous de manière appropriée le risque global de réalisation du plan d'affaires, étant toutefois rappelé que la Société doit faire évoluer son mix d'activités et que le taux de marge attendu à l'horizon 2023e apparaît en haut de fourchette des taux constatés historiquement.

Ce taux apparaît également en bas de fourchette des taux retenus par les analystes suivant le groupe SUEZ.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de SUEZ ressort à 23 808 M€, dont près de 91% résultent de la valeur terminale. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit à 12 351 M€, soit 19,3 € par action SUEZ.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de SUEZ à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point), sont présentées ci-après.

Tableau 14 : Table de sensibilité

		CMPC (%)				
		5,07%	5,32%	5,57%	5,82%	6,07%
Croissance à l'infini (%)	1,75%	30,3	26,9	24,0	21,4	19,1
	1,50%	27,1	24,1	21,5	19,2	17,1
	1,25%	24,2	21,6	19,3	17,2	15,4
	1,00%	21,8	19,4	17,4	15,5	13,8
	0,75%	19,6	17,5	15,6	13,9	12,4

Source : Analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 17,2 € et 21,6 € par action SUEZ, avec une valeur centrale de 19,3 €. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de 18,9 % sur la borne basse et une décote de 5,2 % sur la borne haute de notre fourchette, étant rappelé que les résultats de la méthode DCF sont représentatifs d'une valeur de contrôle pour l'actionnaire.

5.4.5 Comparables boursiers – approche globale (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités du groupe SUEZ, seule la société VEOLIA, qui est également un groupe intégré présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur des services à l'environnement, apparaît comme comparable à SUEZ. Nous avons cependant élargi l'échantillon, qui est composé de 5 sociétés⁸⁰, afin de disposer d'un panel suffisamment large et représentatif, étant précisé que cet échantillon ne couvre pas un spectre de services à l'environnement et une implantation géographique comparable à SUEZ. Pour cette raison, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

⁸⁰ La description détaillée des comparables figure en annexe 4.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et de rentabilité des comparables retenus issues du consensus des analystes⁸¹ :

Tableau 15 : Perspectives de croissances et de rentabilité des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (m EUR)	VE (m EUR)	Croissance du CA (%)			Marge d'EBITDA (excl. IFRS16 et Associates)		
				2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Veolia ⁽¹⁾	France	26 010	26 760	4 %	3 %	3 %	13 %	13 %	14 %
ACEA	Italie	3 250	8 396	19 %	1 %	4 %	32 %	33 %	33 %
FCC	Espagne	6 307	7 259	0 %	4 %	4 %	14 %	15 %	15 %
Hera	Italie	7 429	8 133	8 %	1 %	0 %	14 %	15 %	15 %
Lassila & Tikanoja	Finlande	752	623	4 %	2 %	2 %	10 %	11 %	11 %
Moyenne				7 %	2 %	3 %	17 %	17 %	18 %
Médiane				4 %	2 %	3 %	14 %	15 %	15 %

Sources : Données CAPITAL IQ au 31/05/2021 pour les sociétés comparables et au 30/07/2020 pour VEOLIA dans la mesure où son cours de bourse a été impacté par les différentes annonces intervenues à compter du 31/07/2020, analyses FINEXSI

⁽¹⁾ Données prévisionnelles sur la base du consensus des analystes au 30/07/2020 pour VEOLIA

Il ressort que les perspectives de croissance du chiffre d'affaires du groupe SUEZ, sur la base de son plan d'affaires global⁸², sont supérieures à la moyenne de l'échantillon de comparables pour 2022e et 2023e.

Les taux de marge d'EBITDA de SUEZ apparaissent pour leur part en ligne avec la moyenne des comparables.

⁸¹ Les EBITDA présentés s'entendent hors IFRS16 (lorsque applicable) et hors contribution des participations ne donnant pas le contrôle.

Nous avons retenu les multiples 2023e dans la mesure où nous disposions d'informations suffisantes. Nous n'avons pas retenu l'année 2023e dans le cadre de l'approche par la somme des parties dans la mesure où nous ne disposions pas de données suffisantes pour certains échantillons de comparables.

⁸² Pour des raisons de confidentialité, nous ne pouvons pas communiquer les taux de croissance du chiffre d'affaires ni les taux de marge prévisionnelle de chaque année.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2021e, 2022e et 2023e :

Tableau 16 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA ⁽¹⁾ (excl. IFRS16 et Associés)		
			2021e	2022e	2023e
Veolia ⁽²⁾	France	26 010	6,2x	5,8x	5,5x
ACEA	Italie	3 250	6,9x	6,6x	6,2x
FCC	Espagne	6 307	8,0x	7,5x	7,2x
Hera	Italie	7 429	7,1x	6,8x	6,5x
Lassila & Tikanoja	Finlande	752	7,8x	7,4x	7,1x
Moyenne			7,2x	6,8x	6,5x
Médiane			7,1x	6,8x	6,5x

⁽¹⁾ Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21 pour les sociétés comparables et au 30/07/2020 pour VEOLIA

⁽²⁾ Données prévisionnelles sur la base du consensus des analystes au 30/07/2020 pour VEOLIA

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

EBITDA de référence de la Société

Pour les EBITDA prévisionnels des comparables qui intègrent les effets de la norme IFRS16 (comparables européens) ou de normes équivalentes, nous avons procédé à des retraitements afin de réintégrer les loyers dans l'EBITDA de sorte que ces derniers soient homogènes avec l'EBITDA retenu pour l'évaluation des activités de SUEZ.

Par ailleurs, comme pour l'approche par la somme des parties fondée sur les multiples boursiers, nous nous sommes assurés que les EBITDA des sociétés comparables n'intégraient pas de résultats de sociétés mises en équivalence significatifs, de nature à affecter la valorisation du Groupe selon ce critère et à intégrer par ailleurs dans le calcul de la dette financière nette ajustée.

Nous avons dès lors appliqué les multiples 2021e, 2022e et 2023e aux prévisions d'EBITDA hors IFRS16 et résultats des sociétés mises en équivalence des mêmes années issues du plan d'affaires global de SUEZ.

Fourchette de valorisation de SUEZ selon les multiples de sociétés comparables

Tableau 17 : Synthèse des valeurs obtenues

En € par action	Min	Max
Valeur par action Suez - Moyenne des multiples comparables	13,7	15,8
Valeur par action Suez - Médiane des multiples comparables	13,3	15,9

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBITDA 2021e, 2022e et 2023e fait ressortir une valeur par action de SUEZ comprise entre 13,7 € et 15,8 €. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 49,9% sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 29,8% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

5.4.6 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions qui constituent des références de valeur. Cette référence consiste à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre SUEZ fait l'objet d'un suivi régulier de la part d'un nombre significatif d'analystes.

Notre analyse a porté sur les dernières notes publiées postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2020 de SUEZ et avant l'annonce d'ENGIE concernant son recentrage stratégique dans la mesure où cette communication a entraîné une spéculation sur le titre SUEZ, soit entre le 29 juillet et le 31 juillet 2020.

Tableau 18 : Analyse des notes d'analystes publiées entre le 29 juillet et le 31 juillet 2020

Périodes	Date de publication	Analyste	Objectif de cours (€)	Recommandations	Dernier cours de clôture avant la publication de la note	Prime/(décote) induite par le prix d'Offre de 20,50 €
Entre le 29/07 et le 31/07/20	29/7/20	Bank of America	8,9	Sous-performance	10,5	130 %
	29/7/20	Morgan Stanley	12,0	Pondération égale	10,5	71 %
	30/7/20	Barclays	11,0	Pondération égale	10,5	86 %
	30/7/20	Deutsche Bank	9,0	Vendre	10,4	128 %
	30/7/20	Exane	11,0	Neutre	10,5	86 %
	30/7/20	ODDO BHF	13,0	Achat	10,5	58 %
	30/7/20	J.P. Morgan	12,0	Surpondération	10,5	71 %
	30/7/20	Jefferies	10,5	Maintenir	10,5	95 %
	30/7/20	Société Générale	13,4	Achat	10,4	53 %
	30/7/20	Morningstar	10,0		10,5	105 %
	31/7/20	Goldman Sachs	12,1	Neutre	10,3	69 %
Min			8,9			130,3 %
Moyenne			11,2			83,5 %
Médiane			11,0			86,4 %
Max			13,4			53,0 %

Sources : Notes d'analystes

Note : Il est observé que les banques BANK OF AMERICA, MORGAN STANLEY, DEUTSCHE BANK, J.P. MORGAN, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, GOLDMAN SACHS sont intervenus en qualité de banques conseil de l'une des parties à l'opération.

Il ressort que les derniers objectifs de cours publiés par les analystes sur cette période sont compris entre 8,9 € et 13,4 €, avec un objectif de cours moyen de 11,2 €.

A cette date, les analystes ont connaissance du plan *Shaping SUEZ 2030* présenté au marché en octobre 2019, mais leurs objectifs de cours n'intègrent pas de spéculations quant à une éventuelle opération sur le capital de SUEZ. Ces objectifs de cours sont établis sur une vision *standalone* de SUEZ mais peuvent intégrer une partie des effets de la crise sanitaire, dans une proportion qu'il n'est toutefois pas possible de quantifier.

Sur cette base, le prix d'Offre de 20,50 € fait ressortir une prime de 130,3% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 53,0% si l'on se place sur la borne supérieure.

A titre indicatif, nous présentons ci-après l'évolution des objectifs de cours publiés après la communication d'ENGIE, les rehaussements successifs du prix d'Offre par VEOLIA, ainsi que des communications de la Société concernant le plan *Shaping Suez 2030* et ses performances financières jusqu'au 30 avril 2021⁸³, étant précisé que les banques conseils intervenant sur l'opération n'ont pas publié de notes postérieurement au 28 août 2020.

Nous avons distingué les 4 périodes suivantes :

- Entre le 1^{er} août 2020 et le 29 août 2020, soit entre l'annonce de recentrage stratégique d'ENGIE et l'annonce de l'Offre de VEOLIA au prix de 15,50 € coupon attaché ;
- Entre le 30 août 2020 et le 5 octobre 2020, soit entre la première offre de VEOLIA pour l'acquisition du bloc ENGIE au prix de 15,50 € par action (coupon attaché) et l'annonce de l'acquisition de ce bloc au prix de 18,0 € par action (coupon attaché) ;
- Entre le 6 octobre 2020 et le 11 avril 2021, soit postérieurement à l'annonce de l'acquisition du bloc auprès d'ENGIE au prix de 18,0 € par action (coupon attaché), et avant l'annonce de l'Accord de Principe entre SUEZ et VEOLIA ayant conduit à un relèvement du prix d'Offre à 20,50 € par action (coupon attaché) ;
- A partir du 12 avril 2021, soit postérieurement à l'annonce de l'Accord de Principe entre SUEZ et VEOLIA et au relèvement du prix d'Offre à 20,50 € par action (coupon attaché).

