

Student Transportation: le réservoir est vide

PAR CARL SIMARD,
EXPERT INVITÉ

La piètre gouvernance de Yellow Media et du Groupe Colabor n'a visiblement pas empêché les investisseurs de se ruier sur d'autres sociétés qui versent des distributions exagérées. S'il est clair, avec le recul, que ces deux sociétés québécoises n'ont pas su aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, **Student Transportation**¹ (Tor., STB, 6,59\$), une société ontarienne de transport scolaire, détonne aussi abondamment. Au moment où son rendement de dividende excède 8 %, nous croyons que le pire est à venir pour ce transporteur.

Un dividende qui excède les capacités de l'entreprise

Student Transportation exploite une flotte de 9 000 autobus, dont près de 7 500 sont détenus par l'entreprise. Les autres véhicules sont loués. La valeur d'achat des autobus est amortie à l'état des résultats sur environ 10 ans, et le coût d'un autobus est d'environ 66 000 \$. Si les 7 500 autobus que Student Transportation possède doivent être renouvelés tous les 10 ans, cela signifie qu'environ 750 autobus par an doivent être rachetés, moyennant un



L'entreprise ontarienne Student Transportation possède une flotte de 9 000 autobus, dont près de 7 500 sont détenus par l'entreprise.

investissement annuel de 50 millions de dollars.

Or, cette société ontarienne génère moins de 40 M\$ de flux de trésorerie opérationnels par an et verse un dividende représentant une charge annuelle de 50 M\$. Selon nos calculs, Student Transportation se voit forcée d'émettre, chaque année, environ 60 M\$ de capital pour suffire au maintien de sa flotte d'autobus et au versement du dividende. En un peu plus de trois ans, le nombre d'actions

en circulation a doublé, ce qui a entraîné une forte dilution de l'avoir des actionnaires. Comme dit le vieil adage, on déshabille Pierre pour habiller Paul.

Des dirigeants encouragés à poursuivre le manège

Quelques recherches supplémentaires montrent une situation encore pire: la très forte majorité du plan de bonification salarial destiné aux hauts dirigeants est fon-

derement de l'actif d'au moins 4 % pour toucher la bonification maximale. Cette norme est très faible pour une société de services.

Le salaire des dirigeants, à commencer par celui du directeur général, est abusif. Il touche environ 1,5 M\$ de rémunération annuelle, tandis que son entreprise n'a jamais généré de profits annuels supérieurs à 3 M\$. Pis encore, la plupart des dirigeants ont un contrat qui leur permet de toucher de deux à trois années de salaire en cas de congédiement. Voilà une situation qui n'est pas sans rappeler celle de la québécoise Yellow Media avant sa restructuration.

Les institutions, complices ?

S'il est évident que la distribution est insoutenable et que les dirigeants et les administrateurs poussent Student Transportation toujours un peu plus près du gouffre, nous avons peine à comprendre que des analystes institutionnels ferment les yeux sur une telle situation.

À ce jour, la société était suivie par trois analystes, dont deux qui maintenaient une forte recommandation d'achat (*strong buy*). Comme Student Transportation accède très régulièrement aux marchés des capitaux pour se financer, nous sommes

portés à croire que les analystes sont plus conciliants à l'égard de l'entreprise, préférant ne pas déplaire à un employeur qui profite abondamment de ces émissions d'actions. D'autres investisseurs institutionnels ont simplement cessé de suivre le titre. Pas surprenant que plusieurs préfèrent garder le silence plutôt que de recommander une vente!

S'il y a une certitude dans ce manège, c'est que Student Transportation, en cas de gel des marchés des capitaux, ne pourra plus opérer son stratagème et devra réduire radicalement son dividende, voire même l'annuler. Dans ces situations, c'est trop souvent le petit investisseur qui fait les frais du laxisme des institutions et du conseil d'administration. ■



Carl Simard est gestionnaire de portefeuille et président de MEDICI

¹ Les clients de MEDICI et ses associés ne détiennent aucune position dans Student Transportation.