

**MISE À JOUR DU COMPLÉMENT DE  
PREUVE SUR LA  
PROPOSITION DE RECONDUCTION  
DU TAUX DE RENDEMENT  
POUR LES ANNÉES FINANCIÈRES  
2026 ET 2027**

## **TABLE DES MATIÈRES**

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>3</b>
<b>1 ANALYSE QUANTITATIVE .....</b>	<b>3</b>
1.1 ÉVOLUTION DU TAUX SANS RISQUE .....	3
1.2 DONNÉES SUR L'ÉLÉMENT « BÊTA » .....	5
1.3 PRIME DE RISQUE DE MARCHÉ.....	6
1.4 CONSTAT SUR L'ÉVOLUTION QUANTITATIVE .....	7
<b>2 ANALYSE QUALITATIVE DU RISQUE D'ENTREPRISE .....</b>	<b>8</b>
2.1 RISQUES RÉGLEMENTAIRES ET LÉGAUX.....	8
2.2 RISQUES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES.....	9
2.3 RISQUE SOCIAL.....	10
2.4 CONSTAT SUR L'ÉVOLUTION QUALITATIVE DU RISQUE.....	10
<b>3 RÉFLEXION SUR UN MODÈLE PARAMÉTRIQUE POUR ÉTABLIR UN     TAUX DE RENDEMENT .....</b>	<b>10</b>
<b>CONCLUSION .....</b>	<b>11</b>

## **INTRODUCTION**

1 Dans sa décision partielle D-2025-043, la Régie de l'énergie (Régie) demandait à Énergir, s.e.c.  
2 (Énergir) de déposer une mise à jour du complément de preuve déposée dans le dossier  
3 R-4287-2024, relatif au soutien de sa demande de reconduction du taux de rendement de 8,9 %<sup>1</sup>.  
4 Toujours dans cette décision, la Régie demandait à Énergir de commenter l'opportunité d'établir,  
5 pour les prochaines années, un modèle paramétrique pour l'établissement d'un taux de  
6 rendement sur les capitaux propres.

7 La présente vise à répondre à ces demandes en reprenant essentiellement les mêmes éléments  
8 que ceux présentés dans le dossier R-4287-2024.

## **1 ANALYSE QUANTITATIVE**

9 Énergir a effectué une mise à jour de l'analyse quantitative sur l'évolution de chacun des  
10 paramètres du modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉAF). Selon ce modèle, le coût du  
11 capital d'un actif financier est déterminé par la formule suivante :

$$12 \quad \text{Coût du capital} = \text{Taux sans risque} + \text{Bêta} \times \text{Prime de risque de marché}$$

13 La Régie utilise cependant une méthode plus complexe que celle qui sera présentée dans les  
14 sections suivantes pour la détermination des éléments du MÉAF, ce qui permet d'expliquer les  
15 écarts entre le taux de 8,9 % approuvé en 2022 et les paramètres de la formule du MÉAF  
16 présentés ici.

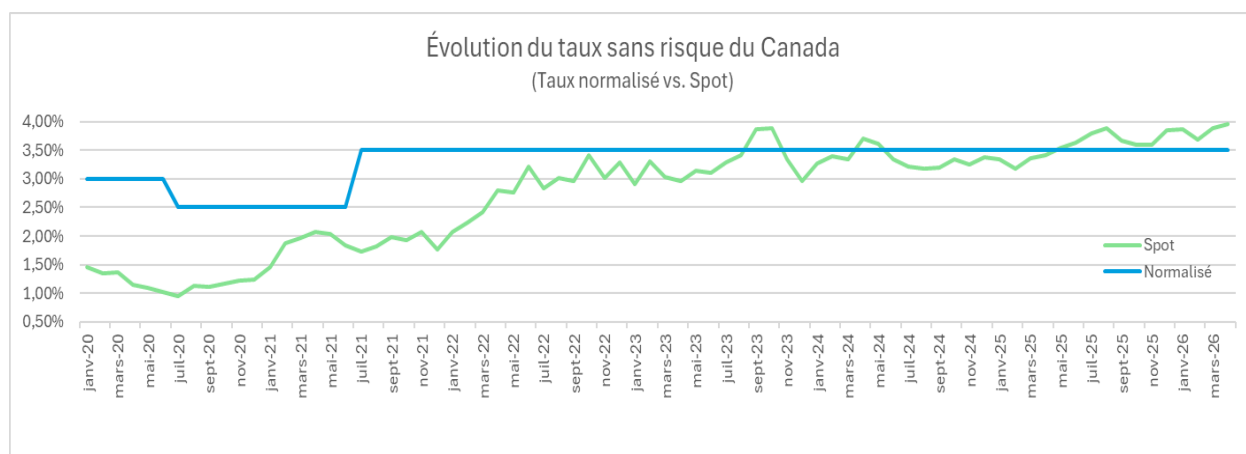
### **1.1 ÉVOLUTION DU TAUX SANS RISQUE**

17 Le graphique 1 présente l'évolution du taux sans risque (taux sans risque normalisé vs rendement  
18 « spot » des obligations à long terme du gouvernement du Canada).

