

17/01/2017 – Où en sommes-nous 9 mois après cette date qui a scellé la disparition de la société Technip ?

Par Jean-Michel Gay et Philippe Robin

1. Introduction

Non sans émotion, le 17/01/2017 a vu disparaître notre société pour laquelle la plupart d'entre nous ont donné, souvent avec abnégation, beaucoup de leur temps, de leur savoir et de leur énergie. Bien évidemment, nous comprenons parfaitement qu'une société doit évoluer et s'adapter pour s'accommoder aux contraintes de l'environnement économique dans lequel elle opère. Cependant, neuf mois après la création de la nouvelle société TechnipFMC qui résulte du mariage arrangé de Technip avec FMC Technologies, nous pouvons nous interroger sur les bien fondés des raisons qui ont mené à ce mariage et comparer ce qui était promis et ce qu'est la réalité.

2. Historique de la fusion – rappel des étapes clés

La stratégie de mariage, définie par le conseil d'administration et conduite par le CEOⁱ, a été révélée au public le 19/05/2016 dans un communiqué de presse où Technip annonçait sa fusion avec la société américaine FMC Technologies. Les argumentsⁱⁱ développés alors pour vendre aux actionnaires cette fusion étaient pour l'essentiel :

1. Création d'un leader dans les domaines du Subsea, Surface et Onshore/Offshore, s'appuyant sur des technologies et innovations de pointe
2. Développement d'une offre étendue et modulable sur ses marchés, de la conception à la livraison du projet et au-delà
3. Accélérateur de croissance : un portefeuille élargi de solutions permettant de favoriser l'innovation, d'améliorer la réalisation, de réduire les coûts et de contribuer au succès des clients
4. Le nouveau groupe s'appellera TechnipFMC. Il réunit deux leaders complémentaires et leurs talents, et capitalise sur le succès avéré de l'alliance existante, permettant ainsi une intégration rapide.

De la mise en œuvre de cette stratégie devait résulter croissance du chiffre d'affaire, du carnet de commande, une fusion entre égaux, une baisse des coûts de production, un dividende positif et significatif pour les actionnaires, un bilan financier solide.

Bref, si le philosophe Panglossⁱⁱⁱ de Voltaire revenait à la vie, il aurait dit sans doute simplement « Tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles ».

Le 16/06/2016, soit 30 jours plus tard, un communiqué de presse annonçait que le « Business Combination Act » ou BCA était signé par les deux futurs époux

L'enthousiasme des CEO de chacune des compagnies déborde : « *une nouvelle approche pour redéfinir la production et la transformation du pétrole et du gaz...* » dit le français, « *Conclure aussi rapidement le processus de consultation témoigne de la pertinence et du bien-fondé stratégique de cette fusion* » enchérit l'américain. Mais tout n'est pas dit. La perte de droits de vote double pour les actionnaires détenant des actions sur une longue période est abandonnée aux américains. Bpifrance, actionnaire de référence puisque représentant de l'état Français, restait actionnaire de TechnipFMC, mais Bpifrance ne pourrait détenir plus de 6% du capital de la société pendant les deux prochaines années. Les analystes financiers avaient des avis partagés sur le bienfondé et les conditions de cette fusion. L'un d'entre eux, et non parmi les moins réputés, écrit même : « Right deal, wrong terms ».

Le 05/12/2016, l'assemblée générale des actionnaires de Technip adopta la motion de fusion avec plus de 94% des votes. Ainsi mourut Technip que des visionnaires, soucieux de l'avenir de l'industrie Française et de la protection de son indépendance vis-à-vis des américains, avaient créé en 1958. Sur le sujet, je vous invite à lire sur le blog du site de l'ARTP l'article « L'après-midi où j'ai échangé 2 droits de vote contre 2 actions ».

3. Ou en sommes-nous 9 mois après le 17/01/2017 ?

Reprenons chacune des promesses faites aux actionnaires et comparons-les à la réalité des faits.

La croissance du chiffre d'affaire

À partir des états financiers « pro-forma » reflétant la situation de TechnipFMC au 31/12/2016, comme si la fusion avait eu lieu le 01/01/2016, le chiffre d'affaire « virtuel » à la fin de l'année 2016 se serait établi 13,7 milliards de \$ US. La publication des comptes audités établis au 30/06/2017 fait état d'un chiffre d'affaire semestriel de 7,2 milliards de \$ US. Une simple extrapolation de ce chiffre à fin 2017 laisse espérer un chiffre d'affaire annuel de 14,4 milliards de \$ US, soit un peu plus de 5% de croissance. Cette estimation corrèle avec les indications de 14.8 milliards de \$ données par le CEO lors de la publication des compte T2 2017^{iv}. La récente publication des comptes pour T3 2017 confirme ce chiffre avec une prévision de 15,1 milliards de \$ pour 2017.

