



RAPPORT

À : Intragaz s.e.c.

De : COSIME

Sujet : Étude du marché des prêteurs potentiels pour le refinancement d'Intragaz s.e.c.

Date : 30 mai 2012

Sommaire décisionnel

Intragaz s.e.c. (Intragaz) a mandaté COSIME Finance inc. (COSIME) pour explorer les solutions de financement par dette disponibles pour son refinancement planifié pour 2013. Cette étude de marché a pour but principal de déterminer sa capacité d'emprunt, les conditions probables et les prêteurs intéressés à un tel refinancement. Intragaz entend utiliser les résultats de cette étude dans le cadre de la demande tarifaire 2013 qui sera soumise à la Régie de l'énergie du Québec (la Régie) d'ici la fin juin 2012.

Des quinze institutions approchées pour l'étude de marché, neuf ont fourni par écrit des conditions, deux ont répondu verbalement, ne voulant pas s'engager par écrit, et quatre ne se sont pas montrées intéressées à participer.

Sur la base des informations fournies par ces institutions, nous croyons qu'il sera possible de refinancer Intragaz sur la base d'un prêt de 10 ans si elle obtient un tarif couvrant son coût de service et un contrat de service, tous deux valides pour une telle période. Nous croyons qu'il sera aussi possible d'obtenir un profil d'amortissement favorable incluant un remboursement de type ballon à la date d'échéance de 10 ans sur la base de la valeur du gaz coussin. Dans un tel contexte, nous croyons qu'Intragaz serait en mesure d'atteindre un niveau moyen de financement par dette de près de 50%. Une composante importante dans l'atteinte d'un tel niveau d'endettement est la possibilité d'effectuer un remboursement ballon à la fin du terme. Un tel remboursement devrait être garanti par le gaz coussin car aucun prêteur n'accepterait un solde impayé à la fin du ou des contrats sans une telle garantie.

Cependant, le refinancement étant seulement prévu pour 2013, les conditions étant sujettes à une revue diligente des prêteurs et le montant du remboursement final en ballon pouvant varier grandement d'une institution à l'autre, il faut reconnaître que les sommes qu'Intragaz sera ultimement en mesure de financer ainsi que les conditions de ces emprunts pourront varier de façon significative.

Les sections suivantes visent à présenter en détail la démarche et les résultats de l'étude de marché entreprise au cours des derniers mois ainsi que nos recommandations quant à la modélisation financière du refinancement dont Intragaz tiendra compte dans sa demande tarifaire 2013.

Démarche

La démarche suivie pour cette étude de marché a été établie par COSIME et Intragaz dans l'objectif de constituer un échantillon représentatif des sources, montants et conditions disponibles au refinancement d'Intragaz tout en reconnaissant que les prêteurs ne pourront s'engager définitivement que lorsque le processus de vérification diligente aura été complété.

Nous avons tout d'abord déterminé les grandes catégories de prêteurs susceptibles de participer à un tel refinancement. Il s'agit des catégories suivantes avec mention de leurs caractéristiques respectives:

1. Banques canadiennes
 - a. Activités principalement canadiennes en dollars canadiens
 - b. Relations existantes avec Intragaz, Gaz Métro ou GDF Suez
 - c. Activités dans le domaine de l'énergie et, dans certain cas, dans le financement de projets
2. Caisses de retraite canadiennes
 - a. Certaines activités canadiennes et québécoises en dollars canadiens
 - b. Relations existantes avec Intragaz, Gaz Métro ou GDF Suez
 - c. Activités dans le domaine de l'énergie et, dans certain cas, dans le financement de projets
3. Compagnies d'assurance vie canadiennes
 - a. Activités principalement canadiennes en dollars canadiens
 - b. Activités en financement de projets et dans le domaine de l'énergie
 - c. Prêts à long terme et taux fixes
4. Banques européennes
 - a. Activités en financement de projets et dans le domaine de l'énergie
 - b. Relations existantes avec Gaz Métro ou GDF Suez
 - c. Prêts à moyen terme
 - d. Expérience internationale
5. Banques japonaises
 - a. Activités en financement de projets et dans le domaine de l'énergie
 - b. Relations existantes avec Gaz Métro ou GDF Suez
 - c. Prêts à moyen et à long terme
 - d. Expérience internationale

Ensuite, la liste suivante des institutions répondant spécifiquement aux caractéristiques énoncées ci-dessus a été établie pour amorcer les discussions :

1. Banques canadiennes
 - a. CIBC
 - b. Banque Nationale
 - c. Banque Laurentienne
2. Caisses de retraite
 - a. Caisse de dépôt et placement du Québec
3. Compagnies d'assurance vie canadiennes

- a. Industrielle Alliance
 - b. Desjardins Sécurité financière
 - c. Financière Sun Life
 - d. Financière Manuvie
4. Banques européennes
- a. Nord/LB (Norddeutsche Landesbank)
 - b. Société Générale
 - c. Dexia Crédit Local
 - d. BNP Paribas
5. Banques japonaises
- a. Mizuho Corporate Bank
 - b. Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ
 - c. Sumitomo Mitsui Banking Corporation

La démarche a consisté à faire parvenir aux institutions financières ciblées des informations préliminaires sur Intragaz afin de déterminer celles qui pourraient être intéressées par ce type de transaction. Nous avons par la suite conclu une entente de confidentialité et fourni des informations financières plus détaillées aux institutions intéressées dans le but d'obtenir de leur part une indication des conditions d'un éventuel prêt.