---

<sup>1</sup> Dossier R-4287-2024, phase 1, pièce B-0016, Énergir-E, Document 5.

Graphique 1



1 Ce graphique illustre que le taux sans risque normalisé<sup>2</sup> a augmenté de 100 à 150 Bps depuis  
 2 juin 2021. Dans une perspective de détermination de coût en capital pour un investisseur  
 3 canadien, l'utilisation de taux sans risque normalisé procure une vision à long terme plus  
 4 stable dans un contexte de politiques monétaires actives et d'équilibre géopolitique fragile.  
 5 Depuis août 2022, Kroll<sup>3</sup> suggère donc d'utiliser 3,5 %<sup>3 4</sup> comme taux sans risque pour le  
 6 Canada (comparativement à 2,5 % en 2021) ou le taux en vigueur si ce dernier est plus élevé  
 7 que le taux normalisé. On remarque une tendance à la hausse depuis le début 2026, qui se  
 8 rapproche plus de l'ordre du 4,0%.

9 Selon l'approche normalisée, le taux sans risque applicable aux investisseurs canadiens  
 10 aurait donc augmenté de 100 à 150 Bps entre 2021 et 2026, soit des attentes de rendement  
 11 sans risque plus élevées en 2026.

<sup>2</sup> Le taux sans risque normalisé correspond à la recommandation de Kroll, LLC en matière de taux sans risque applicable au marché canadien utilisant le rendement des obligations à long terme du Canada comme référence, mais qui signifie – dans un contexte de détermination du coût en capital pour un investisseur canadien – que pour les mois où le taux sans risque est jugé anormalement bas, un substitut pour un taux sans risque durable à plus long terme est utilisé. (source : <https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/cost-of-capital/kroll-canada-erp-rf-table-2022.pdf>).

<sup>3</sup> Source : [https://vasdc8grscoc.blob.core.windows.net/files/20220913\\_Normalized-Rf-Assumptions-for-Canada-UK-August2022-external\\_Final.pdf](https://vasdc8grscoc.blob.core.windows.net/files/20220913_Normalized-Rf-Assumptions-for-Canada-UK-August2022-external_Final.pdf).

<sup>4</sup> Source : [https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/cost-of-capital/normalized-risk-free-rates-canada-uk-september-2022.pdf?\\_ga=2.118788558.611197787.1737139135-1612038439.1737139135](https://media-cdn.kroll.com/jssmedia/cost-of-capital/normalized-risk-free-rates-canada-uk-september-2022.pdf?_ga=2.118788558.611197787.1737139135-1612038439.1737139135).

## 1.2 DONNÉES SUR L'ÉLÉMENT « BÊTA »

- 1 En 2026, Énergir a mis à jour l'analyse des Bêta pour des entreprises comparables.
- 2 Le tableau suivant présente les résultats d'une analyse de volatilité du marché avant et après
- 3 juin 2021, selon l'échantillonnage bâti par Énergir permettant de tester rapidement les variations
- 4 du marché.

**Tableau 1**  
**Bêta non ajusté avant juin 2021**

Symbole	Nom	Bêta
TSX:TRP	TC Energy Corporation	0,785
TSX:ENB	Enbridge Inc.	0,841
TSX:ALA	AltaGas Ltd.	0,866
NYSE:PPL	PPL Corporation	0,812
NYSE:UTL	Unitil Corporation	0,821
NYSE:NWN	Northwest Natural Gas	0,884
NYSE:NJR	New Jersey Resources Corporation	1,106
NYSE:NFG	National Fuel Gas Company	0,695
NYSE:CPK	Chesapeake Utilities Corporation	0,855
NYSE:ES	Eversource Energy	0,630
	<b>MOYENNE</b>	<b>0,829</b>
	<b>MÉDIANE</b>	<b>0,831</b>

