

MAIS OÙ EST DONC PASSÉ LE CASH ?

Jean-Michel GAY

1. Introduction

Le tableau ci-dessous retrace l'évolution de la trésorerie trimestre après trimestre depuis le 17/01/2017 ainsi que celle des dettes et de la trésorerie nette. La colonne « 4T2016 » indique le montant de la trésorerie apporté par Technip à TechnipFMC lors de la fusion.

A l'occasion de chacune des publications trimestrielles, nous avons régulièrement attiré votre attention sur la décroissance continue du poste trésorerie nette, c.à.d. des disponibilités et des liquidités en trésorerie. Les dettes à court terme ont décliné au cours de l'exercice 2018, les dettes à long terme ont augmentées. Globalement, les dettes ont augmenté sur l'année 2018 tout comme sur l'année 2017. Sans surprise, la trésorerie nette de dettes décroît depuis la fusion.

Montants en millions de dollars		4T2016	1T2017	2T2017	3T2017	4T2017	1T2018	2T2018	3T2018	4T2018	1T2019
Français	Anglais	31/12/2016	31/03/2017	30/06/2017	30/09/2017	31/12/2017	31/03/2018	30/06/2018	30/09/2018	31/12/2018	31/03/2019
Trésorerie et équivalents de trésorerie	Cash and cash equivalents	6 269,3	7 041,7	7 179,1	6 896,1	6 737,4	6 220,6	5 555,4	5 553,3	5 540,0	4 965,3
Dettes à court terme et part courante de la dette à long terme	Short-term debt and current portion of long-term debt	-683,6	-499,0	-471,2	-473,2	-77,1	-87,2	-78,5	-78,4	-67,4	-208,9
Dettes à long terme, moins la part courante	Long-term debt, less current portion	-1 869,3	-3 082,8	-3 301,3	-3 167,4	-3 777,9	-3 735,8	-3 787,5	-4 017,1	-4 124,3	-3 725,0
Trésorerie nette	Net cash	3 716,4	3 459,9	3 406,6	3 255,5	2 882,4	2 397,6	1 689,4	1 457,8	1 348,3	1 031,4
Variation trésorerie nette	Net cash change		-256,5	-53,3	-151,1	-373,1	-484,8	-708,2	-231,6	-109,5	-316,9
% Variation trésorerie nette	Net cash change in %		-6,9%	-1,5%	-4,4%	-11,5%	-16,8%	-29,5%	-13,7%	-7,5%	-23,5%

À la lecture de ce tableau, sans doute vous posez vous cette question : **Mais où passe le cash ?** Le but de cet article est d'analyser la décroissance continue du poste « cash & cash équivalent¹ » et de tenter de vous apporter une réponse en analysant le « Tableau des flux de Trésorerie² » pour les exercices 2017 et 2018.

Soucieux de pédagogie, nous procéderons étape par étape car le sujet n'est pas simple.

1. Nous commencerons par décrire la structure du tableau des flux de trésorerie et par décrypter les informations qu'il contient.
2. Ensuite, nous expliquerons en quoi « **Résultat** » et « **Trésorerie** » sont deux animaux différents qui sont parfaitement interfacés mais qu'il ne faut pas confondre.
3. On continuera en effectuant une revue macro des évolutions de la trésorerie depuis la date de la fusion et nous en tirerons les premières conclusions.
4. Nous poursuivrons notre analyse en nous concentrant sur l'étude de l'évaporation vertigineuse de la trésorerie en 2018. Pour ce faire nous décrypterons les informations fournies dans le document « Consolidated Statement of

Cash Flows³ » et vous proposerons quelques interprétations.

D'une manière générale et tout au long de l'article :

- ✓ Nous utiliserons les informations et chiffres publiés dans les « UK annual reports » de 2017 et 2018⁴.
- ✓ Dans le texte, les chiffres sont en général exprimés en millions de \$ (MM\$), le séparateur des milliers est un blanc le séparateur des décimales est une virgule, le nombre négatif précédé du signe moins.

