



Sondage de marché pour le refinancement d'Intragaz S.E.C.

1 mars 2022

Préambule

Plan A Capital Inc. (« PAC ») a été mandaté par Intragaz S.E.C. (« Intragaz ») afin d'identifier les conditions de financement préliminaires disponibles pour Intragaz, dans le contexte où sa dette de premier rang arrive à échéance en avril 2023 et l'entreprise s'apprête à déposer auprès de la Régie de l'énergie (la Régie) sa nouvelle demande tarifaire 2023-2032.

PAC comprend que les résultats de ce sondage pourront être partagés avec la Régie au soutien de sa demande tarifaire.

Faits saillants

Aux fins de la réalisation de ce mandat, quinze institutions financières ont été sondées par PAC afin de présenter un portrait représentatif du marché actuel. Ces institutions ont été réparties en trois groupes de prêteurs : banques canadiennes, banques étrangères et prêteurs institutionnels (caisse de retraite ou compagnie d'assurance-vie).

Douze (12) des quinze (15) institutions contactées ont accepté de participer au sondage et ont répondu au questionnaire fourni par PAC en soumettant des conditions de financement indicatives. Il est à noter que les institutions ont été sondées sur la base d'un financement « de projet », c'est-à-dire en ne tenant compte que de la situation financière et des actifs propres à Intragaz, sans recours à ses actionnaires.

Les réponses obtenues démontrent généralement un appétit soutenu pour le financement d'Intragaz. Les faits saillants résultant de ces réponses sont exposés ci-après :

- Toutes les institutions intéressées, sauf une, se sont déclarées être en mesure d'offrir un financement sur une période de dix (10) ans, correspondant à la durée anticipée du contrat de services entre Intragaz et Énergir;
- Plusieurs institutions se sont montrées enclines à avancer la totalité des besoins financiers d'Intragaz, sans syndication, alors que certaines banques étrangères ont manifesté le besoin d'avoir la présence d'une banque locale dans la transaction;
- Un écart de crédit sur le taux de référence entre 100 bps et 200 bps, résultant d'un taux d'intérêt entre 3,2% et 4,37% selon les taux de référence au 24 février 2022 (en fonction d'une vie moyenne du prêt présumée de 7 ans);

CONFIDENTIEL

1

- Toutes les institutions intéressées demandent un compte de réserve pour le service de la dette (« DSRA ») de 3 à 6 mois et la plupart des institutions bancaires demandent également un compte de réserve pour les travaux d'entretien majeurs (« MMRA »);
- Plusieurs banques et investisseurs canadiens se sont montrés ouverts à la possibilité d'un amortissement partiel du prêt par un « ballon » de remboursement à échéance;
- Dans tous les cas, les termes, et particulièrement le montant du ballon, devront être soumis à une revue diligente plus approfondie afin d'être confirmés.

Il importe de souligner que les conditions fournies par ces institutions le sont à titre indicatif seulement et pourraient changer, notamment en fonction des tarifs approuvés par le Régie, des résultats de la revue diligente et des conditions générales du marché.

Démarche

PAC a d'abord identifié une liste des institutions susceptibles de participer à un financement de ce type avec l'objectif de constituer un échantillon représentatif des conditions de marché actuel selon trois catégories d'investisseurs :

- Banques ou caisses populaires canadiennes : Institutions ayant une connaissance de l'industrie et du cadre réglementaire local. De nombreuses banques canadiennes font toutefois face à des contraintes pour des prêts d'un terme supérieur à cinq (5) ans;
- Banques étrangères actives au Canada : Certaines grandes institutions étrangères ont la capacité de faire des prêts en dollars canadiens et peuvent disposer de coûts de fonds compétitifs relativement à leurs homologues canadiens, en plus d'avoir la capacité de concéder des prêts d'un terme de dix (10) ans;
- Investisseurs institutionnels : Caisse de retraite ou compagnie d'assurance vie cherchant à fructifier l'avoir de leurs déposants par des placements à long terme, les institutions approchées sont des investisseurs et/ou prêteurs très actifs au Canada dans le domaine de l'énergie et des infrastructures et disposent d'une équipe dédiée à ce type d'investissement avec la capacité de structurer et d'administrer eux-mêmes les transactions.