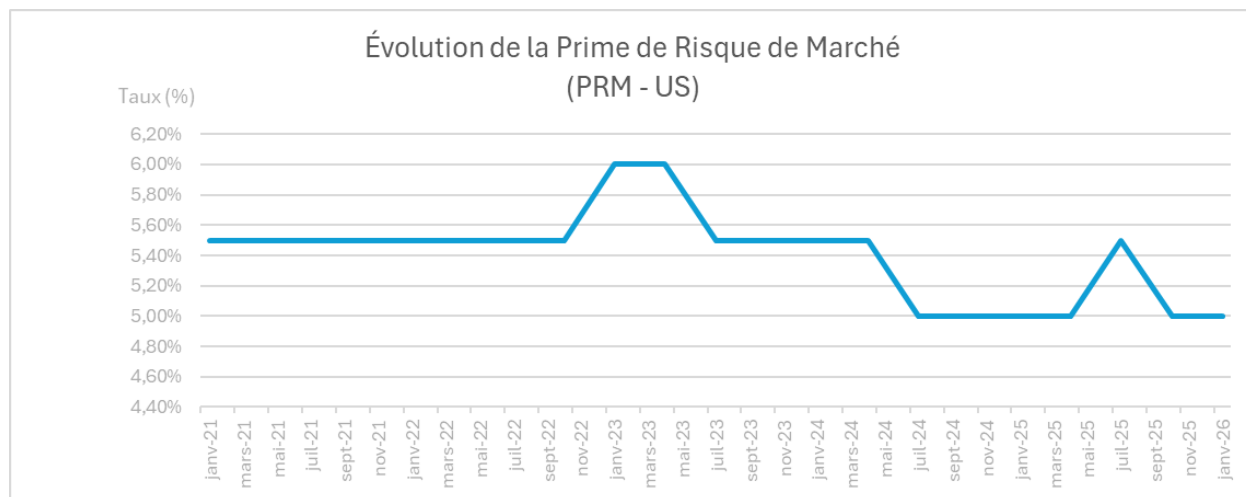
**Tableau 2**  
**Bêta non ajusté après juin 2021**

Symbole	Nom	Bêta
TSX:TRP	TC Energy Corporation	0,298
TSX:ENB	Enbridge Inc.	0,191
TSX:ALA	AltaGas Ltd.	0,224
NYSE:PPL	PPL Corporation	0,401
NYSE:UTL	Unitil Corporation	0,466
NYSE:NWN	Northwest Natural Gas	0,437
NYSE:NJR	New Jersey Resources Corporation	0,433
NYSE:NFG	National Fuel Gas Company	0,608
NYSE:CPK	Chesapeake Utilities Corporation	0,496
NYSE:ES	Eversource Energy	0,595
	<b>MOYENNE</b>	<b>0,415</b>
	<b>MÉDIANE</b>	<b>0,435</b>

1 Cette analyse comparative illustre une baisse de la volatilité de l'industrie selon l'échantillonnage  
2 retenu. D'un bêta non ajusté moyen variant entre 0,829 et 0,831 en 2021, l'analyse démontre que  
3 celui-ci est maintenant dans une fourchette de 0,415 et 0,435, soit une baisse moyenne de  
4 volatilité de l'ordre de 0,405, ce qui est en deçà de la fourchette retenue par la Régie dans sa  
5 décision D-2022-119.

### **1.3 PRIME DE RISQUE DE MARCHÉ**

6 Le graphique 2 présente l'évolution de la prime de risque à l'équité entre 2021 et 2026, basée sur  
7 les données du marché américain.

Graphique 2<sup>5</sup>

- 1 Ces données démontrent que la prime de risque à l'équité est passée de 5,5 % en 2021 à 5,0 %  
 2 en début 2026. Cette baisse de 0,5 % – une fois appliquée à la fourchette retenue par la Régie  
 3 dans sa décision D-2022-119 (entre 5,5 % et 6,0 %) – résulte donc en une fourchette qui se  
 4 situerait maintenant entre 5,0% et 5,5 %.

#### 1.4 CONSTAT SUR L'ÉVOLUTION QUANTITATIVE

- 5 En conclusion, Énergir est d'avis que la hausse des taux sans risque est compensée par la baisse  
 6 de la prime de risque de marché et la réduction de la volatilité des entreprises comparables  
 7 illustrée par la baisse du bêta. Lorsque combinés, ces éléments quantitatifs génèrent un résultat  
 8 de MÉAF similaire à celui qui prévalait lors de la décision D-2022-119 de la Régie. Énergir  
 9 souligne cependant qu'elle n'a pas réévalué les autres éléments du calcul du taux de rendement,  
 10 soit : les frais d'émissions, l'ajustement pour tenir compte des écarts historiques du MÉAF et de  
 11 la méthode d'actualisation des flux monétaires (AFM) ainsi que l'ajustement spécifique pour le  
 12 risque d'Énergir que la Régie avait autorisé lors de la décision D-2022-119.