En conclusion, il semblerait se confirmer que le chiffre d'affaire 2017 par rapport à ce qu'il aurait été « virtuellement » à fin 2016 serait en croissance. Mais c'est évidemment très loin des chiffres que l'on a pu entendre ici ou là et qui étaient avancés durant la période de mai 2016 à janvier 2017.

De plus, dans le communiqué de presse des résultats du T3 2017, D.Pferdehirt a déclaré « *dans la perspective de 2018, nous sommes engagés dans un processus visant à gérer le recul de notre chiffre d'affaires ...* ». La perspective est donc en deçà des promesses, alors que le contexte mondial du marché pétrolier est resté stable, voire s'améliore.

Le carnet de commande.

À partir des états financiers « pro-forma » reflétant la situation de TechnipFMC au 31/12/2016, comme si la fusion avait eu lieu le 01/01/2016, le carnet de commande (backlog) s'établissait à 19,5 milliards de \$ US.

La publication des comptes audités établis au 30/06/2017 ne fait aucun état du carnet de commande à la fin du premier semestre 2017.

Il faut se reporter à la présentation faite par le CEO lors de la publication des compte T2 2017^v, pour apprendre que le carnet de commande s'établissait à 14.8 milliards de \$. Est-ce réaliste de penser que TechnipFMC va engranger 4,7 milliards de \$ entre juillet et décembre 2017 plus la part de backlog transformée en chiffre d'affaire pendant cette même période et atteindre le niveau virtuel de fin décembre 2016 ? Rien de moins certain lorsque l'on se réfère aux déclarations du CEO faites lors de la conférence organisée par Barclays le 06/09/2017 ou le CEO de TechnipFMC, Douglas Pferdehirt, a évoqué^{vi} « *une "inflexion" des commandes dans le segment Subsea tout en expliquant qu'il faudrait du temps pour convertir ces commandes en chiffre d'affaires et que le dynamisme observé au second trimestre serait difficile à répliquer dans le contexte actuel* ». Sur ces propos, le marché a sanctionné immédiatement le cours de l'action, le titre TechnipFMC perdant 2,72% et portant ainsi à plus de 35% sa baisse depuis le 17/01/2017.

La récente publication des comptes pour T3 2017 annonce un backlog de 13.9 milliards de \$ soit une régression de 900 millions de \$ sur le chiffre annoncé lors de la publication de T2 2017.

À cela il faut ajouter que la rédaction des communiqués de presse de TechnipFMC est complètement opaque et se garde bien de donner une quelconque indication sur la valeur des contrat gagnés. Ceci est en complète opposition avec les pratiques précédentes de Technip qui pour chaque communiqué donnait une grille de lecture financière. Finalement, dans le communiqué de presse des résultats du T3 2017, il est indiqué « nous prévoyons également qu'en 2018 nos prises de commandes dans le subsea dépasseront les niveaux atteints en 2017, compte tenu de la dynamique actuelle de notre activité en termes de réponses à des appels d'offres et de l'accélération dans l'attribution des projets intégrés. Le marché se montre de plus en plus réceptif à notre offre unique de prestations intégrées à haute valeur ajoutée dans le subsea. L'augmentation de notre activité en termes de contrats d'étude d'ingénierie d'avant-projet détaillé intégré

(iFEED™) nous ouvre la porte à toute une série d'opportunités qui pourraient se concrétiser par l'attribution en gré à gré de projets iEPCI »

Il nous reste à croire ce qui est affirmé péremptoirement par le CEO. Cette attitude est dans la droite ligne de celle qui fut adoptée par Mr Colin Powell, chef du département d'état à la défense, concernant l'affirmation de l'existence d'armes de destruction massives lors de la séance mémorable à l'ONU en 2003. On sait ce qu'il en est advenu !!!

En conclusion, le carnet de commande fin 2017 ne sera même pas égal en niveau à celui de la fin 2016 et probablement substantiellement en deçà. Dans ses communiqués de presse, TechnipFMC prend soin d'occulter toute information qui permettrait à l'actionnaire de vérifier la qualité de la teneur des propos du CEO concernant l'état du carnet de commande.