⁸³ A notre connaissance, aucune note d'analyste n'a été publiée entre le 30 avril 2021 et la date d'émission du présent rapport.

Tableau 19 : Analyse des notes d'analystes publiées à partir du 1^{er} août 2020

Périodes	Date de publication de la note	Analyste	Objectif de cours (€)	Recommandations	Dernier cours de clôture avant la publication de la note	Prime/(décote) induite par le prix d'Offre de 20,50 €
Entre le 1/08 et le 29/08	5/8/20	J.P. Morgan	14,0	Surpondération	11,1	46 %
	10/8/20	Morningstar	10,0	<i>nc</i>	11,6	105 %
	10/8/20	ODDO BHF	13,0	Achat	11,1	58 %
	18/8/20	Jefferies	10,5	Maintenir	11,7	95 %
	18/8/20	Barclays	11,0	Pondération égale / Positif	11,7	86 %
	19/8/20	HSBC	12,0	Maintenir	11,7	71 %
	27/8/20	Société Générale	14,0	Acheter	12,1	46%
30/08 - 05/10/20	1/9/20	Berenberg	9,3	Maintenir	14,5	120%
	23/9/20	ODDO BHF	15,5	Acheter	15,0	32%
	30/9/20	Jefferies	10,5	Hold	14,9	95%
	30/9/20	Morningstar	15,5	<i>nc</i>	14,9	32%
Entre le 06/10/20 et le 11/04/21	29/10/20	Barclays	11,0	Pondération égale	15,5	86%
	29/10/20	Jefferies	10,5	Maintenir	15,5	95%
	29/10/20	ODDO BHF	13,0	Neutre	15,5	58%
	29/10/20	Bryan Garnier	10,0	Vendre	15,5	105%
	29/10/20	Exane	17,0	Neutre	15,5	21%
	29/10/20	Kepler	16,5	Maintenir	15,5	24%
	5/11/20	Morningstar	16,7	<i>nc</i>	16,0	23%
	22/12/20	Barclays	18,0	Pondération égale	16,1	14%
	13/1/21	ODDO BHF	16,3	Neutre	16,7	26%
	15/1/21	Exane*	18,7	Neutre	17,0	10%
	18/1/21	Kepler	16,5	Maintenir	17,0	24%
	18/1/21	ODDO BHF	16,3	Neutre	17,0	26%
	20/1/21	Exane*	18,7	Neutre	17,4	10%
	25/1/21	Barclays	18,0	Pondération égale / Positif	17,0	14%
	25/1/21	Jefferies	10,5	Maintenir	17,0	95%
	25/1/21	Kepler	16,5	Maintenir	17,0	24%
	15/2/21	Berenberg	18,0	Maintenir	17,0	14%
	1/3/21	Exane	18,0	Neutre	17,3	14%
	1/3/21	ODDO BHF	16,3	Neutre	17,3	26%
	22/3/21	Barclays	18,0	Pondération égale / Positif	18,1	14%
	22/3/21	Jefferies	17,8	Maintenir	18,1	15%
	22/3/21	Kepler	18,0	Maintenir	18,1	14%
22/3/21	Exane	18,0	<i>nc</i>	NC	14%	
22/3/21	ODDO BHF	16,3	Neutre	18,1	26%	
A partir du 12/04/21	12/4/21	Barclays	18,0	Pondération égale / Positif	18,4	14%
	12/4/21	Jefferies	17,8	Maintenir	18,4	15%
	12/4/21	Kepler	18,0	Maintenir	18,4	14%
	16/4/21	Exane	20,5	Neutre	19,9	0%
	29/4/21	ODDO BHF	16,3	Neutre	20,0	26%
	29/4/21	Barclays	20,0	Pondération égale / Positif	20,0	2%
	29/4/21	Exane	20,5	Neutre	NC	0%
	29/4/21	Jefferies	17,8	Maintenir	20,0	15%
	29/4/21	Kepler	18,0	Maintenir	20,0	14%
	30/4/21	ODDO BHF	20,5	Neutre	20,0	0%

* Dans ses notes du 15 janvier 2021 et du 20 janvier 2021, EXANE anticipe le fait que Veolia pourrait augmenter le prix d'offre en y incluant le dividende ordinaire de 0,65€ par action

Sources : Notes d'analystes, analyses FINEXSI

Il ressort qu'après l'annonce de l'acquisition du bloc auprès d'ENGIE le 5 octobre 2020, les analystes n'ont pas immédiatement aligné leurs objectifs de cours sur le prix de 18,0 €. Le rehaussement des objectifs de cours est intervenu graduellement, de sorte qu'à partir du début de l'année 2021, la majorité des objectifs de cours se situaient à un niveau proche du prix de 18,0 €.

Il en est de même pour les objectifs de cours publiés postérieurement à l'annonce de l'Accord de Principe entre SUEZ et VEOLIA le 12 avril 2021, qui ne se sont majoritairement pas alignés (à l'exception d'EXANE et d'ODDO BHF) sur le prix d'Offre réhaussé de 20,50 € par action (coupon attaché). Sur cette période et jusqu'à la date du présent rapport, les cours cibles des analystes, que nous présentons à titre indicatif, se situent dans une fourchette comprise entre 16,3 € et 20,5 €.

6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

6.1 Contrat d'Achat d'Actions entre VEOLIA et ENGIE

Nous avons obtenu le Contrat d'Achat d'Actions par lequel VEOLIA a acquis hors marché le 6 octobre 2020, un bloc de d'actions SUEZ représentant environ 29,9% du capital de cette dernière auprès d'ENGIE au prix de 18,0 € par action payé en numéraire.

Ce contrat prévoit le versement d'un complément de prix au bénéfice d'ENGIE en cas de surenchère par rapport au prix de 18,0 € versé, pour toute offre publique⁸⁴ déposée avant le 30 juin 2022 ayant une suite positive. Ce complément de prix sera déterminé par la différence entre le prix de l'Offre après surenchère et le prix d'achat de 18,0 €, diminué, le cas échéant, du montant des dividendes ordinaires au titre des exercices 2020 et 2021 qui seraient distribués avant le règlement-livraison de l'Offre.

Dans ce contexte, en faisant l'hypothèse d'un règlement-livraison de l'Offre réhaussée avant la fin de l'année 2021 (soit avant le détachement du dividende au titre de l'exercice 2021 qui devrait intervenir au cours du premier semestre 2022) et sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale du dividende 2020 de 0,65 € par action, ENGIE percevra donc un complément de prix de 1,85 €⁸⁵ par action, soit un prix total de 19,85 €⁸⁶ par action SUEZ.

Il est observé qu'ENGIE ne bénéficie pas, au titre des actions cédées⁸⁷, des dividendes ordinaires pouvant être versés aux actionnaires de SUEZ, qui correspondent, pour ces derniers, au rendement attaché à la détention des titres SUEZ jusqu'au règlement-livraison de l'Offre.

Dès lors, les dispositions de ce complément de prix n'induisent pas, selon nous, un traitement plus favorable pour ENGIE quand bien même ce dernier a bénéficié du paiement d'une partie du prix de ses actions en octobre 2020 et que les actionnaires apportant à l'Offre bénéficieront du paiement de ce prix ultérieurement, dans la mesure où ENGIE ne captera pas le rendement attaché à la détention des actions cédées jusqu'à l'issue de l'Offre, contrairement aux autres actionnaires de la Société.

Par ailleurs, nous n'avons pas identifié d'autres clauses pouvant conduire à un traitement différencié favorable à ENGIE et avons obtenu la confirmation de VEOLIA qu'il n'existe pas d'autre accord avec ENGIE que le Contrat d'Achat d'Actions du 5 octobre 2020.

Par conséquent, les dispositions du Contrat d'Achat d'Actions ne sont pas selon nous susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

⁸⁴ A l'exception d'offre de retrait ou offre publique d'acquisition consécutive aux offres et surenchères mentionnées visant à atteindre le seuil permettant de mettre en œuvre une offre de retrait ou un retrait obligatoire.

⁸⁵ 19,85 € - 18,0 € = 1,85 €.

⁸⁶ 20,50 € - 0,65 € = 19,85 €.

⁸⁷ Postérieurement à la cession de bloc ENGIE demeure actionnaire de SUEZ avec environ 1,8% du capital (cf. §1.1.2) et percevra donc le dividende attaché à ces actions.

6.2 Accord de Principe et Accord de Rapprochement entre SUEZ et VEOLIA

L'Accord de Principe daté du 11 avril 2021 et l'Accord de Rapprochement daté du 14 mai 2021 ont été mis à notre disposition par les sociétés SUEZ et VEOLIA.

Les dispositions de ces deux accords ne sont pas selon nous susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

6.3 Memorandum of Understanding, offre d'acquisition du Nouveau SUEZ et Put Option Agreement

Nous avons eu accès au *Memorandum of Understanding* conclu le 14 mai 2021 entre VEOLIA, SUEZ et le Consortium encadrant les termes de la négociation pour l'acquisition par ce dernier des actifs du périmètre du Nouveau SUEZ.

Le 27 juin 2021, le Consortium a remis une Offre finale (ci-après « l'Offre du Consortium ») qui valorise le Nouveau SUEZ entre 9,5 Mds€ et 9,8 Mds€ en valeur d'entreprise⁸⁸, en fonction du complément de prix d'un montant maximum de 300 M€ qui pourrait être versé selon le niveau d'EBITDA qui sera atteint par le périmètre Nouveau SUEZ à la clôture de l'exercice 2021, et entre 8,8 Mds€ et 9,1 Mds€ en valeur des fonds propres.

Nous avons examiné les termes du *Memorandum of Understanding* ainsi que ceux de l'Offre finale du Consortium et du *Put Option Agreement*⁸⁹ en vue notamment de comparer la valeur proposée par ce dernier pour le périmètre Nouveau SUEZ, avec la valeur de ces actifs ressortant de nos travaux d'évaluation par la somme des parties. Sur ces bases, il ressort que la valeur d'entreprise proposée par le Consortium pour les actifs du Nouveau SUEZ est globalement inférieure à celle retenue pour ce même périmètre dans le cadre de nos travaux d'appréciation du Prix d'Offre de 20,50 €.