2. Qu'est-ce qu'un tableau des flux de trésorerie ? Décryptage

2.1. Introduction

Le tableau des flux de trésorerie, que nous désignerons dans la suite de l'article par l'acronyme TFT, fait apparaître sous forme de variation, la différence entre ce que l'entreprise reçoit, ou flux d'entrée de trésorerie, et ce qui sort, ou flux de sortie de trésorerie. À titre d'illustration, le TFT publié par TechnipFMC est reproduit dans la figure 1

¹ Le terme « cash & cash équivalent » se traduit par « trésorerie et équivalent de trésorerie ». Équivalent de trésorerie est parfaitement défini par les normes comptables et doit satisfaire aux critères suivants : forte liquidité, valeur définie sûrement sans risque de perte de valeur, peut être converti en cash en moins de 3 mois. L'outil financier répondant à l'ensemble de ces critères est le placement à termes.

² Consolidated Statement of Cash – flows.

³ En Français Tableau des Flux de Trésorerie ou TFT

⁴ Disponible sous forme de fichier pdf sur le site www.Technipfmc.com

CODE	ITEM	MONTANT		NOTES & RÉFÉRENCES
		2017	2018	
	Cash provided (required) by operating activities			
10	net (loss) profit	-44,40	-1 745,50	Source: consolidated statement of income page 118 du UK annual report
	<i>Adjustment to reconcile net (loss) profit to cash provided (required) by operating activities</i>			
21+22+26	Charges concernant amortissement & depreciation	781,30	2 191,00	Regroupement de charges dépréciations d'immobilisations et de goodwill et amortissements
23	Charges relatives au plan de stock option, actions de performance etc	22,40	88,40	Charge prévue mais qui sera décaissée lorsque les droits seront exercés par les bénéficiaires
24	Charges fiscales reportées et non payées	182,50	38,20	Charge prévue mais non décaissée du fait du report accordé par l'administration fiscale
25	Charges de pertes de change qui ne se sont pas réalisées	-101,70	91,10	les pertes ne s'étant pas produites il n'y a pas eu de décaissement de ces charges
27	Charges dues aux filiales	17,20	-119,60	Charges décaissables dues aux filiales qui ont réalisé des pertes et qui ont du être renflouées
28	Autres	-6,10	284,00	Aucune information fournie permettant de tracer cet encaissement qui était néanmoins enregistré au compte de résultat,
	sous total 1 - ajustements de reconciliation	895,60	2 573,10	
	<i>Changes in operating assets and liabilities, net of effects of acquisitions</i>			
31	creances client	573,60	-660,40	C'est une charge de trésorerie car Technipinc a fait un produit comptable dont le paiement est déferé jusqu'au moment ou le client versera les fonds
32	stocks	130,90	-340,70	Les stocks ont augmenté, c'est une charge de trésorerie
33	accounts payable, trade	-615,50	-1 247,00	Source: passif du bilan. La différence résultant des montants portés au bilan 2018 et 2017 soit 2610 - 3959 = -1349 MM\$, il y a donc une différence de 102 MM\$ à expliquer, la note 24 ne fournit aucune explication concernant cette différence.
34	contract liabilities	-1 139,70	742,60	Source: actif du bilan. cf note 4
35	income taxes payable (receivable), net	-85,20	-205,80	Source: actif du bilan. Cf note 6
36	other assets and liabilities	524,80	701,50	Aucune information fournie permettant de tracer cet encaissement qui était néanmoins enregistré au compte de résultat,
	sous total 2 - variation du capital circulant	-611,10	-1 009,80	soit un BFR de 1 009 - 205,8 = 803,2 MM\$
	Trésorerie totale découlant de l'exploitation (Résultat + sous total 1 & 2)	240,10	-182,20	
	Cash provided (required) by investing activities			
41	capital expenditure			
42	cash acquired in merger of FMC Technologies Inc & Technip SA	-255,70	-368,10	cf note 3.1 page 159 segment information pour les détails et Strategic Report
43	acquisition net of cash acquired	1 479,20	-	
44	cash divested from deconsolidation	-	-104,90	aucune information disponible
45	proceeds from sale of assets	10,80	-6,70	marginal
46	other	-12,70	19,50	marginal
	cash provided (required) by investing activities	1 221,60	-460,20	
	Cash provided (required) by financing activities			
51	net decrease in short-term debt	-106,40	-34,90	source: passif du bilan, diminution du poste dette CT sans doute par remboursement entraînant une diminution de cash.
52	net increase(decrease) in commercial paper	234,90	496,60	source: passif du bilan, augmentation du poste dette CT amenant du cash.
53	proceeds from issuance of long-term debt	33,30	-	
54	repayments of long-term debt	-896,80	-	
55	purchase of treasury shares	-57,10	-442,60	source: passif du bilan, diminution du nombre d'actions en circulation par rachat de 15 millions d'actions, note 18
56	dividends paid	-60,60	-238,10	source: passif du bilan, fonds propres réduits pour rémunérer les actionnaires
57	payment related to taxes withheld on share-based compensation	-46,60	-	
58	settlement of mandatory redeemable financial liability	-156,50	-225,80	source bilan, passif note 23
59	other	-0,10	-	
	Cash provided (required) by financing activities	-1 055,90	-444,80	
60	effect of changes in foreign exchange rates on cash and cash equivalent	62,30	-108,00	