Une synergie et une offre étendue

La concrétisation en termes de commande n'est pas encore patente. Il y a bien le projet Perigrino phase 2 au Brésil pour Statoil qui vient en complément à la commande des têtes de puits en surface mais il s'agit de deux contrats séparés et les équipements subsea de Technip ont une ancienne réputation au Brésil. Il y a le projet Coral au large du Mozambique mais celui-ci ne concerne que des produits anciennement Technip (FLNG, riser, flowlines) et il n'est pas explicitement mentionné que des produits d'origine FMC soient concernés.

Toutefois, le processus commercial est relativement long et il faudra attendre encore une ou deux années avant d'apporter une évaluation définitive sur l'intérêt commercial de la fusion.

À noter que l'intérêt d'une offre intégrée entre les anciennes activités Technip et FMC, des têtes de puits subsea jusqu'aux équipements de surface comme une plateforme, un FPSO ou un FNLG, peut être argumenté commercialement. Mais pour la réalisation, si un contrat unique intégrant l'ensemble présente stratégiquement des avantages en supprimant des interfaces, cette approche crée des risques importants chez le donneur d'ordres.

Une fusion entre égaux

La réalité démontre que cette promesse n'était qu'illusoire : Sur 12 postes de direction, 8 ont été attribués à du personnel d'origine FMC Technologie ! A ce sujet, je vous invite à lire l'article des Echos du 11/05/2017 qui décrit comment les américains ont pris le pouvoir au sein de la direction de la nouvelle société. De plus, les postes stratégiques que sont la finance, le juridique et l'administration sont monopolisés par des personnes issues de FMC. En comparaison, le général Bonaparte était un amateur lorsqu'il a pris le pouvoir lors du coup d'état du 18 Brumaire^{vii}.

Par analogie avec ce que bon nombre d'entre nous ont connu dans la mise en œuvre des organisations de projet

au sein d'une « joint-venture 50/50^{viii} », fusion entre égaux aurait impliqué le partage des postes à part égale en nombre. Dans ce cadre, le principe de compétence aurait dû être appliqué avec pour une fonction donnée le meilleur candidat pour celle-ci.

Confronté à la réalité, on peut légitimement douter que le respect de ces deux critères ait été considéré :

1. En quoi FMC Technologies est-elle une société apte à prendre le leadership d'un groupe ou plus de 50% du chiffre d'affaire est réalisé dans le segment de l'onshore / offshore ou elle a peu de compétences ? Comment une société dont l'activité, peu risquée, est la fabrication et la vente de produits peut-elle se prévaloir d'avoir les compétences pour mener un groupe dont l'activité principale est de gagner et exécuter des projets internationaux de type EPC dont le succès réside en sa capacité à maîtriser les risques de toutes natures et largement du fait de tiers^{ix} ?
2. En quoi l'ex CEO de FMC Technologies est-il le plus compétent pour diriger TechnipFMC et s'accaparer le poste de CEO ? Autoriser la publication des comptes T1 avec une emphase particulière pour la performance du Corporate en laissant écrire « *Le produit du trimestre est principalement dû à un gain de change de 306,9 millions de dollars* » montre que l'actionnaire peut légitimement avoir des doutes lorsque l'on sait que ces gains étaient largement entachés d'erreurs puisqu'au final, un profit trimestriel annoncé de 200 millions de \$ s'est transformé en perte de 20 millions de \$! Que dire d'un CEO qui ne s'interroge pas une seule seconde sur la véracité des 306,9 millions de \$ découlant de gains de changes ? TechnipFMC aurait-il troqué son business d'entreprise pour celui plus lucratif de banquier ou d'agent de change ? Cette simple question de bon sens et de logique cartésienne semble lui avoir échappé.
3. En quoi l'ex CFO de FMC Technologies est la plus compétente pour gérer les finances de TechnipFMC avec des contrats en multidevises et des durées de réalisation avec les risques associés sur plusieurs années ? L'origine des 306,9 millions de \$ est sa responsabilité. Ne devrait-elle pas en tirer les conclusions qui s'imposent ? Un Directeur de Projet aurait été sanctionné et certainement licencié pour moins que ça sur son propre projet. Bien au contraire, c'est la directrice financière adjointe et membre de la "Senior Leadership Team" de TechnipFMC qui quitte la société^x pour aller rejoindre la société Gemalto où elle assurera la fonction de CFO.

