

Résultats 2018 – Le « goodwill » ou la baudruche remplie de \$ virtuels ?

Jean-Michel Gay

Le 20/02/2019, TechnipFMC a publié les comptes pour le quatrième trimestre 2018 et fourni quelques éléments financiers sur l'exercice de l'année 2018.

Ce fut un coup de tonnerre car pour ce trimestre, le compte de résultat faisait apparaître un résultat net négatif de 2.3 Mds\$. Ainsi en 3 mois, la société TechnipFMC et donc tous ses actionnaires se sont appauvris de plus de 2,0 Mds\$. Le même jour, la bourse réagit tant à Paris qu'à New York en sanctionnant la valeur de l'action et lui imposait une baisse de 6%.

Pour l'année 2018, TechnipFMC enregistre dans son compte de résultats une perte nette de 1,9 Mds\$.

Depuis son introduction en bourse, jamais dans l'histoire de Technip, une telle perte n'a été affichée. Ainsi alors que cette fusion était présentée par Th Pilenko¹ comme un signe de « confiance dans notre capacité à être rapidement en mesure de démontrer toute la force de TechnipFMC à nos clients, à nos collaborateurs et à nos actionnaires », une source d'accroissement de richesse pour les sociétés fusionnées, d'augmentation des profits tant pour le bénéfice des salariés que les actionnaires, cette fusion en réalité est une source de faiblesse qui appauvrit les actionnaires et en premier lieu les actionnaires salariés qui ont souscrit au PEG² Technip. En fait seuls Th Pilenko, D Pferderhirt et M Mannen se sont enrichis au travers de l'octroi de bonus, actions gratuites et autres pour la fusion.

Essayons de comprendre l'origine de cette perte faramineuse et soudaine qui est présentée comme une augmentation de « charges ».

Cet article dans une première partie vous éclairera sur la nature et l'origine de ces augmentations de charges ainsi que sur les pertes colossales qui s'en suivent. Dans une deuxième partie nous tenterons de vous expliquer les mystères du « Goodwill » et en particulier celui qui entoure la contribution de FMC Technologies à la fusion.

Nature et origine des augmentations de charges

Parmi ces charges faisons le tri pour bien comprendre leurs natures et leurs conséquences.

Il y a lieu de considérer deux types de charges :

A. Les charges décaissables liées :

1. À l'augmentation du poste impôts pour 225 MM\$ (millions de dollars US). L'origine de l'augmentation est due pour 12 MM\$ à la réforme fiscale de Mr Trump et pour 213 MM\$ sur des moins-values déclarées mais non reconnues par le fisc. Pour faire simple cela s'appelle un redressement fiscal.
2. À la nécessité de constituer une provision globale de 280 MM\$ en vue d'obtenir un règlement amiable des

différents qui opposent TechnipFMC aux autorités judiciaires américaines (DOJ), brésilienne et françaises (PNF). Cela s'appelle une transaction avec les autorités fiscales dont les américains sont les champions. Les entreprises françaises en particulier en ont fait l'amère expérience (BNP Paribas, Société Générale, Alstom, etc.). Les intérêts du fisc américain, brésilien et français étant difficilement réconciliables, on peut s'interroger sur le montant global de cette provision. Est-elle suffisante ?

3. A des charges de restructuration (encore et toujours), des coûts de fusion (encore et toujours), et enfin des ajustements comptables, le tout pour 95 MM\$.

B. Les charges non décaissables liées :

4. À la nécessité de déprécier des immobilisations corporels : obsolescence de certains navires de pose et la faible utilisation de la flotte pour un montant de 373 MM\$.
5. À la nécessité de déprécier le poste « Goodwill » pour un montant faramineux de 1,4 Mds\$ (milliards de dollars) attribuable au segment subsea.

Au total, pour l'année 2018, c'est donc 600 MM\$ de charges décaissables qui vont donner lieu à une sortie de cash et réduire la trésorerie d'autant. A cela il faut ajouter 1,8 Mds\$ de charges non décaissables, donc sans impact direct sur la trésorerie, au titre de dépréciations des actifs.