Figure 1-Tableau des Flux de Trésorerie TFT (au 31/12/2017 et 2018), tous les montants sont exprimés en millions de \$ (MM\$)

Ce tableau est établi, à partir des informations fournies dans deux bilans successifs et une lecture attentive des notes qui les accompagnent. **Il explique la variation du poste trésorerie⁵ sur l'exercice en compilant les différences des postes du bilan qui impactent le solde de trésorerie en début d'exercice.** C'est pourquoi les lignes du TFT reprennent fréquemment les libelles des lignes du bilan. Ainsi, il permet d'identifier les activités de l'entreprise qui **génèrent** des ressources de trésorerie (cash-flow positif) et celles qui **consomment** de la trésorerie (cash-flow négatif). Il permet donc de comprendre où passe le cash sur un exercice et de répondre à notre interrogation. Il faut cependant reconnaître que la lecture, la compréhension et l'interprétation des informations contenues dans un TFT ne sont pas choses aisées tant que l'on n'en possède pas les clefs de lecture. Les paragraphes ci-dessous doivent en principe vous permettre d'acquérir les clefs de lecture d'un TFT et vous familiariser avec sa structure.

Deux remarques :

- ✓ Avec le bilan consolidé et le compte de résultat consolidé, le TFT consolidé est le troisième document de la série des documents comptables que TechnipFMC doit rendre public. Chaque trimestre, une des annexes du communiqué de presse concernant les comptes trimestriels non audités, fournit un TFT. Une fois par an, le TFT audité est communiqué aux actionnaires et aux autorités administratives compétentes (SEC aux USA, UK National Storage Mechanism au Royaume Uni). Ce document est intégré dans le « 10K report » ainsi que dans le « UK Annual report ».
- ✓ La trésorerie étant du « vrai argent », le TFT est le moins manipulable de la série des documents comptables et les analystes financiers y portent grande attention car la trésorerie est un indice fiable de la santé de l'entreprise et de son devenir. Ceci étant, pour utiliser pleinement les informations fournies par le TFT, il faut analyser ses évolutions sur un horizon de trois à cinq ans. À ce jour nous disposons des TFT pour l'année 2017 et 2018 ce qui limite les possibilités d'analyse mais permet cependant de capter les signaux forts.

2.2. Structure du tableau de flux de trésorerie

TechnipFMC, société européenne, ayant mis en place un système comptable conforme aux exigences des normes IFRS, le TFT a une structure conforme à la norme IAS 7⁶. La structure d'un TFT est donc normalisée.

⁵ « Cash and cash équivalent » est synonyme de trésorerie.

⁶ IAS signifie International Accounting Standards. En 2001, ils ont été remplacés en partie par les IFRS (International Financial Reporting System). Ce système normatif est largement accepté par la plupart des pays dans le monde sauf aux USA qui appliquent les GAAP (Generally Accepted Accounting Principles).

Le tableau ci-dessous montre que le TFT regroupe les flux de trésorerie en trois catégories principales, chacune correspondant à un cycle de l'entreprise : **l'exploitation, l'investissement et le financement.**

Synthèse des TFT 2017 & 2018		
Année	2017	2018
Catégorie 1 - Exploitation	240,10	-182,30
Catégorie 2 - Investissement	1221,60	-460,20
Catégorie 3 - Financier	-1055,90	-444,80
Total	405,80	-1087,30
Effet de change	62,30	-108,00
Grand total	468,10	-1195,30