<sup>5</sup> [Kroll U.K. Normalized Risk free Rate](#)

## **2 ANALYSE QUALITATIVE DU RISQUE D'ENTREPRISE**

1 Selon Énergir, les conditions entourant son risque d'affaires et qui prévalaient lors de la dernière  
2 évaluation du taux de rendement – laquelle avait conduit la Régie à accorder un taux de  
3 rendement de 8,9 % – sont toujours présentes et poursuivent leur évolution.

4 À cet effet, Énergir a fait le constat de l'évolution des risques depuis le dernier dossier de taux de  
5 rendement et souligne que des changements sont survenus dans l'évolution des principaux  
6 éléments composant son risque d'affaires depuis la décision D-2022-119 de la Régie. Ces  
7 changements sont décrits ci-après.

### **2.1 RISQUES RÉGLEMENTAIRES ET LÉGAUX**

8 Énergir a constaté les évolutions suivantes dans son environnement réglementaire et légal :

- 9 • Des règlements ou projets de règlements municipaux, provinciaux et fédéraux visant à  
10 restreindre l'utilisation du gaz naturel dans certains marchés ont été annoncés ou mis en  
11 vigueur<sup>6</sup> <sup>7</sup>. Ces règlements visent le marché du bâtiment, lequel représente une part  
12 importante des revenus d'Énergir, induisant ainsi des défis à long terme. Par exemple :
  - 13 ○ Ville de Montréal : La Ville interdit l'installation d'appareils de chauffage au gaz  
14 naturel pour les nouveaux petits bâtiments depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2024 et pour les  
15 nouveaux grands bâtiments à partir du 1<sup>er</sup> avril 2025, sauf si, dans le cas des  
16 nouveaux grands bâtiments, les émissions proviennent uniquement de gaz naturel  
17 renouvelable<sup>8</sup>;
  - 18 ○ Gouvernement du Québec<sup>9</sup> : le gouvernement a publié le 22 avril 2026 le projet de  
19 *Règlement modifiant le Règlement concernant le gaz de source renouvelable*.  
20 Celui-ci exige d'Énergir qu'il livre du GSR à la hauteur de 10 % et 16 %  
21 respectivement pour les clients résidentiels, commerciaux et institutionnels  
22 existants de moins de 5 000 m<sup>3</sup> et de 5 000 m<sup>3</sup> et plus à l'horizon 2032-2033.

---

<sup>6</sup> Communauté métropolitaine de Montréal, Ville de Montréal, Gouvernement du Québec.

<sup>7</sup> Ville de Montréal, Ville de Prévost, Ville de Candiac, Ville de Mont Saint-Hilaire.

<sup>8</sup> <https://montreal.ca/articles/nouveaux-batiments-interdiction-des-appareils-de-chauffage-combustion-61223>.

<sup>9</sup> <https://www.quebec.ca/nouvelles/actualites/details/encadrement-du-gaz-naturel-dans-le-secteur-des-batiments-un-plan-pour-atteindre-100-denergies-renouvelables-a-lhorizon-2040-59617>.

1 Ce taux serait établi à 100 % pour les clients résidentiels, commerciaux et  
2 institutionnels desservis à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2026;

- 3 • Le contexte légal encadrant les activités des distributeurs a évolué avec la mise en place  
4 de la *Loi assurant la gouvernance responsable des ressources énergétiques et modifiant*  
5 *diverses dispositions législatives (LQ 2025, c 24)*, ayant entre autres pour effet de traiter  
6 désormais les dossiers tarifaires d'Énergir sur une base triennale;
- 7 • Le Plan de gestion intégrée des ressources énergétiques (PGIRE), qui devrait être rendu  
8 public au printemps ou à l'été 2026, évaluera la place et le rôle du gaz naturel dans le mix  
9 énergétique québécois. Cet exercice pourrait avoir des impacts sur les activités du  
10 distributeur;
- 11 • Les décisions politiques limitant la hausse des tarifs d'Hydro-Québec nuisent à la position  
12 concurrentielle du gaz naturel. En effet, la compétitivité du gaz naturel est mise sous  
13 pression du fait des limites imposées par le gouvernement sur les hausses tarifaires  
14 permises par le distributeur électrique. La croissance de l'inflation, qui a été plus  
15 importante que les augmentations autorisées, réduit l'avantage concurrentiel de la  
16 distribution gazière contre l'électricité;
- 17 • Fortis BC, souvent utilisée dans les comparatifs avec Énergir, a vu sa prime de risque  
18 augmenter et son taux de rendement autorisé passer de 8,65 % à 9,65 % lors de sa  
19 dernière évaluation en juillet 2024;
- 20 • Évolution des obligations de divulgation, notamment le Task Force on Climate Related  
21 Financial Disclosures (TCFD) et l'International Sustainability Standards Board (ISSB).