Nous avons également eu un échange avec les représentants du Consortium pour obtenir des détails sur la valorisation du Nouveau SUEZ retenue dans la pré-offre finale datée du 12 juin 2021, étant précisé que la valorisation figurant dans l'offre finale du 27 juin 2021 est en ligne avec celle de la pré-offre finale.

Sur ces bases, il apparaît que la cession du périmètre Nouveau SUEZ au Consortium ne conduira pas à extérioriser une plus-value pour l'Initiateur dont l'actionnaire de SUEZ ne bénéficierait pas.

⁸⁸ Valeur d'Entreprise hors prise en compte des dettes liées à IFRS16.

⁸⁹ Nous avons eu accès aux accords relatifs à la cession du Nouveau SUEZ, et en particulier au projet de *Share and Asset Purchase Agreement* et ses annexes. Nous n'avons pas procédé à un audit de ces documents mais en avons apprécié les principaux termes dans la perspective de notre mission.

Nous précisons que ce constat est limité à la cession du périmètre Nouveau SUEZ pour lequel il existe à ce jour une valeur déterminable contractuellement. Dans notre perspective nous n'avons pas à appréhender de risque d'exécution bien qu'inhérent à ce type de transaction. De même, nous n'intégrons pas d'éventuelles cessions que l'Initiateur pourrait être amené à réaliser dans le cadre de l'obtention des autorisations réglementaires des Autorités de Concurrence au titre du contrôle des concentrations dans la mesure où les actifs concernés par ces éventuelles cessions ne sont pas identifiés à ce jour et que les conditions financières de telles cessions sont par définition aujourd'hui inconnues.

Par ailleurs, ces remarques et appréciations supposent que les accords avec le Consortium ne soient pas modifiés et s'exécutent conformément à leurs dispositions, notamment celles concernant les mécanismes de compensation prévus en cas d'impossibilité de transférer certains actifs ou contrats dans le périmètre correspondant (périmètre VEOLIA ou périmètre Nouveau SUEZ du Consortium), par lequel il devrait être proposé une solution industriellement et économiquement équivalente pour VEOLIA ou le CONSORTIUM selon les cas.

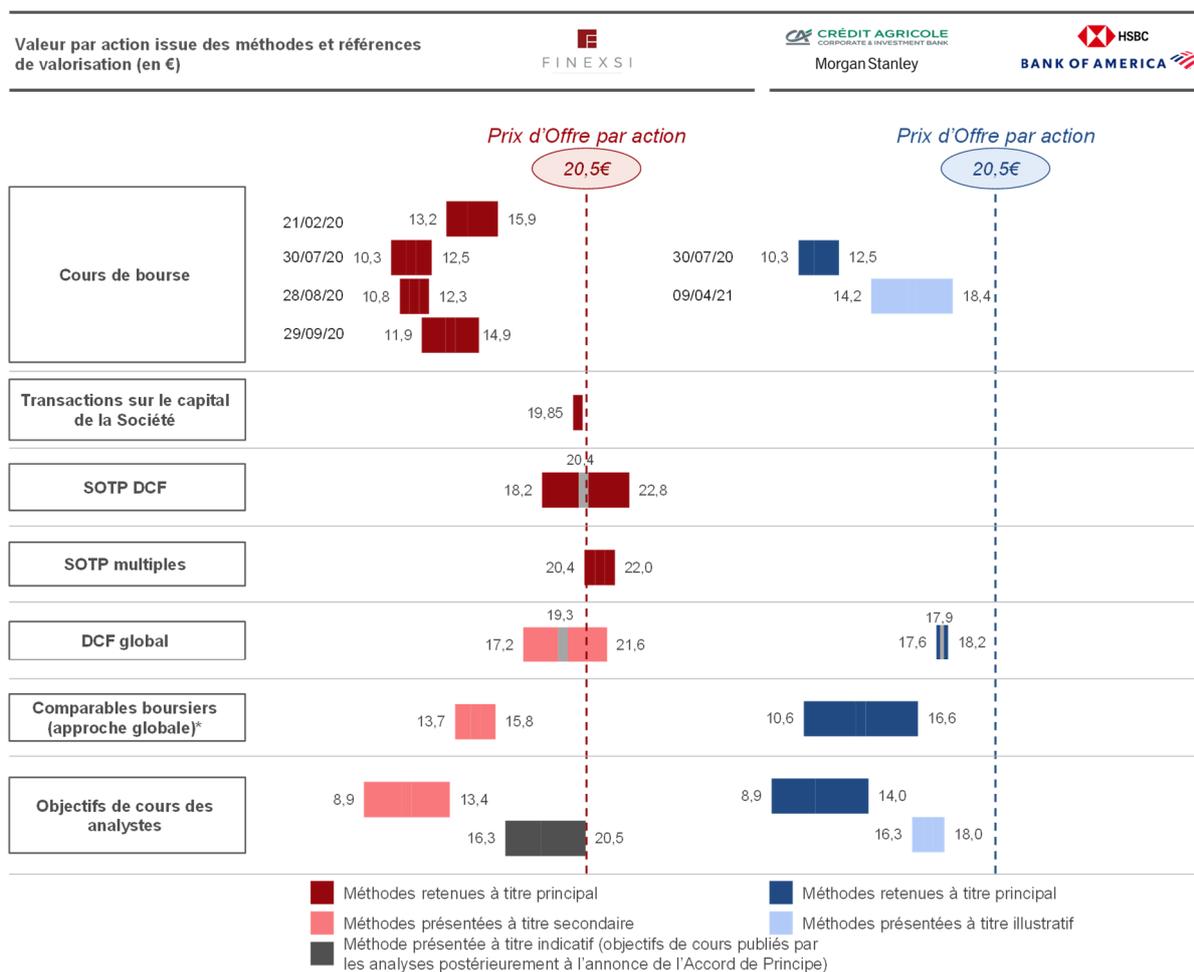
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les établissements présentateurs

CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK, HSBC, MORGAN STANLEY et BANK OF AMERICA (ci-après « les établissements présentateurs »), agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information en date du 28 juin 2021.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des établissements présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-dessous :

Figure 21 : Synthèse des travaux de FINEXSI et des établissements présentateurs



*Pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, nous retenons, pour notre analyse, les multiples d'EBITDA alors que les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA et de PER.

7.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de SUEZ, les établissements présentateurs ont retenu les méthodes et références suivantes : l'analyse du cours de bourse, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, les objectifs de cours des analystes ainsi que la méthode des comparables boursiers.

Nous avons considéré l'ensemble des méthodes et références retenues par les établissements présentateurs, et ayant eu accès à une information détaillée par activité, nous présentons également une somme des parties sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles et de la méthode des comparables boursiers, ainsi que la référence à la transaction intervenue entre ENGIE et VEOLIA.

Les établissements présentateurs ont, tout comme nous, écarté les méthodes des transactions comparables, de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué et de l'actualisation des dividendes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2 Mise en œuvre des différents critères

Données financières

Ajustements et passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les établissements présentateurs ont retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, pour la méthode l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, d'un montant total de -12 503 M€ sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2020 et excluant l'impact de la norme IFRS16, quand nous retenons un montant de -11 458 M€. Les principales différences proviennent de :

- La prise en compte du plan de rotation d'actifs (616 M€) qui est intégré dans notre calcul de dette nette ajustée, alors que ces éléments sont inclus dans les flux du DCF par les établissements présentateurs ;
- La prise en compte, par les établissements présentateurs, des provisions pour reconstitution des sites comptabilisées au 31 décembre 2020 (541 M€) ainsi que des provisions pour engagement de retraite (708 M€) dans le calcul de dette nette. Ces provisions étant intégrées dans les flux des plans d'affaires communiqués par le Management, nous ne les avons pas considérées dans la dette nette ;
- La prise en compte par les établissements présentateurs des impôts différés nets (-164 M€), quand nous retenons pour notre part uniquement les impôts différés actifs liés aux déficits reportables pour leur montant actualisé (578 M€).

Les établissements présentateurs ont retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres différent pour la méthode des comparables boursiers, d'un montant de -12 002 M€.

Les différences avec le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres utilisé pour la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles concerne la prise en compte (i) des dettes de location (1 231 M€) et (ii) de l'impact net des cessions relatives à la vague 1 du programme de rotation d'actifs (1 732 M€).

Nombre de titres retenus

Comme nous, les établissements présentateurs ont retenu un nombre d'actions diluées estimé à 639 702 982 actions.

Analyse du cours de bourse

Les établissements présentateurs retiennent des cours de bourse moyens pondérés au 30 juillet 2020 (à titre principal), que nous avons également retenus, et à titre indicatif au 9 avril 2021, date que nous n'avons pas retenue dans nos analyses.

L'analyse du cours de bourse menée par les établissements présentateurs n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons également réalisé cette analyse au 21 février 2021 soit avant la chute des marchés financiers liée à la crise sanitaire de la Covid-19, ainsi qu'au 29 septembre 2020 soit avant la remise de l'offre améliorée de VEOLIA à ENGIE au prix de 18,0 € par action SUEZ.

Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les prévisions considérées

Les établissements présentateurs se sont référés au consensus des analystes pour construire un plan d'affaires global sur la période 2021e-2023e et ont ensuite procédé à une extrapolation jusqu'en 2028e. Les établissements présentateurs nous ont indiqué ne pas avoir été en mesure de mettre en œuvre une approche par la somme des parties en raison d'un niveau d'information insuffisant dans les notes d'analystes sur les perspectives des différentes activités du groupe SUEZ.

Pour notre part, nous avons mis en œuvre cette méthode à la fois sur la base du plan d'affaires global du Groupe à horizon 2023e et sur la base des plans d'affaires individuels extrapolés par le management jusqu'en 2030e pour les différentes activités de la Société (approche par la somme des parties).

S'agissant des approches globales, il ressort les principaux éléments suivants⁹⁰ :

Concernant le taux de marge normatif

S'agissant des hypothèses de marge, les établissements présentateurs ont retenu dans leur valeur terminale un taux de marge d'EBITDA⁹¹ normatif de 14,8%. Pour notre part, en retenant la même définition d'EBITDA, le taux de marge normatif s'établirait à 16,2%.

Concernant les hypothèses financières

Nous retenons un taux de croissance à l'infini du flux normatif de 1,25%. Les établissements présentateurs retiennent un taux de 1,00%.