Figure 2- Synthèse des TFT 2017 & 2018 - Montants en MM\$

1. **Catégorie 1 – Cette catégorie regroupe les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles.** Elle rassemble tous les flux de trésorerie entrants (ressources) et sortants (emplois) qui se rapportent au fonctionnement effectif de la société, c.à.d. à son **cycle de production**. Elle inclut les sommes reçues de ses clients et celles versées par la société à ses salariés, ses fournisseurs et sous-traitants, ses frais de fonctionnement, etc. Cette catégorie montre le cash-flow opérationnel ou trésorerie liée à l'exploitation. C'est dans bien des cas l'indicateur le plus important de la santé de l'entreprise car c'est l'exploitation qui génère la source de trésorerie la plus importante. Une société dont le cash-flow opérationnel est durablement confortable, fait probablement des bénéfices et s'entend bien à transformer ses profits en trésorerie.
2. **Catégorie 2 - Cette catégorie regroupe les flux de trésorerie liés aux activités d'investissements.** Elle rassemble tous les flux de trésorerie entrants (ressources) et sortants (emplois) qui se rapportent aux investissements de la société c.à.d. à son **cycle d'investissement**. Elle inclut les sommes utilisées pour des investissements capitalistiques, c.à.d. les achats d'immobilisations tels que : bâtiments, usines, yards de fabrication, bateaux, équipements d'ateliers, prise de participations dans des sociétés, etc. Les opérations d'achat réduisent la trésorerie (cash-flow négatifs) tandis que des opérations de désinvestissements telles que la vente d'immobilisations, comme par exemple la cession de filiales, augmentent la trésorerie (cash-flow positif).
3. **Catégorie 3 - Cette catégorie regroupe les flux de trésorerie liés aux activités de financement.** Elle rassemble tous les flux de trésorerie entrants (ressources) et sortants (emplois) qui se

rapportent aux transactions entre l'entreprise et ses bailleurs de fonds c.à.d. à son **cycle de financement**. Elle inclut les sommes mise à disposition par les actionnaires et les banques. À titre d'exemple nous y trouvons les mouvements de trésorerie résultant d'augmentation / réduction de capital par émission / réduction du nombre d'actions, versement de dividendes, remboursement d'emprunts, souscription de prêts.

Une remarque :

- ✓ Contrairement au bilan et au compte de résultat, le TFT produit par TechnipFMC est accompagné de très peu de notes explicatives⁷. Ceci évidemment ne facilite ni sa lecture et encore moins sa compréhension par un non spécialiste. Là encore on perçoit le manque de transparence de TechnipFMC dans ses pratiques de gestion, l'extrême pauvreté de sa communication financière et l'indigence de ses qualités pédagogiques.

3. Résultat et Trésorerie - Ne pas confondre !

3.1. Définitions

Résultat et Trésorerie sont deux concepts comptables qui répondent à des objectifs différents. Ils sont source de confusion dans de nombreux esprits. Essayons de clarifier. Le Résultat apparaît dans le document « Compte de Résultat ». Compilation des produits et des charges, il explique et quantifie la **variation de richesse du patrimoine** de l'entreprise sur l'exercice. Le Résultat impacte uniquement le poste fonds propres. En 2018, TechnipFMC a fait état d'un résultat négatif – 1 756,4 MM\$ - et nous avons vu dans le TU 109 comment cette perte a affecté les fonds propres et a appauvri les propriétaires : les actionnaires, les actionnaires salariés et les détenteurs de certains supports du PEG.

La variation de Trésorerie durant l'exercice apparaît dans le document « Tableau des Flux de Trésorerie ». Il explique et quantifie la **variation des disponibilités de cash et ses équivalents** de l'entreprise sur l'exercice. En 2018, TechnipFMC a généré une variation négative des disponibilités de cash pour 1 195,3 MM\$.

En conclusion, le patrimoine de TechnipFMC s'est appauvri de 1 756,4 MM\$ et dans ce patrimoine, une de ses composantes, la trésorerie, a diminué de 1 195,3 MM\$. Les deux chiffres sont très proches mais non identiques. La perte de valeur du patrimoine est largement supérieure (47%) à l'évaporation des espèces sonnantes et trébuchantes déposées sur les comptes bancaires de la société.

Nous pouvons faire une analogie avec ce qui arrive à notre patrimoine personnel en supposant qu'une portion de ce

patrimoine est constitué d'actions TechnipFMC et d'un compte courant. En 2018, la portion du patrimoine constitué d'actions TechnipFMC a perdu 32 % de sa valeur sans que de ce fait, et fort heureusement, le niveau des liquidités de notre compte courant ait diminué d'autant.