## 2.2 RISQUES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES

22 Énergir a constaté les évolutions suivantes dans son environnement économique et politique.

- 23 • Depuis l'élection présidentielle américaine de l'automne 2024, l'incertitude économique  
24 s'est accélérée au Québec et au Canada, notamment avec l'avènement de nouveaux  
25 risques géopolitiques, incluant la mise en place de tarifs douaniers perturbateurs pouvant  
26 avoir des impacts importants, notamment sur la clientèle industrielle d'Énergir;

- 1       • La croissance économique au Québec est anémique, ce qui fragilise l’environnement  
2       économique dans lequel évoluent les clients d’Énergir et peut mettre à risque leur santé  
3       financière ou leurs projets de croissance et développement.

### **2.3 RISQUE SOCIAL**

4       Au niveau social, Énergir dénote le développement d’un écosystème associatif qui questionne ou  
5       remet en question plusieurs initiatives d’Énergir et d’autres distributeurs gaziers, dont les mesures  
6       de décarbonation.

### **2.4 CONSTAT SUR L’ÉVOLUTION QUALITATIVE DU RISQUE**

7       Énergir constate que l’ensemble des éléments cités précédemment est susceptible d’augmenter  
8       son risque d’affaires. Toutefois, contrairement à un dossier complet d’étude du taux de  
9       rendement, elle n’a pas procédé à une analyse comparative de l’évolution de ses risques par  
10      rapport à des entités similaires.

## **3 RÉFLEXION SUR UN MODÈLE PARAMÉTRIQUE POUR ÉTABLIR UN TAUX DE RENDEMENT**

11      Au paragraphe 22 de sa décision D-2025-043, la Régie mentionne :

12           [22] *Par ailleurs, la Régie estime qu’une approche dynamique à l’établissement du taux de*  
13           *rendement, permettant une révision périodique de celui-ci afin qu’il puisse être adapté aux réalités*  
14           *du marché et à l’évolution des grands paramètres économiques, pourrait être à propos. La Régie*  
15           *est d’avis qu’une telle approche, basée sur une formule paramétrique par exemple, pourrait*  
16           *favoriser l’efficacité réglementaire.*

17      Au paragraphe 23, elle ajoute :

18           [23] [...] *Elle lui demande également de commenter l’opportunité d’établir, pour les années*  
19           *subséquentes, un modèle paramétrique pour l’établissement d’un taux de rendement sur*  
20           *les capitaux propres.*

21      Énergir est d’avis qu’il serait plus approprié de commenter cette possibilité lorsqu’elle  
22      déposera les analyses demandées par la Régie dans le cadre de sa décision D-2026-011. En  
23      effet dans cette décision, la Régie mentionne que :

1 [68] En conséquence de ce qui précède, la Régie considère que lors de l'examen du mode de  
2 partage et du mécanisme de découplage pour le service de distribution, le Distributeur devra fournir  
3 une analyse complète des impacts de chacun de ces éléments d'encadrements réglementaires,  
4 tant pour les clients que pour les actionnaires, depuis l'année 2019-2020.

5 [69] La Régie demande à Énergir de lui identifier les impacts de ces éléments d'encadrements  
6 réglementaires lors de la révision de son taux de rendement. Ainsi, lors de l'examen du mode de  
7 partage et du mécanisme de découplage, et de la détermination du taux de rendement, elle lui  
8 demande d'identifier les impacts interreliés de ces éléments d'encadrement au niveau de la prise  
9 en compte du risque d'affaires du Distributeur et du niveau de risque absorbé par la clientèle.

10 Ainsi considérant l'analyse détaillée des éléments d'encadrement réglementaire demandée par  
11 la Régie lors de la révision du taux de rendement, il semble donc approprié de commenter au  
12 même moment la possibilité d'utiliser une formule paramétrique pour établir le taux de rendement.

## CONCLUSION

13 **Énergir demande à la Régie :**

- 14 • de prendre acte de la mise à jour du complément de preuve et de s'en déclarer  
15 satisfaite;
- 16 • de prendre acte qu'Énergir commentera la possibilité d'utiliser une formule  
17 paramétrique pour établir son taux de rendement dans l'analyse qu'elle déposera  
18 en suivi de la décision D-2026-011.