Considérant le montant du financement envisagé, l'option d'une émission de dette de type obligataire à grande circulation sur le marché par l'intermédiaire d'un courtier n'est pas privilégiée à ce stade en raison des coûts d'agence et des contraintes administratives liées à la présence d'un grand nombre d'investisseurs.

Le tableau ci-dessous présente la liste des quinze institutions identifiées selon leur type :

Type d'institution	Critères de sélection	Institutions sondées
Banque ou caisse populaire canadienne	<ul style="list-style-type: none"> • Connaissance de l'industrie et du cadre réglementaire • Historique de prêts de termes supérieurs à cinq (5) ans 	<ul style="list-style-type: none"> • Banque Nationale du Canada • Banque Scotia • Desjardins • CIBC • Banque Royale du Canada
Banque internationale	<ul style="list-style-type: none"> • Expérience en financement de projet • Capacité de financement en dollars canadiens • Capacité de financement à long terme • Coûts des fonds compétitifs 	<ul style="list-style-type: none"> • CaixaBank (Espagne) • Société Générale (France) • KfW (Allemagne) • Sumitomo Mitsui Banking Corporation (Japon) • Mitsubishi UFJ Financial Group (Japon)
Prêteur institutionnel	<ul style="list-style-type: none"> • Capacité de financement à très long terme • Capacité d'origination • Investisseur pour des sociétés réglementées 	<ul style="list-style-type: none"> • Caisse de dépôt et placement du Québec • iA Groupe Financier • Manuvie • Sun Life • Canada Vie

Un document sommaire d'information accompagné d'un questionnaire a été distribué à chaque institution identifiée. PAC a ensuite organisé un appel téléphonique introductif avec les institutions entre le 7 et le 11 février 2022 afin de présenter le modèle d'affaires d'Intragaz, de mieux comprendre leurs objectifs, ainsi que de recueillir leurs questions et commentaires préliminaires sur la transaction.

Toutes les institutions de la liste ci-dessus ont accepté de participer à un appel téléphonique, à l'exception de [REDACTED] et [REDACTED]. [REDACTED] a toutefois été en mesure de fournir un questionnaire complété avec des termes indicatifs. Douze (12) des quinze (15) institutions sondées ont été en mesure de compléter le questionnaire fourni.

Résultats du sondage

Le tableau ci-dessous résume les réponses obtenues des douze (12) institutions ayant complété le questionnaire fourni par PAC (c.f. Annexe pour le détail de chaque institution):

Condition sondée	Banques canadiennes	Banques étrangères	Prêteurs institutionnels
<i>Taux de réponse</i>	3 sur 5 institutions	5 sur 5 institutions	4 sur 5 institutions
<i>Montant maximum par institution</i>			
<i>Terme maximum</i>			
<i>Montant amortissable à échéance ("ballon")</i>			
<i>Taux d'intérêt</i>			
<i>Frais de structuration</i>			
<i>Comptes de réserve</i>			
<i>Ligne de crédit additionnelle pour fonds de roulement</i>			

* CDOR : Canadian Dealer Offered Rate, le CDOR est un taux variable présumé couvert par un contrat de couverture de taux (swap) – le taux swap retenu de 2,46% est basé sur une échéance de 7 ans correspondant à la vie moyenne du prêt et des taux de référence publiés par Chatham au 24 février 2022 augmentés d'une marge d'intermédiation Swap de 15 bps (<https://www.chathamfinancial.com/technology/canadian-market-rates>)

**GoC : Government of Canada Bond, soit le taux d'une obligation du gouvernement du Canada ayant une vie moyenne équivalente à celle du prêt, le taux est alors fixé à la clôture financière pour la durée du prêt – le taux GoC retenu est de 1,76% basé sur une échéance de 7 ans correspondant à la vie moyenne du prêt et des taux de référence publiés par Chatham au 24 février 2022 (<https://www.chathamfinancial.com/technology/canadian-market-rates>)

Dans le résumé ci-dessus et pour les fins l'analyse qui a donné lieu à la sélection des hypothèses retenues, nous avons effectué les ajustements suivants :

Analyse des réponses

Les conditions indicatives obtenues des douze (12) institutions ayant participé au sondage varient selon le type d'institutions sondées. Le tableau ci-dessous résume les principaux avantages et inconvénients liés à chaque type d'institution :