3.2. Pourquoi une telle différence entre Résultat et Trésorerie ?

Trois raisons à cela.

1. **Le compte de résultat compile les charges et les produits** de l'exercice encourus par l'entreprise sur un exercice. Or nous savons que parmi les charges, certaines sont décaissables et réduisent d'autant le niveau de trésorerie, tandis que d'autres sont non décaissables et n'ont aucun impact sur le niveau de trésorerie⁸. Il en est de même des produits. Certains génèrent de la trésorerie, d'autres sont sans effet. C'est ce qui a permis au CEO de faire publiquement remarquer que la dépréciation de goodwill en 2018 qui fut une charge, n'a eu aucun effet sur la trésorerie.
2. **Le compte de résultat ne prend pas en charge le montant d'un investissement.** Il prend en compte uniquement le montant de l'amortissement ou dépréciation de cet investissement sur chaque exercice. Or ce sont des charges calculées qui ne donnent pas lieu à l'établissement de factures donc à paiement et sont donc sans impact sur le niveau de trésorerie.
3. **Les entrées / sorties de trésorerie sont décalées dans le temps par rapport au moment où les charges / produits sont encourus.** Ainsi couler du béton, installer les tonnes de tuyauterie à un instant « t » sont des produits comptables pour TechnipFMC qui entrent dans le chiffre d'affaires et sont facturés au client mais encaissés bien plus tard que les charges décaissées par TechnipFMC au profit de ses fournisseurs et sous-traitants qui ont coulé le béton et installé les tuyauteries.

4. Revue « macro » de l'évolution de la trésorerie

Les clefs de lecture du TFT étant assimilées, examinons les variations de cash et leurs origines au niveau macro.

4.1. Situation de la trésorerie au 31/12/2016 - Apport de Technip à TechnipFMC

En début d'exercice de l'année 2016, la trésorerie de Technip affichait un montant de 3 178 MM\$. En fin d'exercice de cette même année, la trésorerie affichait un montant 6 269,30 MM\$. La variation positive de trésorerie 3 091,3 MM\$ est pour l'essentiel due à l'intégration du cash détenu par la société « South Tambey » dans les comptes consolidés de Technip. Ceci est normal puisque, à la fin de l'année 2016, Technip a renégocié les accords

⁷ A titre de comparaison, le TFT publié par Technip en 2016 était accompagné de 15 notes explicatives. Le TFT 2018 est accompagné de 2 notes.

⁸ Voir TU 109 – Goodwill ou la baudruche remplie de \$ virtuels.

avec ses partenaires (JGC, CHIYODA) et pris le contrôle de « South Tambey » (Projet Yamal). En contrepartie, TechnipFMC a reconnu l'existence d'une dette qui a impacté négativement le TFT en 2017 (156.5 MM\$) et en 2018 (225.8.MM\$). Pour mémoire l'apport de cash de « South Tambey » dans les comptes consolidés de Technip est légèrement supérieur à 3 000 MM\$.

A la veille de la date effective de la fusion, cette accumulation de cash était une très belle pépite. Elle n'a sans doute pas échappé à l'attention prédatrice des américains de FMC Technologies.

Lors de la fusion, c'est donc un montant de 6 269,30 MM\$ qui fut apporté par Technip et inscrit en trésorerie à l'actif du bilan de TechnipFMC en début d'exercice 2017.

4.2. Variation de la trésorerie en 2017

L'année 2017 est la première année de vie de TechnipFMC.

Entre le 17/01/2017, date effective de la fusion, et la fin 2017, le TFT montre que la trésorerie a varié et augmenté de 468,1 MM\$ (cf. tableau 1 et figure 2, colonne 2017).