Résultats de l'étude de marché

Des quinze institutions présentées ci-dessus, neuf ont accepté de fournir des conditions par écrit et deux l'ont fait par téléphone. Un sommaire des conditions établies par ces neuf institutions est présenté à l'annexe 1.

Les deux institutions qui n'ont pas présenté de conditions par écrit sont [REDACTED]. Cependant, elles ont toutes deux confirmé leur intérêt pour cette transaction, mais elles ne peuvent fournir de conditions, même préliminaires, sans revues diligentes. De plus, toutes les deux ont dit ne pas être certaines d'être en mesure d'offrir un mode de remboursement en ballon à la fin du terme du prêt, une pièce importante de la stratégie de financement d'Intragaz.

Les quatre institutions qui n'ont pas fourni de conditions nous ont donné les raisons suivantes :

[REDACTED] ne fait pas de prêt sur 10 ans. Elle se limite généralement à des termes de cinq ans.

[REDACTED] n'est plus en mesure de faire de nouveaux prêts à cause de sa situation financière.

[REDACTED] ne prête pas pour des fins de remboursement de capital aux investisseurs et ne veut pas prendre le risque de fluctuation des cours du marché du gaz naturel (pour le remboursement en ballon en fin de terme).

[REDACTED]

[REDACTED] préfère prêter des montants plus importants et de préférence à sa clientèle cible et, si possible, dans un contexte de transaction où elle ferait partie d'un club d'au moins deux banques.

Analyse des conditions

Les conditions établies par les neuf institutions intéressées doivent être analysées en tenant compte du contexte et de l'objectif spécifique d'Intragaz, soit la maximisation du levier financier moyen en fonction du tarif approuvé par la Régie, son terme ainsi que celui du contrat avec son client.

Pour atteindre cet objectif, nous avons dégagé les intrants les plus influents sur le levier financier, soit : 1) le ratio du service de la dette (*Debt Service Coverage Ratio*, ou DSCR); 2) le montant du remboursement final (*balloon payment*) à la fin du terme du prêt; et 3) le taux d'intérêt payable sur l'emprunt.

À partir d'un scénario de base, nous avons modélisé qu'une hausse du ratio du service de la dette de 0,05 réduirait le montant total pouvant être emprunté de 2,7 millions de dollars.

Le montant du remboursement final a quant à lui une incidence très importante sur le montant de la dette, puisqu'il permet de maximiser le niveau d'endettement. Ainsi chaque dollar de remboursement ballon à la fin permet de maintenir un dollar d'emprunt pendant toute la durée du prêt et cela favorise un niveau plus élevé d'emprunt moyen.

Enfin, un changement à la hausse du taux d'intérêt de 0,50 % réduirait la capacité d'emprunt d'Intragaz de 2 millions de dollars.

Il est important de noter que les termes et conditions obtenues suite à l'étude de marché évolueront sûrement en fonction du tarif approuvé, des conditions de marché et du résultat de la revue diligente. Sur la base des conditions reçues des différentes institutions et présentées à l'annexe 1, nous croyons que les conditions suivantes devraient servir d'hypothèses pour l'élaboration du scénario de base qui permettra à Intragaz d'élaborer sa demande tarifaire 2013.

Conditions	Conditions obtenues auprès des institutions	Hypothèses retenues
Ratios	[REDACTED]	1,30x
Terme	[REDACTED]	10 ans
Amortissement	[REDACTED]	10 ans
Ballon	[REDACTED]	15 millions \$
Taux d'intérêt (incluant les coûts du swap de 15 à 25 bps)	[REDACTED]	5,75 %
Réserves	[REDACTED]	6 mois de service de dette 12 mois de maintenance
Frais initiaux	[REDACTED]	2 %

Sur la base des hypothèses retenues, nous évaluons qu'Intragaz pourrait être en mesure d'obtenir un prêt de 75 M\$ assorti de remboursements annuels de 6 M\$ et d'un paiement final de 15 M\$ à la fin du terme. Les frais initiaux d'une telle transaction seraient de l'ordre 1,5 M\$ excluant les déboursés reliés à

une telle transaction (frais de consultants, frais légaux, expertises, etc.). Intragaz devrait également maintenir une somme moyenne d'environ 4,3 M\$ dans un compte bloqué, soit l'équivalent de 6 mois de service de la dette.

Annexe 1

Tableau des conditions d'emprunt probables

DÉFINITIONS

CDOR : Canadian Dealer Offered Rate

LIBOR : London Interbank Offered Rate

DSRA : Debt Service Reserve Account

OMRA : Operations & Maintenance Reserve Account

GoC : Government of Canada