Mais plusieurs conclusions s'imposent. Toutes ces charges vont sur le plan comptable dans le même sens : une réduction de l'actif du bilan et donc de la valeur nette de la société³. C'est donc en premier lieu les actionnaires de la société, y compris les actionnaires salariés, qui, en 2018, se sont appauvris puisque l'actif net est réduit d'un montant de 1.9 Mds\$. En second lieu, l'impact vis-à-vis des prêteurs, des clients et des fournisseurs, bien que difficilement quantifiable, n'est pas à négliger car cette réduction de la valeur de l'actif rend TechnipFMC plus fragile. Enfin la soudaineté de l'annonce entretient le doute sur la capacité du management de TechnipFMC à être transparent et communiquer avec les investisseurs.

Sur ce dernier point quelques réflexions s'imposent.

³ La valeur nette (B) de la société, encore appelé actif net ou capitaux propres, est la valeur de l'actif moins la valeur des dettes. On calcule cette valeur à partir des informations figurant au bilan. Il ne faut pas confondre la valeur nette avec la valeur boursière (P) des capitaux propres, ou capitalisation boursière, qui résulte de la multiplication du nombre d'actions en circulation par le prix unitaire de l'action qui varie tous les jours. En règle générale, le ratio valeur boursière / actif net (P/B) doit être largement supérieur à 1 pour éviter les raids boursiers se terminant en vente pas « appartement ».

¹ Lettre aux actionnaires de septembre 2016.

² Plan d'Epargne Groupe

Arrêtons-nous quelques instants sur les grands indicateurs financiers de la société TechnipFMC⁴ :

	17/01/2017	31/12/2017	31/12/2018
Capitalisation boursière (P) en millions \$	16 508	14 622	9 000
Actif net (B) en millions \$	13 246	13 409	10 430
Nombre (N) en millions d'actions en circulation	467	467	458
Ratio P/B	1,25	1,09	0,86
Cours \$ de l'action au NYSE	35,35	31,31	19,58
Actif net \$/action	28,36	28,71	22,77

- L'évolution du ratio « capitalisation boursière » (P) / Actif net (B) ne cesse de se dégrader. Au 31/12/2018, la valeur donnée par les investisseurs à TechnipFMC est 14% inférieure à la valeur affichée au bilan ! Cela signifie-t-il aux yeux des investisseurs que le bilan est gonflé d'un Goodwill encore trop important ?
- L'évolution du cours de l'action au NYSE du 31/12/2017 au 31/12/2018 identifie une dépréciation de la valeur de l'action de 37% qui s'est accélérée à partir de Septembre 2018. Etrange mais significatif, Septembre 2018 est la période où TechnipFMC a perdu le projet KG-DWN-98/2 ou KGD 5 project contre le consortium Mac Dermott/ Baker Hugues / Larsen & Toubro⁵. La valeur de ce contrat était de 1,7 Mds\$. Est-ce que cet échec est à rapprocher de la dépréciation du Goodwill de 1,6 Mds\$?
- L'évolution du cours de l'action au NYSE à partir du 17/01/2017, date effective de la fusion, jusqu'au 31/12/2018 montre une dépréciation de la valeur de l'action de 45 %. Dès le premier jour de naissance de la société, le marché a montré sa défiance à l'égard de TechnipFMC. Encore aujourd'hui, les analystes financiers ont récemment indiqué environ 16\$ par action comme étant le probable deuxième seuil de résistance à la baisse⁶. Or si on prend soin de déprécier entièrement le Goodwill octroyé à FMC Technologies lors de la fusion, la valeur de l'actif net par action est ramenée aux environs de 16\$. N'est-ce pas une indication prémonitoire ?

Ainsi malgré les annonces de paiement de dividendes, maigres il faut le souligner, et la mise en place d'un plan de rachat d'actions pour 500 MM\$, aussi onéreux qu'inefficace, le cours de l'action n'a cessé de s'effondrer. Bref depuis la fusion, soit le 17/01/2017, l'actionnaire a perdu en rythme annuel 22% de son capital. Le corollaire est que la valeur marchande de TechnipFMC a perdu 45% de sa valeur initiale. Il fallait donc s'attendre à ce qu'un jour les documents comptables, et en particulier le bilan, rendent compte de cette

⁴ Ces chiffres sont extraits de <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/FTI/technipfmc/financial-statements>

⁵ Décision finale de ONGC publiée dans Upstream le 02/10/2018.