Il amène les commentaires suivants :

1. Le cycle d'exploitation⁹ a contribué à augmenter la trésorerie de 240,1 MM\$ ce qui est peu. C'est une indication que les opérations de production ont finalement généré peu de cash. A titre de comparaison, Technip en 2015 et 2016 avait généré 631 MM€ et 446 MM€ de trésorerie additionnelle pour un résultat de 56,2 MM\$ et 250,1 MM\$. C'est sans doute une indication que les contrats de type iEPCI tant vantés par le CEO ne sont pas si rémunérateur qu'il le prétend.
2. Le cycle d'investissement¹⁰ a contribué à augmenter la trésorerie de 1 221,6 MM\$, en grande partie grâce à l'apport de cash [1 479,2 MM\$] par FMC Technologies lors de la fusion.
3. Le cycle de financement¹¹ a consommé 1 055,9 MM\$ de trésorerie du fait principalement du remboursement d'une dette à long terme pour un montant de 896,6 MM\$ et de la réduction de la dette CT pour un montant de 106,4 MM\$. À cela il faut ajouter un décaissement de 156,5 MM\$ (item 58) conséquence de l'accord sur la prise de contrôle de « South Tambey ».

Pour les trois cycles l'effet de change a consommé 62,3 MM\$.

Globalement on peut donc dire que la variation positive de trésorerie pour l'année 2017 est essentiellement due à l'apport de cash par FMC Technologies lors de la fusion mais qu'il a été presque intégralement consommé par le remboursement d'une dette à long terme. Reste une

source d'inquiétude : l'exploitation n'a que très faiblement contribué à l'augmentation de cash.

Enfin, on constate que la variation globale de cash, 468,1 M\$, correspond à la différence entre la position de cash au début d'exercice 6 269,30 MM\$ et la position de cash en fin d'exercice 6 737,40 MM\$ tels que spécifiés à l'actif du bilan.

4.3. Variation de la trésorerie en 2018

L'année 2018 est la deuxième année de vie de TechnipFMC.

Entre le 01/01/2018, et le 31/12/2018, le TFT indique que la trésorerie a diminué de 1 195,3 MM\$ (cf. figure 2 – colonne 2018).

Il amène les commentaires suivants :

1. Le cycle d'exploitation sur l'exercice 2018, a consommé 182,3 MM\$ de cash !
2. Sans surprise, le cycle d'investissement a, lui aussi, consommé du cash pour 460,2 MM\$.
3. Tant qu'au cycle financier, il a lui aussi consommé du cash pour 444,8 MM\$.

Pour les trois cycles l'effet de change a consommé 108 MM\$.

Dans la mesure où la source de la plus grosse variation positive de trésorerie d'une entreprise réside normalement dans son cycle d'exploitation, il est **inquiétant de constater que l'exploitation de TechnipFMC en 2018 se traduise par une variation négative de cash.**

Enfin, on constate que la variation globale de cash, 1 195,3 MM\$, correspond à la différence entre la position de cash au début d'exercice 6 737,40 MM\$ et la position de cash en fin d'exercice 5 542,1 MM\$ tels que spécifiés à l'actif du bilan.

5. Analyse détaillée du TFT de l'exercice 2018 par cycle

Examinons maintenant un peu plus dans le détail les variations de trésorerie dans chacun des cycles de l'entreprise : exploitation, investissement et financement.

5.1. Cycle d'exploitation

Dans le tableau 1, la section « Cash provided (required) by operating activities » (items 10 à 36) retrace la variation de cash attribuable uniquement aux activités du cycle de production :

Comment est construit ce tableau ?

Partant du résultat net (item 10 - perte de 1 745,5 MM\$), il faut l'ajuster pour tenir compte des charges non décaissables qui sont inscrites au compte de résultat. Globalement ce montant de charges sans effet sur la trésorerie est de 2 573,10 MM\$ (items 21 à 28).

La somme algébrique, 827,6 MM\$, entre 2 573,10 MM\$ et -1 745,5 MM\$ constitue ce que les spécialistes appellent la « capacité d'auto-financement » (CAF). Elle est positive et représente la trésorerie potentielle dégagée par l'exploitation.

⁹ Operating activities dans le texte

¹⁰ Investing activities dans le texte

¹¹ Financing activities dans le texte

Mais la CAF est-elle suffisante pour absorber les variations de trésorerie résultant des décalages entre les entrées et sorties de cash que les spécialistes appellent « Besoin en Fond de Roulement » (BFR) ?

En effet les variations de certains postes du bilan (item 31 à 34 et 36) qui constituent le BFR et en particulier le poste créances client¹², le poste stocks¹³, le poste dette fournisseur¹⁴, affectent la trésorerie positivement ou négativement.

Dans le cas présent, la variation du BFR lié à l'exploitation est négative et requiert de décaisser 803,2 MM\$ auquel il faut ajouter 205,8 MM\$ de taxes et impôts (item 35) soit un total de 1 009,4 MM\$ de sortie de cash.