Concernant le taux d'actualisation, nous retenons un taux de 5,57% pour le DCF global quand les établissements présentateurs retiennent un taux de 5,6%.

Résultats

Sur la base de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, les établissements présentateurs retiennent une fourchette de valeur s'établissant entre 17,58 € et 18,19 €.

Nous retenons une fourchette de valeur s'établissant entre 17,2 € et 21,6 € sur la base de l'approche DCF globale fondée sur le plan d'affaires consolidé du groupe SUEZ 2021e-2023e.

Comparables boursiers

Pour l'application de cette méthode selon une approche globale⁹², nous avons considéré les mêmes comparables boursiers que les établissements présentateurs, à l'exception de BIFFA que nous n'avons pas retenue car cette société est spécialisée sur le marché du traitement des déchets et intervient uniquement au Royaume-Uni. De plus, les établissements présentateurs ont constitué deux échantillons distincts en séparant VEOLIA des autres sociétés comparables alors que nous l'intégrons dans notre moyenne des multiples⁹³.

⁹⁰ En l'absence de mise en œuvre d'une somme des parties sur la base du DCF par les établissements présentateurs, il n'y a pas lieu de commenter cette approche.

⁹¹ Hors application de la norme IFRS16, résultats des sociétés mises en équivalence et dépenses de renouvellement des concessions.

⁹² En l'absence de mise en œuvre d'une somme des parties sur la base des multiples boursiers par les établissements présentateurs, il n'y a pas lieu de commenter cette approche.

⁹³ Pour rappel, nous avons déterminé les multiples de valorisation de VEOLIA sur la base de données au 30/07/2021 (cours de bourse, consensus des analystes) afin de limiter l'impact de la potentielle spéculation sur le cours de bourse de cette dernière consécutivement aux annonces ENGIE du 31 juillet 2020. Les établissements présentateurs ont quant à eux déterminé les multiples de valorisation de VEOLIA au 9 avril 2021, avant annonce de l'Accord de Principe conclu entre SUEZ et VEOLIA.

Tout comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA. Ils retiennent également les multiples de PER (*Price Earning Ratio*) que nous avons pour notre part exclus dans la mesure où ces multiples sont affectés par la structure financière (coût de l'endettement, taux d'imposition...) des sociétés composant l'échantillon.

Les établissements présentateurs appliquent leurs multiples aux prévisions d'EBITDA 2021e et 2022e du Groupe alors que nous retenons également les prévisions de 2023e qui permettent, selon nous, d'appréhender en partie l'amélioration de la performance du Groupe liée au plan *Shaping SUEZ 2030*.

De plus, nous avons retraité l'impact de la norme IFRS16 pour les multiples des sociétés comparables en ne tenant pas compte, par cohérence, de la dette IFRS16 dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SUEZ, ainsi que dans les prévisions d'EBITDA utilisées. Les établissements présentateurs appliquent quant à eux cette méthode après prise en compte de l'impact de la norme IFRS16.

Sur la base des multiples d'EBITDA de VEOLIA, les établissements présentateurs déterminent une fourchette de valeur comprise entre 10,60 € et 10,77 € par action SUEZ, et une fourchette de valeur comprise entre 16,25 € et 16,61 € par action SUEZ sur la base de l'échantillon de sociétés comparables hors VEOLIA. Nous déterminons pour notre part une fourchette de valeur comprise entre 13,7 € et 15,8 € par action selon l'approche globale par les comparables boursiers.

Sur la base des multiples de PER les établissements présentateurs extériorisent une fourchette de valeur comprise entre 12,42 € et 15,06 € par action SUEZ à partir des multiples de VEOLIA, et une fourchette de valeur comprise entre 12,27 € et 15,54 € sur la base de l'échantillon des autres sociétés comparables hors VEOLIA.

Objectifs de cours des analystes

Les établissements présentateurs retiennent les objectifs de cours des analystes publiés postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2020 et avant la première offre de VEOLIA pour l'acquisition du bloc ENGIE, soit entre le 29 juillet 2020 et le 28 août 2020.

Nous retenons pour notre part les notes publiées postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2020 et avant l'annonce d'ENGIE concernant son recentrage stratégique en raison de la spéculation sur le titre SUEZ qui a suivi cette communication, soit entre le 29 juillet et le 31 juillet 2020.

A titre d'information, nous avons également présenté les objectifs de cours des analystes publiés sur les périodes suivantes :

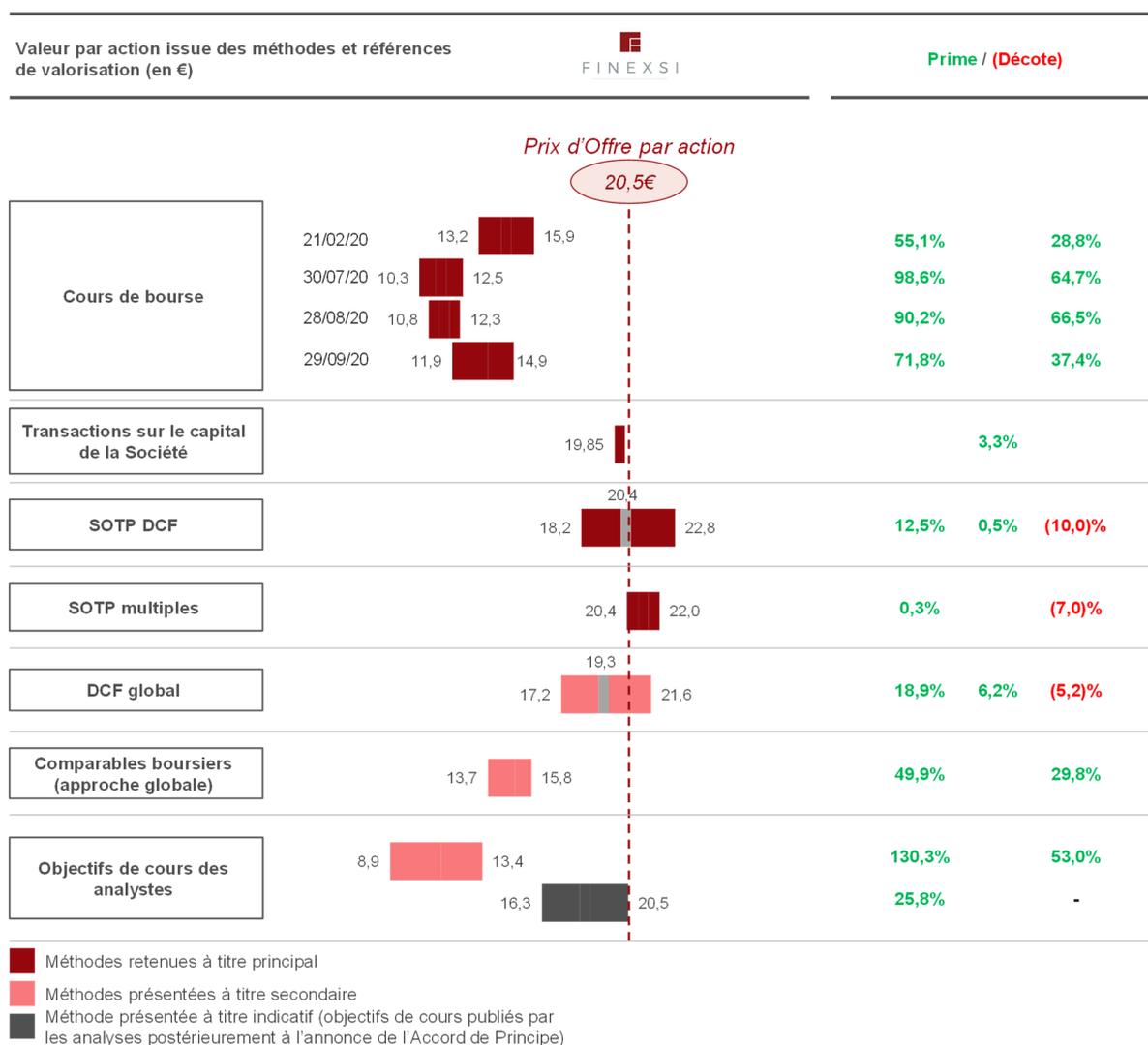
- Entre le 1^{er} août 2020 et le 29 août 2020, soit entre l'annonce de recentrage stratégique d'ENGIE et l'annonce de l'Offre de VEOLIA ;
- Entre le 30 août 2020 et le 5 octobre 2020, soit entre la première offre de VEOLIA pour l'acquisition du bloc auprès d'ENGIE au prix de 15,5 € par action (coupon attaché) et l'annonce de l'acquisition de ce bloc au prix de 18,0 € par action (coupon attaché) ;
- Entre le 6 octobre 2020 et le 11 avril 2021, soit postérieurement à l'annonce de l'acquisition du bloc auprès d'ENGIE au prix de 18,0 € par action (coupon attaché), et avant l'annonce de l'Accord de Principe entre SUEZ et VEOLIA ayant conduit à un relèvement du prix d'Offre à 20,50 € par action (coupon attaché) ;
- A partir du 12 avril 2021, soit postérieurement à l'annonce de l'Accord de Principe entre SUEZ et VEOLIA et au relèvement du prix d'Offre à 20,50 € par action (coupon attaché).

8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation de SUEZ

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre fait apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes que nous avons jugées pertinentes.

Figure 22 : Synthèse de nos travaux d'évaluation



8.2 Attestation sur le caractère équitable du prix d'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire de SUEZ

La présente Offre Publique d'Achat est consécutive à l'acquisition, le 6 octobre 2020, d'un bloc d'actions SUEZ représentatif de 29,9% du capital de la Société par VEOLIA auprès d'ENGIE à un prix de 18,0 € par action SUEZ. Ce prix a par la suite été réhaussé à hauteur de 20,50 € par action (coupon attaché) dans le cadre de l'Accord de Principe conclu entre SUEZ et VEOLIA le 11 avril 2021, rehaussement dont bénéficiera également ENGIE en application d'une clause de complément de prix prévue dans le Contrat d'Achat d'Actions signé entre cette dernière et VEOLIA, comme nous y reviendrons ci-après.

Cette Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de SUEZ qui le souhaitent avec une prime de 29% sur le dernier cours de bourse non affecté par la crise sanitaire au 21 février 2020, et une prime de 44% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant cette date. Cette prime de contrôle intègre une part significative des synergies attendues du rapprochement.