⁶ Cf Bourse Directe du 11/03/2019 qui fournit 16,40€

perte de valeur. Comment le faire ? Simplement en dépréciant certains actifs. C'est ce que les administrateurs de TechnipFMC ont décidé de faire le 20/02/2019 à l'occasion de la publication des comptes du dernier trimestre 2018. Maintenant la question de la dépréciation du Goodwill reste entière. Cette dépréciation est-elle suffisante compte tenu des perspectives du marché Subsea ?

Le Goodwill

Intéressons-nous de plus près à cette dépréciation astronomique qui affecte le « Goodwill ».

- Que représente cet élément d'actif que l'on appelle « Goodwill » ?

Le « Goodwill », ou en Français écart d'acquisition ou encore survalueur, est un des postes de l'actif du bilan. On le trouve dans le bilan d'une entreprise (A) chaque fois que (A) a absorbé une entreprise (B) soit par achat ou par fusion. En effet, il ne faut pas être naïf, une fusion n'est qu'un achat déguisé. Tout est question de sémantique.

Le « Goodwill » traduit le fait que lorsque que (A) société absorbante, achète (B), société absorbée, (A) paie en général un prix supérieur au montant de l'actif net de la société (B)⁷. Il est donc normal que TechnipFMC, société absorbante, fasse apparaître dans son bilan une ligne « Goodwill » du fait que la valeur globale de TechnipFMC résultant de la fusion est supérieure à la somme des actifs nets des sociétés absorbées Technip et FMC Technologies.

Pour donner une analogie dans le monde de la vente / achat de magasins d'épicerie, le « Goodwill » est le prix du fond de commerce, alors que l'actif net est constitué des prix des murs, de la caisse enregistreuse, des rayonnages et éventuellement de quelques factures fournisseurs à payer. Le fond de commerce reste subjectif et dépend de la situation du magasin, sa réputation, son chiffre d'affaire, la fidélité de sa clientèle, mais aussi des perspectives pour le futur (bientôt situé à proximité d'une station de métro) etc. Aucun de ces éléments n'est l'objet d'une écriture comptable contrairement aux éléments constituant l'actif net de l'épicerie.

Revenons à la fusion.

Au 17/01/2017, la fusion Technip / FMC Technologies étant consommée, TechnipFMC a rendu public son premier ensemble de documents comptables aux normes GAAP. La « Form 8-K/A – Current Report » du 17/01/2017 déposé auprès de la SEC le 24/02/2017 fait foi.

⁷ L'actif net de B est une valeur comptable égale de la différence entre le total de l'actif et le total des dettes. En accord avec les normes comptables, cette valeur ne prend pas en compte certains éléments non mesurables tels que le renom mais surtout les perspectives du « business plan » sur les années futures qui générerait de la croissance, la qualité et le niveau de formation de son personnel, etc. Il est donc normal que le prix réellement payé par A soit supérieur au montant de l'actif net de B.

En particulier l'Exhibit 99.2⁸ est un pro-forma du bilan de TechnipFMC tel que résultant de la fusion. Dans ce bilan, on trouve à l'actif une ligne « Goodwill » pour un montant total de 9 Mds\$, le total de l'actif étant de 30,5 Mds\$. Cette ligne Goodwill pèse donc un peu moins de 30% du total de l'actif. C'est financièrement un élément très lourd. Aussi les règles comptables internationales imposent à l'entreprise de vérifier au moins une fois par an la réalité de cette ligne du bilan appelée « Goodwill » et de le déprécier si celui-ci s'avérait surestimé.

2. Quels sont les origines de cette ligne « Goodwill » ?

Pour établir les origines, il faut se reporter aux bilans établis séparément par Technip et FMC Technologies au 31/12/2016.

- ✓ Un premier « Goodwill » résulte de l'apport de Technip pour un montant de 3,7 Mds\$⁹.
- ✓ Un second « Goodwill » résulte de l'absorption de FMC Technologies pour un montant 4.8 Mds\$¹⁰.

A ce stade une première observation s'impose. Est-il raisonnable et logique de penser que FMC Technologies puisse apporter à TechnipFMC un « Goodwill » supérieur en valeur à celui apporté par Technip ? L'intégration de FMC Technologies apporte elle un avantage commercial à hauteur de ce montant ?