C'est largement supérieur à la trésorerie potentielle de 827,6 MM\$ fournie par la CAF.

Résultat, il faut donc ponctionner 182 MM\$ dans la trésorerie existante ou emprunter pour boucler le cycle d'exploitation.

En 2017, la variation du BFR lié à l'exploitation était négative et avait consommé 611,1 MM\$ pour une CAF de 851,2 MM\$. La différence restante positive, le cycle d'exploitation avait contribué à augmenter la trésorerie de 240,1 MM\$. Certes c'était faible mais c'était positif !

5.2. Cycle d'investissement

Dans le tableau 1, la section « Cash provided (required) by investing activities » (items 41 à 46) retrace la variation de cash attribuable aux activités du cycle d'investissement : Le détail de l'item 41 « capital expenditure » est fourni à la note 3 page 159 du « UK annual report » : 223,2 MM\$ ont été investis en faveur du segment « Subsea », 111,9 MM\$ pour le segment « Surface Technologies » et « 25,4 MM\$ » pour le segment Corporate.

Les pages 9 et 17 du « Strategic Report », spécifient la nature des investissements réalisés.

Le segment « Subsea » a bénéficié de deux investissements :

- ✓ En février 2018, acquisition de 51% des actions de Island offshore Subsea AS
- ✓ En Mars 2018, accord de « collaboration » avec Magma Global

Le segment « Onshore/Offshore » n'a bénéficié d'aucun investissement.

Le segment « Surface Technologies » a bénéficié de deux investissements :

- ✓ Un atelier de 52 000 m² est en cours de construction dans la zone industrielle de Dharan en Arabie Saoudite.

¹² Donner des délais de paiement (660) MM\$ aux clients (item 31) impactent négativement la trésorerie,

¹³ Augmenter le poste stock (340) MM\$ (item 32) diminue la trésorerie d'autant,

¹⁴ Payer les fournisseurs et les sous-traitants (1 247) MM\$ (item 33) en réduisant le poste dette fournisseurs génère une variation négative de trésorerie.

- ✓ La finalisation de l'acquisition de Plexus Holding plc dans le premier trimestre 2018.

En revanche rien de spécifique n'a été fourni pour le segment « Corporate ».

Le détail de l'item 43 « acquisition net of cash acquired » n'est pas fourni.

Au total, c'est une consommation de trésorerie de 460,2 MM\$ qu'il a fallu soit ponctionner sur la trésorerie existante soit financer sous forme de dette.

5.3. Cycle financier

Dans le tableau 1, la section « Cash provided (required) by financing activities » (items 51 à 59) retrace la variation de cash attribuables aux activités du cycle de financement. Sans surprise, vu les résultats ci-dessus, l'apport d'argent frais a été nécessaire. Cela a été réalisé sous forme d'émission de « billets de trésorerie » (item 52) en contrepartie desquels 496,6 MM\$ de cash sont venus alimenter la trésorerie.

Le plan de rachat d'actions (item 55) a consommé 442,6 MM\$ de cash. Le nombre d'actions rachetées et détruite fut de 15,8 millions d'actions

Le versement de dividendes (item 56) aux actionnaires a consommé 238,1 MM\$

Enfin 225,8 MM\$ de cash ont été sortis au titre de résolutions de réclamations financières redevables (item 58), conséquence de l'accord sur la prise de contrôle de « South Tambey ».

Au total, c'est une consommation de trésorerie de 444,8 MM\$ qu'il a fallu soit ponctionner sur la trésorerie existante soit financer sous forme de dette

6. Conclusion

L'année 2018 fut funeste à la trésorerie de TechnipFMC puisqu'elle s'est appauvrie de 1 195,2 MM\$ pour tomber au niveau de 5 542,0 MM\$ à la fin de l'exercice.

Après lecture du TFT, cet appauvrissement de cash est dû à :

- ✓ L'exploitation qui a consommé 181,8 MM\$ de trésorerie. C'est essentiellement dû au besoin en fond de roulement qui excède largement la capacité d'auto-financement. Ainsi le cycle d'exploitation qui en principe doit générer du cash chaque année pour permettre à TechnipFMC d'investir afin de dégager des résultats dans le futur et financer le remboursement de dettes, ne remplit pas son objectif. À long terme, une entreprise dont le cycle d'exploitation génère une variation négative et répétitive de cash finit par une cessation d'activité ou une vente par segment. Nous avons donc ici un très mauvais signal envoyé au monde financier et aux investisseurs. Ceci explique sans doute en grande partie la chute continue de la valeur boursière des actions de la société.