En conclusion et vis-à-vis des actionnaires et du personnel de Technip, l'expression « la fusion entre égaux » était une pure illusion et on peut légitimement s'interroger sur les raisons qui ont poussé les administrateurs nommés par Technip à laisser s'instaurer ce déséquilibre des pouvoirs et se désintéresser des critères de compétences des dirigeants.

Baisse des coûts de production

Les publications des comptes T2 et T3 semblent confirmer cette promesse puisque le résultat d'exploitation et l'EBITDA ajusté s'améliore dans les deux segments mais il faudra attendre plusieurs trimestres pour s'assurer que cette amélioration n'est pas conjoncturelle (règlement de plusieurs contentieux) mais bien structurelle.

Rien n'indique que cette amélioration est liée à la synergie de la fusion. On découvre dans le communiqué de presse des résultats du T3 2017 des coûts de restructuration et coûts liés à l'intégration de la fusion d'environ 75 millions de dollars sur le T4 (soit 300 millions extrapolés sur une année pleine) tandis que les synergies en termes de coûts permettant de réaliser des économies annuelles d'un montant de 400 millions de dollars (200 millions de dollars en rythme annualisé au 31/12/2017, 400 millions de dollars en rythme annualisé au 31/12/2018). Le bilan n'est pas encore positif, il nous reste à croire dans les promesses.

Un dividende positif et significatif pour les actionnaires

À la vue des résultats de T3 2017, 0.13 \$ par action pour T3 sans garantie qu'il en sera de même pour T4 2017, le terme « significatif » s'avère erroné. Sur la base du nombre d'actions en circulation à la fin de T2 2017 soit 468 millions d'actions, le montant total des dividendes payés aux actionnaires ne représente que 240 millions \$ environ alors que la société va dépenser 500 millions de \$ pour racheter et détruire ses propres actions. N'oublions pas que Technip, jusqu'en 2015, servait à ses actionnaires un dividende annuel brut de 2€ /action et que nous pouvions donc espérer un dividende annuel brut de 1€ /action TechnipFMC, sachant que Technip n'a versé aucun dividende en fin d'exercice 2016 et que FMC Technologies n'a jamais payé un « cent » de dividende à ses actionnaires. Là encore c'est la vieille habitude de FMC Technologies qui s'est imposée en privilégiant l'achat d'actions alors que la politique de Technip était de récompenser ses actionnaires en payant des dividendes. Pourquoi ? Qu'est ce qui légitimise cette stratégie de rachat d'action à hauteur de 500 millions de \$ alors que l'actionnaire recevra 240 millions \$?

Mais il y a plus grave.

L'absence de confiance des investisseurs dans cette nouvelle société est manifeste. La chute vertigineuse du cours de l'action, plus de 30% en 9 mois jusqu'à l'annonce des résultats 3T 2017, est éloquente.

C'est d'autant plus éloquent que sur la même période, la valeur des actions de la plupart de nos compétiteurs a augmenté et que le prix du brut est revenu largement au-dessus du niveau de celui de janvier 2017 (56\$/baril).

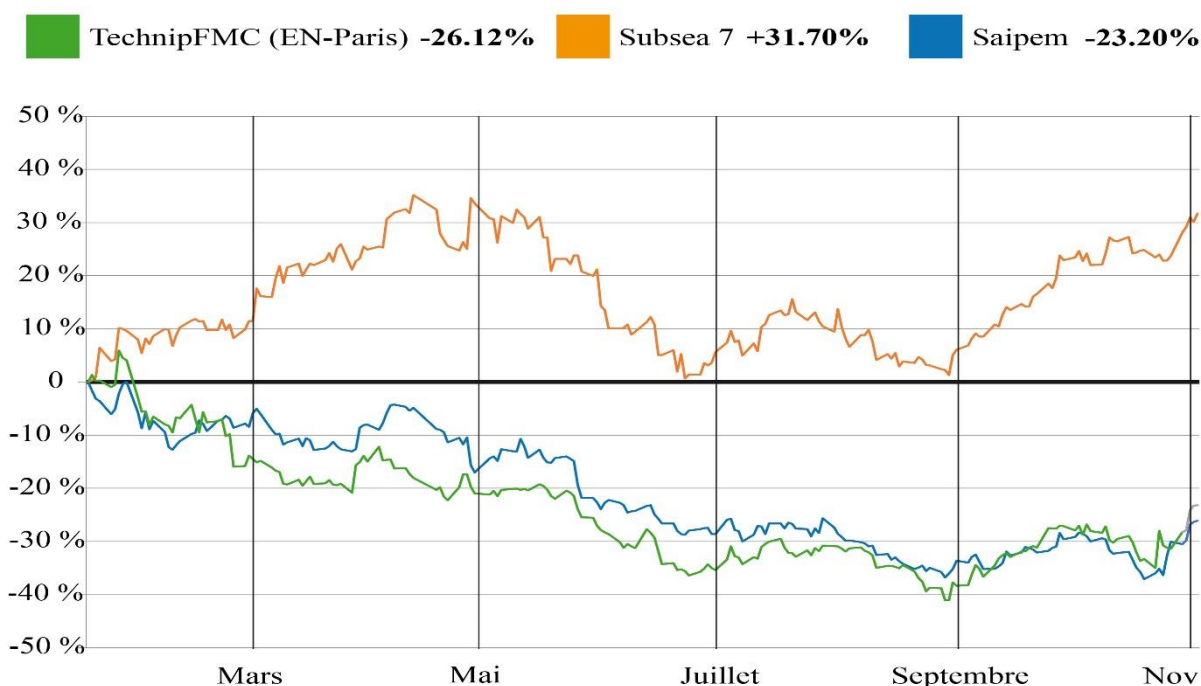
La plupart des analystes financiers revoient à la baisse, semaines après semaines, la valeur cible de l'action. Au mieux recommandent ils la prudence vis-à-vis de l'action TechnipFMC, sans doute un doux euphémisme pour ne pas dire « rester à l'écart ».