3. Comment les « goodwill » ont-ils été déterminés au moment de la fusion ?

Premier Goodwill.

Dans le bilan Technip établi suivant les normes IFRS, un montant 3,7 Mds\$ était enregistré dans la ligne « actif intangible ». Or les normes GAAP, compte tenu sans doute de la nature de cet « actif intangible », ont imposé de décomposer cette ligne en une ligne « Goodwill » et une ligne « actif intangible ». C'est ainsi que la ligne de « Goodwill » d'origine Technip indique un montant de 3,5 Mds\$ tandis que 0,2 Mds\$ sont restés dans la ligne « actif intangible ».

Une répartition du Goodwill entre les segments fait état de 2,8 Mds\$ pour le subsea et 0,7 Mds\$ pour l'onshore/offshore. Afin de vérifier la solidité de ce « Goodwill », son montant a été soumis à un test de perte de valeur¹¹. Ce test est fondé sur les hypothèses d'activités et de résultats considérés

comme les plus probables et appliqué à chacune des unités génératrices de trésorerie¹² et calculer la valeur actuelle nette de chaque unité. Les hypothèses retenues en 2016 pour effectuer ce test s'appuient sur les « business plan » de Technip couvrant la période 2017 à 2020 pour chacune des unités génératrices de trésorerie. Les prévisions de carnet de commande et d'écoulement de ce carnet de commande, le niveau d'investissements dans les moyens de production, la flotte et autres moyens logistiques, ainsi que les études internes et externes sur les évolutions de marché sont des éléments essentiels à l'élaboration des « business plan¹³ ». Ce test a montré qu'il n'y avait pas de perte de valeur des unités génératrices de trésorerie. Ce montant de « Goodwill » a donc été validé et retenu au bilan de Technip qui l'a amené au bilan de TechnipFMC lors de la fusion.

Ainsi donc la pertinence de ce Goodwill résulte d'une anticipation du chiffre d'affaire potentiel pour les périodes 2017-2020 et on peut raisonnablement supposer que Technip a certainement considéré dans chacun des « business plan » 2017- 2020 le gain de grands contrats subsea de type EPCI avec ou sans fourniture de matériel SURF. En outre on peut aussi raisonnablement penser que les business plans 2017 - 2020 intégraient dans leurs hypothèses le niveau drastiquement réduit des investissements des sociétés pétrolières, notamment dans le subsea.

Second Goodwill

Sur le plan comptable et dans le cadre d'une fusion, l'application des normes GAAP requiert qu'une des deux entités soit identifiée comme acheteur et que la méthode dite « méthode d'acquisition » soit appliquée pour valoriser à sa juste valeur l'entité achetée. Pour des raisons assez vagues exprimées dans l'Exhibit 99.2 page 1/7, mais très lourdes de conséquences, Technip a été désigné comme étant l'entité acheteur, et FMC Technologies comme étant l'entité achetée. Ainsi la « méthode d'acquisition » considère que TechnipFMC pour acquérir les 228,9 MM\$ d'actions de FMC Technologies aurait dû payer 8,2 Mds\$ puisque le prix de l'action de FMC Technologies au 16/01/2017 était de 35,7 \$. Or la juste valeur de l'actif net de FMC Technologies sur la base du bilan au 31/12/2016 n'est que de 3,4 Mds\$. L'écart d'acquisition ou « Goodwill » est donc :

$$8,2 \text{ Md\$} - 3,4 \text{ Md\$} = 4,8 \text{ Mds\$}$$

C'est cette somme qui sera inscrite à l'actif du bilan de TechnipFMC dans la catégorie des immobilisations incorporelles.

Quelques réflexions et interrogations de bon sens s'imposent alors à nous.

Compte tenu des très sombres perspectives du marché des SPS¹⁴ qui sont connues depuis 2014, est-ce logique de

⁸ Exhibit 99.2 téléchargeable à partir du site de la SEC à l'adresse suivante :

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1681459/000168145917000138/0001681459-17-000138-index.htm>

⁹ Exhibit 99.3 Téléchargeable à partir du site de la SEC à l'adresse suivante :

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1681459/000168145917000138/0001681459-17-000138-index.htm>

¹⁰ Exhibit 99.1 téléchargeable à partir du site de la SEC à l'adresse suivante :

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1681459/000168145917000138/0001681459-17-000138-index.htm>

¹¹ Il s'agit de la méthode DCF (Discounted Cash-Flow) ou méthode d'actualisation des flux de trésorerie.