Le prix d'Offre est proche de la valeur centrale de 20,4 € extériorisée par la somme des parties fondée sur les flux futurs de trésorerie à horizon 2030e, qui permet d'appréhender le potentiel de chaque activité selon ses caractéristiques propres, en *standalone*. Sur ces bases, le prix d'Offre immunise l'actionnaire du risque de réalisation de chacun des plans d'affaires 2030e dont nous rappelons qu'ils factorisent les orientations stratégiques et les ambitions du Management en termes de croissance des revenus et d'amélioration des marges, et permettent dès lors d'appréhender la pleine valeur du Groupe. Il convient également de rappeler que les résultats des approches par les flux futurs de trésorerie sont représentatifs d'une valeur de contrôle dans la mesure où ils reposent sur une hypothèse de captation de l'intégralité des flux de trésorerie issus de l'activité.

Ce résultat est corroboré par l'approche par la somme des parties basée sur des multiples de sociétés comparables appliqués aux agrégats prévisionnels des différentes activités du Groupe tenant compte de la reprise de l'activité à l'issue de la crise sanitaire, du développement des activités à l'international et du bénéfice des programmes d'optimisation des coûts, en particulier pour ce qui concerne les frais de siège du Groupe.

Sur les approches de valorisation globales de SUEZ retenues à titre secondaire, le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 6% sur la valeur centrale issue de l'approche DCF globale, des primes de respectivement 50% et 30% sur les bornes basses et hautes de l'approche globale par les multiples boursiers, ainsi que des primes de 130% et 53% sur la fourchette des objectifs de cours des analystes financiers publiés entre le 29 juillet et le 31 juillet 2020.

En ce qui concerne les accords connexes

S'agissant du Contrat d'Achat d'Actions conclu entre VEOLIA et ENGIE, le prix payé dans le cadre de l'acquisition du bloc après application de la clause de complément de prix s'élèvera à 19,85 € par action SUEZ, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale du dividende 2020 de 0,65 € par action.

Ce prix est strictement égal à celui qui sera perçu par les actionnaires de SUEZ après détachement du coupon de 0,65 € par action, étant observé qu'ENGIE ne bénéficie pas des dividendes ordinaires pouvant être versés aux actionnaires de SUEZ sur les actions cédées à VEOLIA. Ces dividendes ordinaires correspondent au rendement attaché à la détention des titres SUEZ jusqu'au règlement-livraison de l'Offre, prévu sur l'exercice 2021.

Sur ces bases, nous considérons que le Contrat d'Achat d'Actions n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du Prix d'Offre.

S'agissant de l'opération de cession du périmètre Nouveau SUEZ à un Consortium d'investisseurs par VEOLIA concomitamment à la présente Offre, il nous apparaît, sur la base de l'examen de la documentation juridique et financière relative à ladite cession⁹⁴ et d'un échange avec les membres et conseils du Consortium, que la valeur d'entreprise de 9,5 Mds€ (9,8 Mds€ en incluant le complément de prix) proposée par le Consortium est inférieure à nos propres estimations de la valeur desdits actifs dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, notamment dans le cadre de l'approche centrale par la somme des parties basée sur les DCF. Dès lors, le prix de cession au Consortium ne recèle pas de plus-value pour l'Initiateur dont l'actionnaire de SUEZ ne bénéficierait pas. En conséquence, cette cession n'apparaît pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre pour l'actionnaire de SUEZ.

Il en est de même pour l'Accord de Principe et l'Accord de Rapprochement, dont les dispositions ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre d'un point de vue financier.

Les remarques et appréciations figurant dans ce rapport supposent que les accords avec le Consortium ne soient pas substantiellement modifiés et s'exécutent conformément à leurs dispositions d'une part, et que le périmètre ne soit pas affecté par les décisions à venir des Autorités de Concurrence, d'autre part.

A la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 20,50 € par action est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de SUEZ.

Fait à Paris, le 29 juin 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Lucas ROBIN
Associé



Olivier PERONNET
Associé

⁹⁴ Memorandum of Understanding du 14 mai 2021, Offre finale du 27 juin 2021, et Put Option Agreement du 29 juin 2021.

Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant, et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juin-21	Bourrelrier	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 1 500 K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 4 000 heures.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission.
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission.
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables.
- 4 - Appréciation du contexte spécifique de l'opération :
 - Echanges avec le management de la Société ;
 - Echanges avec les conseils financier et juridique de la Société.
- 5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique afférente (notamment celle relative aux accords connexes).
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.
- 7 - Analyse du cours de bourse de SUEZ :
 - Analyse de l'évolution du cours ;
 - Analyse du flottant et de la liquidité.
- 8 - Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.
- 9 - Revue du plan d'affaires du management de la Société (plan d'affaires global et plans d'affaires par activité et implantation géographique).

- 10 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, selon une approche globale et par la somme des parties, et réalisation d'analyses de sensibilité.
- 11 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers, selon une approche globale et par la somme des parties.
- 12 -** Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :
 - Cours spot et cours moyens pondérés par les volumes ;
 - Objectifs de cours des analystes.
- 13 -** Analyse du projet de note d'information, et en particulier des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre.
- 14 -** Analyse du projet de note en réponse.
- 15 -** Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur.
- 16 -** Revue indépendante.
- 17 -** Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

21 septembre 2020	Pré-désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le comité Ad hoc de SUEZ
Entre le 21 septembre 2020 et le 24 février 2021	Premiers contacts avec le management de SUEZ sur les conditions de notre intervention
24 février 2021	Désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de SUEZ
25 février 2021	Conférence téléphonique avec l'AMF
Février – mars 2021	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de nos bases de données financières CAPITAL IQ et MERGERMARKET notamment
Mars – mai 2021	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères des actions SUEZ
10 mars 2021	Conférence téléphonique avec les cabinets BREDIN PRAT et DARROIS
11 mars 2021	Conférence téléphonique avec les banques conseil de SUEZ (ROTHSCHILD & CO et GOLDMAN SACHS) sur les travaux d'évaluation
Du 15 au 23 mars 2021	Plusieurs réunions de travail avec le management de SUEZ portant sur la présentation des différentes activités du Groupe et leurs spécificités en fonction des implantations géographiques (dont notamment Eau France, R&V France, R&V UK, Eau Latam, Eau et R&V Asie, Eau Etats-Unis, R&V Australie, WTS, IWS, SES, plan SPOT...), ainsi que sur la stratégie du Groupe
22 mars 2021	Réunion avec le management portant sur l'offre ferme remise par ARDIAN et GIP
22 mars 2021	Conférence téléphonique avec les banques conseil de SUEZ
26 mars 2021	Conférence téléphonique avec le comité Ad hoc - premier point d'étape
31 mars 2021	Conférence téléphonique avec les banques conseil de SUEZ
1 ^{er} avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction des relations investisseurs de SUEZ
2 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
2 avril 2021	Première réunion de travail avec l'Initiateur
6 avril 2021	Conférence téléphonique avec les banques conseil de SUEZ
7 avril 2021	Conférence téléphonique avec l'AMF
7 avril 2021	Conférence téléphonique avec le management de SUEZ sur les perspectives de croissance externe
8 avril 2021	Conférence téléphonique avec les établissements présentateurs sur leurs travaux d'évaluation
8 avril 2021	Conférence téléphonique avec certains administrateurs de SUEZ
9 avril 2021	Conférence téléphonique avec le cabinet LEDOUBLE sur ses travaux d'évaluation

9 avril 2021	Conférence téléphonique avec le comité Ad hoc - deuxième point d'étape
14 avril 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
19 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
19 avril 2021	Conférence téléphonique avec l'AMF
29 avril 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
29 avril 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
7 mai 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
7 mai 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
11 mai 2021	Conférence téléphonique avec le comité Ad hoc - troisième point d'étape
17 mai 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
20 mai 2021	Conférence téléphonique avec les banques conseil de SUEZ
21 mai 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
25 mai 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
28 mai 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
31 mai 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
Juin 2021	Rédaction du rapport d'évaluation
4 juin 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
10 juin 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
10 juin 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
14 juin 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
14 juin 2021	Conférence téléphonique avec le comité Ad hoc - quatrième point d'étape
15 juin 2021	Conférence téléphonique avec le Conseil d'administration de SUEZ
16 juin 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
21 juin 2021	Conférence téléphonique avec l'Initiateur
21 juin 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
22 juin 2021	Conférence téléphonique avec les membres du Consortium
23 juin 2021	Conférence téléphonique avec l'AMF
24 au 28 juin 2021	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
24 juin 2021	Conférence téléphonique avec la direction financière de SUEZ
28 juin 2021	Conférence téléphonique avec le comité Ad hoc
29 juin 2021	Conférence téléphonique avec le Conseil d'administration de SUEZ
29 juin 2021	Réception des lettres d'affirmation signées par SUEZ et VEOLIA
29 juin 2021	Remise du rapport d'évaluation

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées

SUEZ

- Monsieur Julian WALDRON, Directeur Général Adjoint en charge des Finances ;
- Madame Diane GALBE, Directrice Générale Adjointe en charge de la Business Unit mondiale Smart & Environmental Solutions et de la Stratégie ;
- Monsieur Willem MENTZ, Senior VP Group Controlling ;
- Madame Alice RAULT, Group Chief Transformation Officer ;
- Monsieur Guillaume CAMPARO, Director of Financial Planning and Analysis ;
- Monsieur Morade BENAHMED, Head of M&A and Project Finance.

VEOLIA

- Monsieur Claude LARUELLE, Directeur général adjoint en charge des finances ;
- Monsieur Hubert SUEUR, Directeur du développement et des opérations financières ;
- Monsieur Eric HAZA, Directeur juridique groupe ;
- Madame Pascale ABDELLI, Directrice Droit des Sociétés & Droit Boursier.

GOLDMAN SACHS, conseil de SUEZ

- Monsieur Gilberto POZZI, Managing Director ;
- Madame Giulia LEWANDOWSKI, Managing Director ;
- Monsieur Baptiste PAVEN, Associate ;
- Monsieur Charles CATTENOZ, Associate ;
- Madame Anne-Cécile LASNIER-CONFOLANT, Analyst.

ROTHSCHILD & Co, conseil de SUEZ

- Monsieur Grégoire CHERTOK, Associé-Gérant ;
- Monsieur Emmanuel GUILLEMET, Gérant ;
- Monsieur Mathieu PERRIN, Vice President ;
- Monsieur Charles BRAULT, Associate ;
- Monsieur Joud BENSALD, Associate.