La descente abyssale est inexorable et rien ne semble pouvoir l'enrayer, ni la publication des comptes T2 relativement meilleur que ce que le consensus attendait, ni l'annonce de signatures de contrats, et pour clore la liste, ni l'annonce du rachat d'actions pas plus que la promesse de verser un dividende

La récente publications des comptes T3 2017 qui sont peu attrayants a déclenché un rebond. Est-ce solide et pérenne ? Quels peuvent-être les éléments qui auraient changé l'appréciation des analystes financiers ? Tout ceci est très psychologique et l'image donnée par la communication est importante, l'irrationnel peut l'emporter sur le rationnel, au moins pendant un certain temps. A regarder les commentaires dans les analyses financières, le versement du premier dividende et la profitabilité améliorée pour la branche on/offshore reviennent régulièrement. Le rachat d'actions en grand volume n'est pas mentionné et n'est pas un facteur de reprise du cours de l'action. Le rendement de l'ordre de 2%, en supposant que le dividende de 0.13\$ est maintenu sur 4 trimestres, rassure les investisseurs qui sont repartis à l'achat. A suivre...

Le graphe ci-dessous montre l'historique de l'évolution du cours de l'action TechnipFMC relativement à celui de SAIPEM et Subsea 7. Là encore c'est plus qu'éloquent sur l'ampleur du sinistre pour les actionnaires.

Evolution du cours de l'action du 17/01/17 au 03/11/17



Plus encore est inquiétant le compagnonnage étroit dans la dégringolade entre TechnipFMC et SAIPEM. Doit-on en conclure que le mariage entre TECHNIP et FMC est une erreur fondamentale de stratégie puisque les deux sociétés sont perçues par le marché comme offrant des risques identiques.

Pour le petit porteur Français, le siège de la nouvelle société TechnipFMC à Londres pose un problème car une action européenne est éligible au PEA à la seule condition que le siège social de l'entreprise soit situé dans l'Union Européenne. Avec le Brexit, l'action TechnipFMC ne devrait plus être éligible au PEA avec les avantages

fiscaux associés début 2019, ce qui provoquera un désintérêt supplémentaire pour l'action cotée à Paris.

En conclusion, l'actionnaire petit porteur européen d'actions de Technip qui n'a pas vendu avant le 17/01/2017 a été trompé et voit son capital amputé de plus de 30% depuis le 17/01/2017. Quant au dividende, il est ridicule en montant et est exprimé en \$ ce qui laisse un risque non négligeable, chez l'actionnaire européen, concernant la parité Euro/dollar.

Un bilan financier solide

Jusqu'à ce jour les analystes financiers restent très discrets sur le sujet. Un Bref regard sur les comptes et notamment le poste cash montre que celui-ci baisse légèrement trimestre après trimestre :

- A la fin de T4 2016, nous aurions virtuellement détenu 3,6 milliards de \$
- A la fin de T1 2017 nous avons 3,5 milliards de \$
- A la fin de T2 2017 nous avons 3,4 milliards de \$
- A la fin de T3 2017 nous avons 3.3 milliards de \$

En conclusion, espérons que la tendance ne va pas suivre celle du cours de l'action mais notons simplement que depuis le 31/12/2016, ce poste du bilan a baissé de 9% en neuf mois.