¹² Dans l'organisation de Technip, il y avait 3 unités génératrice de trésorerie : onshore, offshore et subsea.

¹³ Voir Document de Référence 2014, page 162, note 10(b) publié par Technip et remis aux actionnaires.

¹⁴ SPS pour Subsea Production System.

penser que le montant du « Goodwill » pour absorber FMC Technologies surpasse de 40% la valeur de son actif net, ?

Est-il raisonnable d'espérer que FMC Technologies allait contribuer à augmenter le chiffre d'affaire du segment subsea et donc le cash-flow de TechnipFMC sachant que le prix de l'action de FMC Technologies était passé de 46,8 \$ en décembre 2014 à 24,5 \$ en février 2016 pour rebondir à partir de juillet 2016 (du seul fait de l'annonce de la fusion) et atteindre 35,5 \$ le 16 Janvier 2017 ?

Est-il crédible de penser qu'une société qui affiche un revenu net par action en constant déclin depuis 2014¹⁵ puisse justifier d'un tel « Goodwill » ?

Tous ces indicateurs et leurs tendances induisent des réponses négatives.

4. Quelle part du « Goodwill » est due à la fusion avec FMC Technologies ?

Le détail du calcul des 4,8 Mds\$ est fourni dans la note 3 de l'Exhibit 99.2. Il ressort que ce calcul repose sur trois paramètres vitaux : la désignation de Technip comme acheteur, le taux de parité d'échange d'action de 2/1 et enfin la valeur de l'action Technip au 16/01/2017.

Faisons quelques simulations.

Ainsi si la parité d'échange avait été de 2,15/1, comme certains analystes financiers l'ont défendu, la valorisation de FMC Technologies au 16/01/2017 n'aurait été que de 7,6 Mds\$ et le Goodwill aurait été diminué de 0,6 Mds\$.

Si nous remontons le temps et considérons la valeur de l'action Technip au 30/06/2016, soit 54,10 et une parité de 2/1, la valorisation de FMC Technologies n'aurait été que de 5,7 Mds\$ et le goodwill diminué de 2.0 Mds\$

Si nous remontons le temps et considérons la valeur de l'action Technip au 30/06/2016, soit 54,10 et une parité de 2,15/1, la valorisation de FMC Technologies n'aurait été que de 5,7 Mds\$ et le goodwill diminué de 2.5 Mds\$.

Enfin le lecteur intéressé qui en a le gout pourra se livrer à un petit calcul du « Goodwill » total de TechnipFMC en supposant que la position d'acheteur est tenue par FMC Technologies et non pas par Technip. Vous serez surpris du résultat¹⁶ !

En conclusion, la part de Goodwill résultant de la fusion avec FMC Technologies est pour le moins « très volatile et mystérieuse ». Elle repose uniquement sur trois facteurs : un calcul arithmétique basé sur Technip acheteur, la parité d'échange 2/1 acceptée par les parties et enfin le cours de l'action Technip le jour de la fusion. Aucun test de perte de valeur n'a été effectué. Aucune découpe de ce Goodwill entre les segments subsea et surface n'a été produit. Cette découpe n'est apparue que lors de la publication du bilan au 31/12/2017 : 2,5 Mds\$ pour le subsea, 1,6 Mds\$ pour l'onshore/offshore, 1,0 Mds\$ pour Surface Technologies.

La valeur du Goodwill résultant de la fusion avec FMC Technologies n'est-il pas une baudruche remplie de dollars virtuels qui commence à se dégonfler ? Peut être va-t-elle se dégonfler entièrement. Le montant de 1,6 Mds\$ de goodwill pour l'onshore/offshore pose question car FMC Technologies ne peut se prévaloir d'aucune expérience dans ce segment. Quant au montant pour le subsea, il est très exposé au risque d'être à nouveau déprécié dans l'avenir si aucun contrat d'une valeur supérieure à 1Mds\$ n'est signé en 2019

¹⁵ 2,94 \$ en 2014 puis 1,70 \$ en 2015 et enfin 0,21 \$ en 2016.