PJT PARTNERS, conseil de SUEZ

- Monsieur Emmanuel GUEROULT, Partner.
- Monsieur Pierre BOURDERYE, Partner.

DARROIS VILLEY, conseil de SUEZ

- Monsieur Bertrand CARDI, Avocat ;
- Monsieur Christophe VINSONNEAU, Avocat ;
- Madame Cécile DE NARP, Avocate ;
- Madame Gersende RENARD, Avocate.

BREDIN PRAT, conseil de SUEZ

- Monsieur Benjamin KANOVITCH, Avocat ;
- Monsieur Jérôme VINCENT, Avocat ;
- Monsieur Adrien SIMON, Avocat ;
- Madame Laura GABAY, Avocate.

VIGUIE SCHMIDT & ASSOCIES, conseil de SUEZ

- Monsieur Yves SCHMIDT, Avocat ;
- Monsieur Tanguy GRIMALD, Avocat.

CLEARY GOTTlieb, conseil de VEOLIA

- Monsieur Pierre-Yves CHABERT, Avocat.

PERELLA WEINBERG PARTNERS, conseil de VEOLIA

- Monsieur Uel MIGAN, Managing Director.

MESSIER & ASSOCIES, conseil de VEOLIA

- Monsieur Alexis POLLET, Partner.

Etablissements présentateurs

CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK

- Monsieur Thibaut VERDIER, Managing Director.

HSBC

- Monsieur Romain DOMANGE, Managing Director.

MORGAN STANLEY

- Monsieur Thomas CONTENAY, Executive Director.

BANK OF AMERICA

- Monsieur Jérôme MORISSEAU, Managing Director ;
- Monsieur Guillaume HAMARD, Director.

Consortium

GIP

- Monsieur Antoine KERRENNEUR, Principal ;
- Monsieur Alaric SALUDO, Vice President.

MERIDIAM

- Monsieur Julien TOUATI, Director.

CDC

- Monsieur Guillaume CHOLLET, Directeur.

Consortium – Conseils

CENTERVIEW PARTNERS

- Monsieur Grégoire HEUZE, Associé ;
- Monsieur Godefroy HARIKA, Principal.

LAZARD

- Monsieur Thomas PICARD, Managing Director ;
- Monsieur Alexis ALFONSI.

NOMURA

- Monsieur Pacôme DERINCQUESEN, Vice President.

Sources d'information utilisées

Principales informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Plan d'affaires global sur la période 2021e-2023e et plans d'affaires par activité et par zone géographique extrapolés sur la période 2021e-2030e ;
- Rapports de « *Due diligence* » financière et stratégique ;
- PV des CA tenus de 2019 à 2021 ;
- Documentation juridique relative à l'Opération (accord de rapprochement, MoU, SAPA) ;
- Documentation juridique relative à l'acquisition du bloc ENGIE (contrat d'achat d'actions conclu entre VEOLIA et ENGIE) ;
- Rapport d'évaluation de SUEZ préparé par les établissements présentateurs ;
- Projet de note d'information et de note en réponse ;
- Offres du Consortium d'Investisseurs relatives à l'acquisition du Nouveau SUEZ ;
- Lettres d'affirmation de la Société et de l'Initiateur.

Informations de marché

- Communication financière de SUEZ (Documents d'Enregistrement Universels et rapports financiers semestriels) sur les exercices 2015 à 2021 ;
- Communication de SUEZ relative à l'Opération (communiqués de presse, présentations investisseurs, etc.) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, etc. ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES en Finance, DAMODARAN, BANQUE DE FRANCE ;
- Autres : XERFI.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé, 35 années d'expérience) et Lucas ROBIN (Associé, 25 années d'expérience), ont notamment été assistés de Monsieur Maxime ROGEON (Senior Manager, 11 années d'expérience), Monsieur Georges WINDSOR (Manager) et Monsieur Salah-Eddine BENABDERRAZIK (Senior Analyst).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, associé du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.

Annexe 2 : Lettre de mission de l'Expert Indépendant



FINEXSI

**À l'attention de Messieurs Olivier
PERONNET et Lucas ROBIN**

**14, rue de Bassano
75116 PARIS**

Paris, le 24 février 2021

Messieurs,

SUEZ est un groupe international, leader dans les services de la gestion de l'eau, de l'assainissement, de la collecte et de la valorisation des déchets.

VEOLIA a annoncé le 30 août 2020 avoir remis à ENGIE une offre ferme pour l'acquisition auprès de cette dernière d'un bloc d'actions représentant 29,9% du capital de SUEZ au prix de 15,50 € par action (coupon attaché), et son intention de déposer ultérieurement une offre publique d'acquisition volontaire du solde des actions de SUEZ. La proposition de Veolia à Engie incluait un engagement d'apport par Engie à l'offre publique de ses 1,8 % restant dans Suez. Cette offre de Veolia ENGIE n'a pas été acceptée par ENGIE. Le 30 septembre 2020 VEOLIA a remis à ENGIE une offre améliorée d'acquisition de 29,9% du capital au prix de 18 € par action SUEZ (coupon attaché).

La cession du bloc d'actions représentant 29,9% du capital de SUEZ est intervenue le 5 octobre 2020. Le même jour, VEOLIA a confirmé son intention de déposer une offre publique d'achat sur le solde du capital de SUEZ.

Le 3 novembre 2020, VEOLIA s'est engagée à déposer une offre publique d'acquisition au prix de 18€ par action (coupon attaché) sur l'ensemble du capital de SUEZ dès que le conseil d'administration de SUEZ aura émis un avis favorable sur ce projet.

Le 7 janvier 2021, Veolia a adressé au conseil d'administration de SUEZ une proposition d'offre publique, au prix de 18 euros par action (coupon attaché).

A la suite des annonces de VEOLIA, SUEZ a entrepris la recherche de solutions alternatives au projet de VEOLIA. Le 17 janvier 2021 SUEZ a annoncé avoir reçu une lettre d'intention des fonds ARDIAN et GLOBAL INFRASTRUCTURE PARTNERS (GIP) « visant à permettre une solution amicale et rapide à la situation créée par l'intention d'offre de Veolia ». Cette solution alternative a été accueillie favorablement par le Conseil d'administration de SUEZ.

Le 7 février 2021, VEOLIA a annoncé le dépôt d'un projet d'offre publique d'achat sur le solde du capital de Suez, au prix de 18 € par action, coupon attaché. VEOLIA a indiqué envisager de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique si la condition du seuil de détention (90%) était remplie (l'Offre «). Ce projet d'offre publique d'achat a fait l'objet d'un avis

SUEZ

Siège social - Tour CB21 - 16 place de l'Iris, 92040 Paris La Défense Cedex, France - Tel : +33 (0)1 58 81 20 00 - www.suez.com
SA au capital de 2 513 450 316 euros - Siren 433 466 570 RCS NANTERRE – TVA FR 68 433 466 570

de dépôt par l'AMF le 8 février 2021. Le Conseil d'administration de SUEZ a décidé à l'unanimité, lors de sa réunion du 24 février 2021, que les conditions n'étaient pas réunies pour accueillir favorablement le projet d'Offre.

Dans le cadre du projet annoncé par VEOLIA, un Comité ad hoc a été constitué au sein du Conseil d'administration de Suez le 31 août 2020 en vue de préparer les travaux du Conseil d'administration relatifs au projet annoncé par Veolia le 30 août 2020, et avec notamment pour mission, en cas de dépôt formel d'une offre visant les actions Suez, de participer à la sélection de tout expert indépendant ainsi qu'à la définition de sa mission et de superviser ses travaux, en vue d'émettre une attestation d'équité au sens du règlement général de l'AMF. Le 21 septembre 2020, le Comité ad hoc a proposé la sélection du cabinet Finexsi au Conseil d'administration qui vous a désigné le 24 février 2021 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier les conditions financières de du projet d'offre pour les actionnaires de Suez / ou toute autre opération ou accord connexe susceptible d'intervenir.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité ad hoc.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des tires SUEZ qui sera proposé aux actionnaires de SUEZ et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au conseil d'administration de SUEZ d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre de l'article 261-1 I, 4° du règlement général de l'AMF en raison notamment de l'existence d'accords connexes au projet d'offre (en particulier la cession de l'ensemble des activités de SUEZ Eau France et de ses filiales à MERIDIAM pour laquelle SUEZ ne dispose que du peu d'informations rendues publiques par VEOLIA et les accords de VEOLIA et ENGIE portant notamment sur le complément de prix dont bénéficie ENGIE), susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou le cas échéant la parité de l'Offre.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier envisagé est conforme à ce délai.

SUEZ

Siège social - Tour CB21 - 16 place de l'Iris, 92040 Paris La Défense Cedex, France - Tel : +33 (0)1 58 81 20 00 - www.suez.com
SA au capital de 2 513 450 316 euros - Siren 433 466 570 RCS NANTERRE – TVA FR 68 433 466 570

Diligences à effectuer

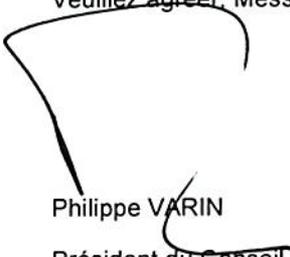
Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, DCF (*discounted cash flow*), SOTP (sum of the parts), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément à l'alinéa 4 de l'article 261-1 I du règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.



Philippe VARIN

Président du Conseil d'administration

SUEZ

Siège social - Tour CB21 - 16 place de l'Iris, 92040 Paris La Défense Cedex, France - Tel : +33 (0)1 58 81 20 00 - www.suez.com
SA au capital de 2 513 450 316 euros - Siren 433 466 570 RCS NANTERRE - TVA FR 68 433 466 570



FINEXSI
À l'attention de Messieurs Olivier
PERONNET et Lucas ROBIN
14, rue de Bassano
75116 PARIS

Paris, le 17 mai 2021

Messieurs,

Nous faisons notamment référence à notre lettre du 24 février 2021.

Le Conseil d'administration de SUEZ vous a désigné le 24 février 2021 au titre de l'article 261-1 I, 4° du règlement général de l'AMF en raison notamment de l'existence d'accords connexes au projet d'offre publique d'acquisition de VEOLIA portant sur l'intégralité du capital de SUEZ (en particulier la cession de l'ensemble des activités de SUEZ Eau France et de ses filiales à MERIDIAM pour laquelle la Société dispose à ce stade de très peu d'informations et le complément de prix dont bénéficie ENGIE), susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou le cas échéant la parité de l'offre publique.