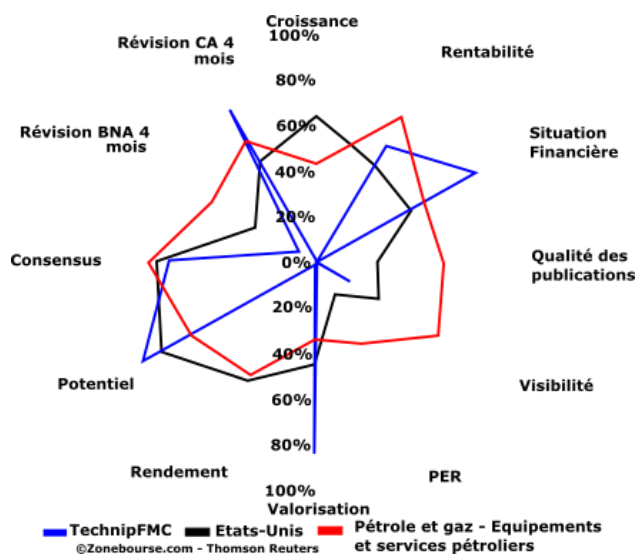
4. Au global où allons-nous ? à mi-novembre

Sur la base de ces neuf mois de mariage, il est difficile d'être optimiste sur le futur de la société TechnipFMC. La récente publication des comptes T3 2017 ne change rien à l'analyse. Le chiffre d'affaire est prévu voisiner les 15 milliards de \$, le backlog s'est dégradé, le cash diminue, le cours de l'action ne cesse de dégringoler et ce n'est pas le dividende trimestriel de 0.13 \$ par action qui changera la donne. La « nouvelle approche pour redéfinir la production et la transformation du pétrole et du gaz » ainsi que « la pertinence et le bien-fondé stratégique de cette fusion » ne se vérifient pas. La prééminence des anciens de FMC Technologies au niveau de la direction du groupe TechnipFMC laisse interrogatif. L'expérience de FMC Technologies dans la conduite de projets internationaux EPC justifie-t-elle une telle prise de pouvoir ? Le réseau des personnes doit-il prévaloir dans l'attribution des postes de l'équipe de direction ? Cette situation nous fait craindre que, dans un proche avenir les collaborateurs européens les plus performants tirent leur révérence

Dans le contexte économique très morose du secteur pétrolier et plus particulièrement du parapétrolier, la performance de l'action TechnipFMC fait partie des plus médiocres. Les analystes ont revu à la baisse les estimations des bénéfices et les objectifs de cours. En plus du rendement très faible, le manque de visibilité et la défaillance dans la communication avec le marché sont les points négatifs cités les plus fréquemment.

Globalement, les images de Technip et de FMC prises séparément étaient bonnes tandis que celle de TechnipFMC après la fusion est floue et incertaine.

Le diagramme radar ci-dessous résume bien l'état de la situation.



Bref le mariage de Technip avec cette société américaine ne semble pas se présenter sous les meilleurs auspices pour le futur du personnel européens et des anciens actionnaires de Technip.

« Wrong terms », c'est certain, « good deal », ce n'est pas démontré.

i CEO : Chief Executive Officer

ii Communiqué de presse du 19/05/2016

iii Pangloss enseignait la philosophie à Candide

iv Voir la présentation « Q2 2017 Earning Call Presentation » page 16 – « Guidances » disponible sur le site web de TechnipFMC

v Voir la présentation « Q2 2017 Earning Call Presentation » page 18 – « Backlog visibility » disponible sur le site web de TechnipFMC

vi Dépêche de l'agence Reuters du 07/09/2017

vii 18 et 19 novembre 1799.

viii Joint-venture en anglais est en français une association temporaire de deux ou plusieurs entreprises pour réaliser un projet. En fin d'affaire les profits et les pertes sont partagés au prorata des parts de chaque entreprise.

ix FMC Technologies en tant que fabricant de produits avec ses propres moyens, humains et matériels, est peu exposé aux risques de tiers et peut donc facilement les identifier, les quantifier et les contrôler. Ceci et d'autant plus vrai que FMC Technologies n'installaient jamais ses produits."

x Du 28/09/2017CAPITAL