Cette question du BFR n'est pas nouvelle. Elle a souvent fait l'objet d'interrogations insistantes de la part des analystes financiers lors de la publication des comptes trimestriels. Pas plus tard que lors de la présentation de T1 2019, la question a été posée et la CFO a publiquement affirmé qu'en 2019 le BFR devrait redevenir positif. Cependant UBS¹⁵ qui est un des analystes financiers qui suit TechnipFMC écrivait encore le 05/06/2019 : « **Les plus grandes inquiétudes des investisseurs demeurent autour du fonds de roulement et de la génération de flux de trésorerie, estime le broker, qui s'attend à ce que ces problèmes soient levés au second semestre 2019** ». Espérons !

Quelles peuvent être les causes de ce déficit de trésorerie d'exploitation ?

On peut s'interroger sur le niveau de rémunérations des contrats iEPCI qui probablement contribue faiblement au Résultat au regard des dépenses qu'il faut consentir pour obtenir ces contrats qui restent de taille modeste, spécifiques et peu nombreux.

Comment expliquer le gonflement du poste « créance client » qui a ponctionné la trésorerie de 660 MM\$ alors que ce même poste avait généré 570 MM\$ de trésorerie en 2017 ? Faut-il l'attribuer aux longues discussions avec le client qui précèdent la FID¹⁶ dans de tels contrats.

Comment expliquer le gonflement du poste « stock » qui a ponctionné la trésorerie de 340,7 MM\$ alors que ce même poste avait généré 130,9 MM\$ de trésorerie en 2017 ? Faut-il l'attribuer à la gourmandise de la technologie 2.0 et de sa mise en œuvre ? Faut-il l'attribuer à la décision de constituer des stocks en vue de présenter des plannings agressifs pour des iEPCI potentiels ?

Comment expliquer le gonflement du poste « dettes fournisseurs » qui a ponctionné la trésorerie de 1 247,0 MM\$ alors que ce même poste n'avait ponctionné que 615,5 MM\$ de trésorerie en 2017 ? Faut-il là encore supposer que la fabrication de matériels et équipements standards a été engagée alors que les contrats iEPCI n'étaient pas en vigueur ?

Bref beaucoup d'interrogations se posent et restent sans réponses.

✓ L'investissement qui a consommé 460,2 MM\$ en acquisition de sociétés pour le bénéfice des seuls segments Subsea et Surface Technologies.

Ces investissements sont-ils judicieux ?

Vu l'état du marché subsea et l'absence de performance du segment Surface annoncée lors de la publication des comptes T1 2019, on peut légitimement s'interroger sur le bien-fondé de ces investissements. Dans quelle mesure ces investissements contribueront-ils à acquérir des contrats et augmenter la profitabilité de ces segments ? Noyés dans la masse, on ne le saura jamais.

✓ Au financement qui a consommé 444,8 MM\$ essentiellement dû à la continuité de la mise en œuvre du plan de rachat d'actions qui a lui seul a ponctionné 442,6 MM\$ pour racheter 15,8 millions d'actions

Décision très discutable puisque le cours de l'action a continué sur sa trajectoire descendante (cf. TU 109 – 500 millions de dollars pour rien ?).

✓ Sans oublier que l'endettement de TechnipFMC a augmenté depuis la fusion et diminué d'autant la trésorerie nette.

De toute évidence la question adressée par UBS le 05/06/2019 est tout à fait fondée et au-delà légitimise pleinement le sentiment d'un patron français du secteur¹⁷ :

« *Doug Pferdehirt est brillant, mais il ne comprend pas le type de projets que mène Technip. Il a poussé Pilenko vers la sortie, mais mène le groupe sans stratégie d'avenir* »

Question subsidiaire : peut-on qualifier de « brillant » un CEO qui mène son groupe sans stratégie d'avenir ?

¹⁵ Union des Banques Suisses

¹⁶ Final Investment Decision

¹⁷ Article du Monde 12/06/2019 – Pétrole : Les ratés de la fusion Technip-FMC.