¹⁶ Réponse : le total du Goodwill aurait été d'environ 4 Mds\$ au lieu de 9 Mds. La raison tient simplement dans le fait que FMC Technologies apporte un Goodwill de 0,5 Mds alors que Technip a apporté 3,5 Mds\$. En fait dans ce scénario, la totalité du Goodwill aurait été d'origine Technip. Ce simple calcul montre que le Goodwill de 9 Mds\$ est probablement artificiellement gonflé de 5Mds\$. La dépréciation annoncée a simplement réduit la baudruche de 2 Mds\$.

5. Quelle était la « juste valeur » de FMC Technologies au moment de la fusion ?

La juste valeur considérée de FMC Technologies était de 8,2 Md\$. Elle résulte directement de l'accord des parties sur la parité d'échange 2/1 et sur le prix de l'action Technip au 16/01/2017 soit 71,40 \$ (67,4 €).

La méthode utilisée pour calculer la juste valeur extraite de l'Exhibit 99.2 et citée ci-dessous verbatim.

“The estimated purchase consideration and estimated fair value of FMCTI's net assets acquired on January 16, 2017 is calculated as follows:

(In MM\$, except value per share data and FMCTI exchange ratio)	
Total FMCTI shares subject to exchange as of January 16, 2017	228,9
FMCTI exchange ratio ⁽ⁱ⁾	0,5
Shares of TechnipFMC issued	114,4
Value per share of Technip as of January 16, 2017 ⁽ⁱⁱ⁾	\$ 71,40
Estimated purchase consideration	\$ 8 171,10
<i>(i) As the calculation is deemed to reflect a share capital increase of the accounting acquirer, the FMCTI exchange ratio (1 share of TechnipFMC for 1 share of FMCTI as provided in the business combination agreement) is adjusted by dividing the FMCTI exchange ratio by the Technip exchange ratio (2 shares of TechnipFMC for 1 share of Technip as provided in the business combination agreement) i.e. 1 / 2 = 0.5 in order to reflect the number of shares of Technip that FMCTI stockholders would have received if Technip was to have issued its own shares.</i>	
<i>(ii) Closing price of Technip's common stock on Euronext Paris on January 16, 2017 in Euro converted at the Euro to U.S. dollar exchange rate of 1.0594 on January 16, 2017.</i>	

6. Pourquoi le « Goodwill » a-t-il été déprécié si tardivement ?

Pourquoi donc le management de TechnipFMC a-t-il attendu deux ans pour enregistrer dans ses comptes la "nécessaire" dépréciation d'actif de près de 2 Mds\$? La dégringolade du marché surface/subsea n'est pas nouvelle et préexistait en 2016 avant la fusion, ce qui avait été confirmé par Th.Pilenko qui avait déclaré que la fusion était la seule solution pour résister à la forte contraction du marché.

Mais si TECHNIP et FMC Technologies avaient, comme ils auraient dû le faire au nom d'une gestion prudente et transparente, enregistré la dépréciation d'actif dans leurs comptes respectifs au 31/12/2016, la fusion sur une base égalitaire n'aurait plus été possible car alors la valeur de FMC Technologies aurait été proche de zéro puisque l'activité de FMC était presque intégralement comprise dans le segment surface/subsea sinistré par la crise alors que TECHNIP de son côté conservait une valeur considérable grâce à son segment historique onshore/offshore bien moins impacté par

la crise. Mais la transparence aurait contrarié le plan 50/50 de T. Pilenko et D. Pferdehirt.

Ainsi en basant la fusion sur une valeur artificielle équivalente entre FMC Technologies et Technip, il y a eu tromperie. En effet FMC Technologies, valeur spéculative par excellence, était considérablement surévaluée en bourse alors que sa valeur réelle était proche de zéro en raison d'actifs très dépréciés, dépréciation pour le moins imparfaitement actée dans ses comptes compte tenu d'une absence de perspective de marchés pour le matériel SPS.

Les actionnaires de Technip ont été bernés. Il faut alors se remémorer ce que Barclays a publié en juin 2016 sur la fusion : « Right deal, wrong terms ». Voici un exemple des « wrong terms ».

En outre lorsque D.Pferdehirt déclare que la très forte dépréciation n'aura aucun impact en cash il est permis d'en douter grandement. En effet le marché n'a plus confiance dans la communication financière erratique de TechnipFMC qui va devoir consommer beaucoup de cash en rachat de ses propres actions pour soutenir le cours après une telle douche froide aggravée par les enquêtes en récidive de corruption.