À la suite de la conclusion d'un accord de rapprochement entre SUEZ et VEOLIA et à la signature d'un *Memorandum of Understanding* (« MoU ») entre SUEZ, VEOLIA et un consortium d'investisseurs composé de MERIDIAM, GIP, CDC et CNP (le « Consortium »), la cession d'actifs de Suez se ferait au bénéfice du Consortium et non plus au seul bénéfice de MERIDIAM.

Votre intervention est donc également requise au titre des accords conclus entre SUEZ et VEOLIA d'une part et entre SUEZ et le Consortium pour la cession d'actifs au Consortium en vue de la création du nouveau SUEZ et du complément de prix dont bénéficie ENGIE.

Les autres dispositions prévues dans la lettre qui vous a été adressée le 24 février 2021 restent inchangées.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.



Philippe VARIN

Président du Conseil d'administration

Annexe 3 : Description des comparables boursiers retenus pour la mise en œuvre de l'approche SOTP

Eau Europe

- PENNON GROUP PLC⁹⁵ est une société britannique spécialisée dans les services environnementaux dont la distribution d'eau potable et le traitement des eaux usées qui représentaient 74% de son chiffre d'affaires au 31 mars 2021. PENNON GROUP PLC réalise la totalité de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni. Au 31 mars 2021, la société a réalisé 623 M£ (soit environ 731 M€) de chiffre d'affaires pour les activités poursuivies et un EBITDA de 277 M£ (soit environ 325 M€) ;
- SEVERN TRENT PLC est une société britannique de distribution d'eau potable et de traitement des eaux usées qui emploie 6.864 collaborateurs. La société réalise la totalité de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni. L'activité Eau représentait 91% de son chiffre d'affaires lors de l'exercice clos le 31 mars 2021 et les prestations de services 9%. Au 31 mars 2021, SEVERN TRENT PLC a réalisé 1.827 M£ (soit environ 2.145 M€) de chiffre d'affaires et un EBITDA de 809 M£ (soit environ 950 M€) ;
- UNITED UTILITIES opère dans la distribution d'eau potable et dans le traitement des eaux usées. Cette société britannique emploie 5.000 collaborateurs et réalise la totalité de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni. Son activité de traitement des eaux usées représentait 52% de son chiffre d'affaires au cours de l'exercice clos le 31 mars 2021 et son activité de distribution d'eau 42%. Au 31 mars 2021, UNITED UTILITIES a réalisé 1.808 M£ (soit environ 2.122 M€) de chiffre d'affaires et un EBITDA de 1.043 M£ (environ 1.224 M€).

Tableau 20 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associates)	
				2021e	2022e
Pennon	Royaume-Uni	731	6 143	9,6x	9,4x
Severn Trent	Royaume-Uni	2 145	14 743	12,5x	12,1x
United Utilities	Royaume-Uni	2 122	16 750	13,5x	13,1x
Moyenne				11,9x	11,5x
Médiane				12,5x	12,1x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

⁹⁵ Les chiffres d'affaires et les EBITDA de cette annexe proviennent de CAPITAL IQ

Eau reste de l'Europe

- PENNON GROUP PLC, SEVERN TRENT PLC et UNITED UTILITIES décrits ci-avant ;
- ACEA est une société italienne opérant dans plusieurs domaines dont les principaux sont les services d'énergies électriques (52% du chiffre d'affaires), la gestion de l'eau (35%) et des déchets (4%). Elle emploie, 7.650 collaborateurs et a généré en 2020 un chiffre d'affaires de 3,3 Mds€ pour un EBITDA de 900 M€. Le Groupe est leader dans le secteur de la distribution d'eau en Italie (9 millions de personnes) et est un opérateur national majeur au niveau des infrastructures énergétiques ;
- HERA est une société italienne qui fournit principalement des services énergétiques (production d'électricité et transport de gaz) qui représentaient 72% de ses revenus en 2020, de gestion des déchets (15%) et de l'eau (11%). La Société réalise l'intégralité de son activité en Italie et a généré en 2020 un chiffre d'affaires de 7,4 Mds€ pour un EBITDA de 949 M€.

Tableau 21 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associés)	
				2021e	2022e
Pennon	Royaume-Uni	731	6 143	9,6x	9,4x
Severn Trent	Royaume-Uni	2 145	14 743	12,5x	12,1x
United Utilities	Royaume-Uni	2 122	16 750	13,5x	13,1x
ACEA	Italie	3 250	8 686	6,9x	6,6x
Hera	Italie	7 429	8 535	7,1x	6,8x
Moyenne				9,9x	9,6x
Médiane				9,6x	9,4x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Eau régulée aux Etats-Unis

- AMERICAN WATER WORKS COMPANY est un acteur américain de la distribution d'eau et de traitement des eaux usées, dont les activités régulées ont représenté 84% du chiffre d'affaires en 2020. Au 31 décembre 2020, AMERICAN WATER WORKS COMPANY a généré un chiffre d'affaires de 3.777 M\$ (soit environ 3.088 M€) et un EBITDA de 1.901 M\$ (environ 1.554 M€) ;
- CALIFORNIA WATER SERVICE GROUP propose des services de production, stockage et distribution d'eau potable ainsi que de traitement des eaux usées. La société réalise la totalité de son activité aux Etats-Unis. Au 31 décembre 2020, elle a généré un chiffre d'affaires de 794 M\$ (soit environ 649 M€) et un EBITDA de 244 M\$ (environ 199 M€) ;
- SJW GROUP est une entreprise américaine spécialisée dans les services d'eau. La société opère uniquement aux Etats-Unis et 99% de son chiffre d'affaires 2020 provient des activités régulées. Au 31 décembre 2020, l'entreprise a réalisé un chiffre d'affaires de 565 M\$ (soit environ 462 M€) et un EBITDA de 209 M\$ (environ 171 M€).

Tableau 22 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associates)	
				2021e	2022e
American Water Works	Etats-Unis	3 088	31 813	18,1x	16,8x
California Water Service	Etats-Unis	649	3 293	14,7x	13,6x
SJW	Etats-Unis	462	2 789	15,3x	13,6x
Moyenne				16,0x	14,7x
Médiane				15,3x	13,6x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Eau Asie

- BEIJING ENTERPRISES WATER GROUP LIMITED est une entreprise chinoise ayant pour principale activité le traitement des eaux usées et recyclées (77% de son chiffre d'affaires 2020) et la distribution d'eau potable (11%). La société réalise 94% de son chiffre d'affaires en Chine continentale. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 25.361 M HK\$ (soit environ 2.674 M€) et son EBITDA à 7.657 M HK\$ (environ 807 M€) ;
- SIIC ENVIRONMENT HOLDINGS LTD fournit des services de traitement des eaux usées, d'approvisionnement en eau et d'incinération des déchets. Cette société chinoise n'opère que sur son territoire et emploie plus de 6.000 collaborateurs. Sa principale activité est le traitement des eaux usées et des boues (y compris la construction et la maintenance de ces infrastructures), qui a représenté 82% de son chiffre d'affaires en 2020. Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 1.266 M SG\$ (soit environ 783M€) et un EBITDA de 401 M SG\$ (environ 250 M€) ;
- BEIJING ORIGINWATER TECHNOLOGY CO. LTD a pour principale activité la fourniture de services de recyclage et de traitements des eaux usées en Chine. Au 31 décembre 2020, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 9.618 M¥ (soit environ 1.204 M€) et un EBITDA de 2 486 M¥ (environ 311 M€).

Tableau 23 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl.IFRS16 et Associates)	
				2021e	2022e
Beijing Enterprises Water	Hong Kong	2 674	11 513	11,1x	10,4x
SIIC Environment	Singapour	783	2 549	9,2x	8,5x
Beijing Originw ater Technology	Chine	1 204	6 150	13,7x	12,0x
Moyenne				11,3x	10,3x
Médiane				11,1x	10,4x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Recyclage et Valorisation Europe

- RENEWI PLC est une société britannique spécialisée dans la gestion des déchets. Elle opère sur le segment de la gestion des déchets commerciaux (72% du chiffre d'affaires de l'exercice clos au 31 mars 2021), de la gestion de matériaux contaminés tels que les minéraux et l'eau (11% du chiffre d'affaires), du recyclage spécialisé (17% du chiffre d'affaires). Au 31 mars 2021, RENEWI comptait 6.800 collaborateurs. A cette même date, son chiffre d'affaires s'est élevé à 1 443 M£ (soit environ 1 694 M€) et son EBITDA à 129 M£ (soit environ 152 M€) ;
- BIFFA PLC est un acteur britannique spécialisé dans la gestion des déchets. Son activité se divise en deux segments que sont la collecte, la gestion et le traitement des déchets (74% du chiffre d'affaires de l'exercice clos fin mars 2021) et le recyclage et les services de production d'énergie (26% du chiffre d'affaires). La société réalise la totalité de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni et emploie environ 8.200 collaborateurs. BIFFA PLC a réalisé lors de l'exercice clos fin mars 2021 un chiffre d'affaires de 1 042 M£ (soit environ 1 219 M€) et un EBITDA de 31 M£ (environ 36 M€) ;
- LASSILA & TIKANOJA OYJ est une entreprise finlandaise qui intervient dans la gestion de l'environnement et les services de maintenance. Les principales activités de la société sont (i) les services environnementaux (38% du chiffre d'affaires en 2020), (ii) les services de nettoyage et d'assistance aux installations (49%) et (iii) les services à l'industrie (14%). Elle opère quasi exclusivement en Finlande (80% de son chiffre d'affaires 2020) et en Suède (18%). La société compte 8.139 collaborateurs. LASSILA & TIKANOJA OYJ a réalisé au 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 752 M€ et son EBITDA est de 68 M€.