Institutions	Forces	Faiblesses
<i>Banques canadiennes</i>	<ul style="list-style-type: none"> ○ Administration effectuée localement ○ Relations existantes avec Intragaz ou d'autres sociétés de l'industrie ○ Compréhension du cadre réglementaire ○ Ouvert à la présence d'un ballon substantiel 	<ul style="list-style-type: none"> ○ La durée du prêt qui se situe au maximum de la fourchette historiquement consentie par les banques canadiennes ○ Une exposition déjà importante au secteur pourrait limiter l'intérêt pour la transaction
<i>Banques étrangères</i>	<ul style="list-style-type: none"> ○ Coûts des fonds compétitifs par rapport aux banques canadiennes ○ Appétit pour des prêts à long terme 	<ul style="list-style-type: none"> ○ À l'exception de ■ qui ne pourrait offrir un financement qu'à hauteur de 33% du montant visé, peu d'appétit pour remboursement ballon ○ Frais de structuration élevés ○ Certaines banques ne peuvent participer à la transaction sans une banque locale avec laquelle les conditions devront être alignées
<i>Prêteurs institutionnels</i>	<ul style="list-style-type: none"> ○ Base de référence GoC présentement avantageuse vs. swap de taux d'intérêt ○ Ouvert à la présence d'un ballon substantiel ○ Très fort intérêt pour le terme et la catégorie d'actifs 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Ratios de couverture plus conservateurs ○ Flexibilité restreinte sur les autres conditions (ex. : pas de possibilité de ligne de crédit additionnelle)

Ces conditions doivent être interprétées en fonction de la stratégie et des objectifs d'Intragaz en termes de levier financier et de flexibilité opérationnelle.

Dans cette optique, les banques canadiennes semblent offrir à ce stade un bon compromis compétitivité/flexibilité/certitude d'exécution alors qu'un placement privé auprès d'un ou de plusieurs prêteurs institutionnels pourrait être une option intéressante si l'offre des banques

canadiennes pour un terme de dix (10) ans devait se résorber. Cependant, les prêteurs institutionnels offrent des termes moins flexibles.

Enfin les réticences à la présence d'un ballon, les coûts de structuration, le manque de familiarité avec le cadre réglementaire canadien et québécois et la gestion du prêt via un agent administratif en dehors du pays rendent les banques étrangères moins attractives sur la base des termes indicatifs reçus.

Hypothèses financières retenues

Sur la base de l'analyse des résultats présentés en annexe, PAC est d'avis que les conditions suivantes pourraient servir d'hypothèses raisonnables résultant des conditions de marché actuelles pour l'élaboration du scénario de base dans le cadre de la demande tarifaire d'Intragaz 2023-2032 :

Condition	Hypothèse retenue
<i>Terme</i>	10 ans
<i>Montant amortissable à échéance ("ballon")</i>	25 M\$ ou environ 25% de la valeur du prêt
<i>Taux d'intérêt</i>	4,00%
<i>Frais de structuration</i>	0,75% de la valeur du prêt
<i>Comptes de réserve</i>	6 mois pour le service de la dette, 12 mois pour le compte de réserve pour l'entretien majeur

Il est important de rappeler que ces paramètres sont sujet à l'évolution des conditions et de la liquidité du marché ainsi qu'aux résultats de revue diligente des prêteurs, car les montants du ballon à échéance et les ratios de couverture ont une incidence directe sur le montant de dette pouvant être obtenu par Intragaz. Il sera donc nécessaire de confirmer ces éléments ultérieurement, en parallèle avec une veille de l'évolution des conditions de marché et du tarif approuvé par la Régie.

Annexe – Réponses reçues

TERMES INDICATIFS SEULEMENT SUJETS À REVUE DILIGENTE APPROFONDIE

Condition sondée						
<i>Montant maximum</i>						
<i>Terme maximum</i>						
<i>Montant amortissable à échéance ("ballon")</i>						
<i>Taux d'intérêt</i>						
<i>Frais de structuration</i>						
<i>Comptes de réserve</i>						
<i>Ligne de crédit additionnelle pour fonds de roulement</i>						

Condition sondée						
<i>Montant maximum</i>						
<i>Terme maximum</i>						
<i>Montant amortissable à échéance ("ballon")</i>						
<i>Taux d'intérêt</i>						
<i>Frais de structuration</i>						
<i>Comptes de réserve</i>						
<i>Ligne de crédit additionnelle pour fonds de roulement</i>						