En conclusion les actionnaires de Technip ont été trompés car ils ont été appelés à approuver une fusion 50/50 basée sur des comptes insincères, principalement concernant ceux de FMC Technologies, surévalués. Cette tromperie mériterait le dépôt d'une plainte auprès de l'AMF.

7. Sur quelle base et hypothèses les calculs de dépréciation ont-ils été effectués ?

Le 21/02/2019, cette question a été posée à la CFO par un analyste financier¹⁷ de CM-CIC Market Solution présent lors de la présentation des comptes. La CFO n'a pas fourni de réponse précise à la question posée. Elle s'est contentée de confirmer que, sur le temps long, la vision du marché restait identique à celle envisagée lors de la fusion mais que, sur le temps court, TechnipFMC n'avait pas été capable de délivrer. Pour le reste elle a renvoyé à la lecture du rapport annuel qui allait être publié prochainement.

Exprimé en termes plus simples, la CFO défend la stratégie commerciale de TechnipFMC imposée par le CEO. Elle confirme que cette stratégie est bonne, simplement cette stratégie sera couronnée de succès et paiera un peu plus tard que prévu ! Quand ? Le marché ne semble pas aussi optimiste que la CFO puisque la valeur de TechnipFMC au travers de la baisse de l'action ne cesse de s'appauvrir. Rien donc n'empêche de penser que la dépréciation du poste « Goodwill » ne soit à nouveau d'actualité pour l'année 2019 compte tenu de l'absence de signature de grand contrat en subsea.

¹⁷ Jean Luc Romain

En conclusion

L'annonce de ces mauvais résultats renforce les doutes des investisseurs en raison d'une visibilité aléatoire d'une part, et des incertitudes liées à la fusion avec FMC Technologies d'autre part.

En effet ce sont 600 Mds\$ de charges décaissables qui vont appauvrir la trésorerie d'autant, et 1.8 Mds\$ de charges non décaissables résultant de la dépréciation du « Goodwill » qui vont réduire l'actif net, appauvrir la société et la rendre plus fragile.

En ce qui concerne FMC Technologies, la manière dont ce Goodwill a été déterminé, validé et réparti entre les segments laisse très dubitatif. Il s'apparente à une baudruche remplie de dollars virtuels qui disparaissent lorsque la réalité des faits ne peut plus être niée.

Très probablement la perte du projet KGD 5 est une des sources de dépréciation du Goodwill du segment subsea car cet échec prive TechnipFMC d'un cash-flow important pour les deux à trois années à venir.

La stratégie commerciale Subsea qui consiste à promouvoir uniquement les approches iFEED et iEPCI pour réaliser des projets ne marche pas pour les projets d'une valeur unitaire au-delà du 1 Mds\$. Elle n'est pas acceptée par les clients majeurs qui restent fidèles à une approche « contracting » classique. Ils privilégient la mise en compétition par package pour finalement s'affranchir du risque des interfaces en adjugeant une combinaison de packages à un consortium sur une base compétitive.

L'expérience semble démontrer que la stratégie de projet intégré est adaptée à la réalisation de petits ou très petits projets : quelques puits à intégrer dans une infrastructure existante.

Probablement que des opportunités commerciales ont été perdues des lors que les demandes de proposition pour des projets de type Surf ont été déclinées. Plus que l'obsolescence des navires, c'est sans doute l'entêtement du CEO à privilégier l'approche intégrée et se refuser à soumettre des offres en compétition qui expliquent le faible taux d'utilisation de notre flotte et donc amener à la déprécier.

La perspective d'une nouvelle dépréciation du goodwill subsea n'est pas à exclure si aucun des trois grands contrats ciblés n'est signé (Shell-Bonga, ENI-Zabazaba, Anadarko-Golfino) en 2019. Les investisseurs partagent sans doute cette crainte dans la mesure où le cours de l'action est toujours de tendance baissière.

A cela il faut ajouter que depuis la perte du contrat KGD 5 face à un consortium avec part commune, les investisseurs s'interrogent sans doute aussi sur la capacité de TechnipFMC, société intégrée, à être compétitif et faire la différence.