Tableau 24 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associates)	
				2021e	2022e
Renew i	Royaume-Uni	1 694	1 163	5,4x	5,1x
Biffa	Royaume-Uni	1 219	1 425	8,3x	6,9x
Lassila & Tikanoja	Finlande	752	687	7,8x	7,4x
Moyenne				7,1x	6,5x
Médiane				7,8x	6,9x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Recyclage et Valorisation Asie

- ZHEJIANG WEIMING ENVIRONMENT PROTECTION CO. LTD est une société chinoise qui fournit des services de collecte, de traitement et d'élimination des déchets solides. La société participe également à la construction de projets d'infrastructures de traitement de déchets solides, tel que des infrastructures d'incinération. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 3 123 M¥ (environ 391 M€) pour un EBITDA de 1 707 M¥ (environ 214 M€). La société emploie plus de 2 000 salariés ;
- WANGNENG ENVIRONMENT Co. LTD est une société chinoise qui construit et exploite des infrastructures de traitement de déchets solides. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 1 698 M¥ (environ 213 M€) pour un EBITDA de 1 148 M¥ (environ 144 M€). La société emploie plus de 1 000 salariés ;
- DYNAGREEN ENVIRONMENTAL PROTECTION GROUP CO. LTD est une société chinoise spécialisée dans la construction, l'exploitation et la maintenance d'usines de transformations de déchets municipaux en Chine. La société contribue également à la recherche technologique dans le secteur des déchets. Au 31 décembre 2020, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2 705 M HK\$ (environ 285 M€) pour un EBITDA de 1 614 M HK\$ (soit environ 170 M€) ;
- DONGJIANG ENVIRONMENTAL COMPANY LIMITED est une entreprise chinoise spécialisée dans le recyclage, le traitement et l'élimination des déchets industriels et municipaux, ainsi que dans les énergies renouvelables. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 3 937 M HK\$ (environ 415 M€) pour un EBITDA de 1 190 M HK\$ (environ 125 M€) ;
- CHINA EVERBRIGHT ENVIRONMENT GROUP LTD est une société chinoise spécialisée dans les solutions environnementales. Les principales activités de la société sont (i) la construction et l'exploitation de solutions de traitements des déchets et de leur valorisation en énergie (61% du chiffre d'affaires en 2020), (ii) la construction et l'exploitation de projets dits *greentech* tournés vers la biomasse, les énergies renouvelables et le traitement de déchets dangereux (23%), (iii) la construction et l'exploitation de projets de traitement des eaux usées (13%), ainsi que (iv) d'autres activités (3%). La société réalise plus de 98% de son chiffre d'affaires en Chine. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 42 926 M HK\$ (environ 4 526 M€) pour un EBITDA de 12 895 M HK\$ (environ 1 360 M€). La société emploie environ 12 700 salariés.

Tableau 25 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (m EUR)	VE (m EUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associés)	
				2021e	2022e
Zhejiang Weiming	Chine	391	3 948	12,8x	10,5x
Wangneng	Chine	213	1 453	8,0x	6,7x
Dynagreen	Chine	285	2 420	8,1x	6,6x
Dongjiang	Chine	415	1 248	6,6x	5,9x
China Everbright Environment	Hong Kong	4 526	10 884	7,1x	6,5x
Moyenne				8,5x	7,2x
Médiane				8,0x	6,6x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Nous avons notamment exclu de l'échantillon CAPITAL ENVIRONMENT HOLDINGS LIMITED (CEHL) et SANFENG car il n'existe pas de prévisions d'EBITDA pour ces sociétés.

Recyclage et Valorisation Australie

- COVANTA est une société américaine qui opère dans le traitement et le recyclage des déchets (76% de son chiffre d'affaires 2020), les services énergétiques (19%) ainsi que dans le recyclage des métaux (5%). Elle est présente principalement aux Etats-Unis, qui représentaient environ 96% de son activité en 2020. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 1 904 M\$ (soit environ 1 557 M€) et son EBITDA à 310 M\$ (environ 253 M€) ;
- REPUBLIC SERVICES est une société américaine spécialisée dans le traitement des déchets. Elle opère à travers des activités de collecte (75% de son chiffre d'affaires 2020), de décharge (13%), de transfert (6%) et de recyclage des déchets (3%) ainsi que d'autres (3%). Elle est présente principalement aux Etats-Unis. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 10 154 M\$ (soit environ 8 301 M€) et son EBITDA à 2 951 M\$ (environ 2 412 M€) ;
- WASTE MANAGEMENT est une société américaine spécialisée dans le traitement des déchets. Elle opère à travers des activités de collecte (54% de son chiffre d'affaires 2020), de décharge (20%), de transfert (10%) et de recyclage des déchets (6%) ainsi que d'autres (10%). Elle est présente principalement aux Etats-Unis, qui représentaient environ 95% de son chiffre d'affaires en 2020. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 15 218 M\$ (soit environ 12 441 M€) et son EBITDA à 4 299 M\$ (environ 3 514 M€) ;
- CLEANAWAY est une société australienne spécialisée dans le traitement des déchets. Elle opère sur le segment des déchets solides (66% de son chiffre d'affaires au 30 juin 2020), des déchets industriels (13%) ainsi que sur celui des déchets liquides et de santé (21%). Au 30 juin 2020, la société a généré 2 332 MAUD (environ 1 431 M€) de chiffre d'affaires et un EBITDA de 395 MAUD (environ 242 M€).

Tableau 26 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associates)	
				2021e	2022e
Covanta	Etats-Unis	1 557	3 700	9,2x	8,6x
Republic Services	Etats-Unis	8 301	35 890	12,7x	12,0x
Waste Management	Etats-Unis	12 441	59 215	13,5x	12,8x
Cleanaway Waste Management	Australie	1 431	4 235	12,0x	11,1x
Moyenne				11,8x	11,1x
Médiane				12,3x	11,5x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

IWS

- US ECOLOGY est une société américaine qui opère dans le transport, le traitement et le recyclage de déchets dangereux et non-dangereux (49% de son chiffre d'affaires 2020) ainsi que dans la gestion des déchets directement sur le site des clients (51% de son chiffre d'affaires 2020). Elle est présente principalement aux États-Unis, qui représentaient environ 89% de son activité en 2020. Au 31 décembre 2020, son chiffre d'affaires s'est élevé à 934 M\$ (soit environ 763 M€) et son EBITDA à 157 M\$ (environ 129 M€) ;
- CLEAN HARBOURS INC est une société américaine qui fournit des services environnementaux et industriels. L'entreprise traite notamment les déchets dangereux. Elle compte 13 500 employés et intervient principalement aux États-Unis (87% du chiffre d'affaires en 2020). Au 31 décembre 2020, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 3 144 M\$ (soit environ 2 570 M€) et un EBITDA de 502 M\$ (environ 410 M€) ;
- BEFESA SA est une société allemande spécialisée dans la collecte et le recyclage des poussières d'acier (54% de son chiffre d'affaires en 2020) et des résidus d'aluminium et des sels (46%). Elle intervient principalement en Europe (77% de son chiffre d'affaires 2020), au Japon (7%) et en Corée du Sud (4%). BEFESA a réalisé un chiffre d'affaires de 604 M€ et un EBITDA de 117 M€ en 2020 ;
- SECHE ENVIRONNEMENT SA est une entreprise française intervenant dans la valorisation et le traitement des déchets. SECHE ENVIRONNEMENT réalise la majorité de son chiffre d'affaires en France. La société opère sur le segment des déchets dangereux (61% de son chiffre d'affaires en 2020) et des déchets non dangereux (39%). Au 31 décembre 2020, l'entreprise a généré un chiffre d'affaires de 673 M€ et un EBITDA de 107 M€.

Tableau 27 : Multiples d'EBITDA des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Multiples d'EV/EBITDA (excl. IFRS16 et Associates)	
				2021e	2022e
US Ecology	Etats-Unis	763	1 645	11,1x	9,9x
Clean Harbors	Etats-Unis	2 570	5 101	10,1x	9,5x
Befesa	Luxembourg	604	2 425	13,2x	11,8x
Séché	France	673	848	5,8x	5,3x
Moyenne				10,1x	9,1x
Médiane				10,6x	9,7x

Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois au 31/05/21

Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Nous avons notamment exclu de l'échantillon la société DERICHEBOURG car celle-ci opère uniquement en France et est spécialisée sur un segment spécifique de l'industrie du recyclage qui dépend de tendances et déterminants du marché des métaux.

Annexe 4 : Description des comparables boursiers retenus pour la mise en œuvre de l'approche globale

- VEOLIA est un groupe français proposant des services énergétiques (21% du chiffre d'affaires 2020), de gestion de l'eau (42%) et des déchets (37%) à travers le monde. Son activité est répartie à 57% en Europe (dont 21% en France) et à 43% à l'international (hors Europe). La Société comptait 178 894 collaborateurs au 31 décembre 2020. Au titre de l'année 2020, le Groupe a généré un chiffre d'affaires de 26,0 Mds€ (27,2 Mds€ en 2019) ainsi qu'une marge d'EBITDA de 10,0% (11,4% en 2019) ;
- ACEA est une société italienne opérant dans plusieurs domaines dont les principaux sont les services d'énergies électriques (52% du chiffre d'affaires), la gestion de l'eau (35%) et des déchets (4%). Elle emploie, 7 650 collaborateurs et a généré en 2020 un chiffre d'affaires de 3,3 Mds€ pour un EBITDA de 900 M€. Le Groupe est leader dans le secteur de la distribution d'eau en Italie (9 millions de personnes) et est un opérateur national majeur au niveau des infrastructures énergétiques ;
- FCC est une société espagnole présente principalement dans le secteur des services environnementaux (collecte, gestion et traitement des déchets) qui représentaient 46% de ses revenus 2020, de la gestion de l'eau (19%) et de la construction (26%). La Société est notamment présente en Espagne (60%), au Royaume-Uni (11%) et dans le reste de l'Europe (13%). Au 31 décembre 2020, la Société employait plus 60 000 collaborateurs et a généré un chiffre d'affaires de 6,3 Mds€ pour un taux de marge d'EBITDA de 15,6% ;
- HERA est une société italienne qui fournit principalement des services énergétiques (production d'électricité et transport de gaz) qui représentaient 72% de ses revenus en 2020, de gestion des déchets (15%) et de l'eau (11%). La Société réalise l'intégralité de son activité en Italie et a généré en 2020 un chiffre d'affaires de 7,4 Mds€ pour un EBITDA de 949 M€ ;
- LASSILA & TIKANOJA OYJ est une entreprise finlandaise qui intervient dans la gestion de l'environnement et les services de maintenance. Les principales activités de la société sont les services environnementaux (38% du chiffre d'affaires en 2020), les services de nettoyage et d'assistance aux installations (49%) et les services à l'industrie (14%). Elle opère quasi exclusivement en Finlande (80% de son chiffre d'affaires 2020) et en Suède (18%). La société compte 8 139 collaborateurs. LASSILA & TIKANOJA OYJ a réalisé au 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 752 M€ et un EBITDA de 68 M€.