

Rapport de gestion

Mode de présentation

Le présent rapport de gestion a été préparé en date du 6 août 2025 et il passe en revue les résultats d'exploitation ainsi que la situation financière de South Bow Corporation et de ses filiales (collectivement, « South Bow » ou la « société »). Ce rapport de gestion doit être lu à la lumière des états financiers consolidés intermédiaires non audités ci-joints de South Bow au 30 juin 2025 et pour le trimestre et le semestre clos à cette date et des notes y afférentes (les « états financiers ci-joints »), ainsi que des états financiers consolidés annuels audités de South Bow aux 31 décembre 2024 et 2023 et pour les exercices clos à ces dates et des notes y afférentes (les « états financiers annuels ») et du rapport de gestion ci-joint pour l'exercice clos le 31 décembre 2024, qui sont tous disponibles sur le site Web de South Bow au www.southbow.com, sous le profil de South Bow sur SEDAR+ au www.sedarplus.ca, et dans les documents déposés par South Bow auprès de la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») des États-Unis au www.sec.gov.

À moins d'indication contraire, tous les chiffres financiers qui figurent dans le présent rapport de gestion sont en dollars américains.

Le 1^{er} octobre 2024, la société a réalisé la scission par rapport à Corporation TC Énergie (l'« ancienne société mère » ou « TC Énergie ») et a formé une nouvelle société cotée en bourse (la « scission »). Pour les périodes correspondantes antérieures à la date de la scission, les états financiers ci-joints sont les états financiers détachés combinés du secteur Pipelines de liquides de TC Énergie et ils présentent les résultats d'exploitation, le résultat étendu, les flux de trésorerie, les variations des capitaux propres et la situation financière historiques comme si la société avait toujours existé et exercé ses activités en tant qu'entité autonome présentant l'information financière.

Le présent rapport de gestion contient des mesures financières non conformes aux PCGR et des énoncés prospectifs. Il y a lieu de se reporter aux rubriques « Mesures financières déterminées » et « Informations prospectives » du présent rapport de gestion pour plus de détails. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Glossaire » pour les abréviations couramment utilisées dans le présent rapport de gestion.

Profil de la société

Aperçu de South Bow

South Bow est une société d'infrastructures énergétiques qui possède et exploite des pipelines de liquides et des installations d'importance critique au Canada et aux États-Unis, reliant de façon sécuritaire et fiable d'importantes sources d'approvisionnement en pétrole brut aux principaux marchés de raffinage et de demande du Midwest américain et de la côte américaine du golfe du Mexique. South Bow cherche à optimiser ses actifs, à investir stratégiquement pour accroître durablement ses flux de trésorerie et à verser un dividende significatif lorsque le conseil d'administration de South Bow (le « conseil ») en déclare un, sous les réserves d'usage en concernant la déclaration. La majorité des produits de South Bow sont générés au moyen de contrats de transport fermes à long terme, aux termes desquels les clients ont accès à la capacité en échange d'un paiement mensuel ferme.

South Bow adopte une approche disciplinée en matière de répartition du capital afin de préserver la souplesse et de maximiser le rendement total pour les actionnaires à long terme. Les priorités de la société en matière de répartition du capital prennent appui sur la solidité financière et sont soutenues par les flux de trésorerie stables et prévisibles de South Bow. Les priorités de South Bow en matière de répartition du capital sont notamment le versement d'un dividende de base durable, le renforcement de la situation financière de première qualité de la société et la mise à profit de l'infrastructure existante dans le corridor stratégique de South Bow pour offrir aux clients des raccordements concurrentiels et davantage d'options.

South Bow compte trois secteurs à présenter : Réseau d'oléoducs Keystone, Commercialisation et Intérieur de l'Alberta et autres.

Faits saillants financiers

En millions de dollars US, sauf les montants par action et les ratios et sauf indication contraire	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Résultats financiers				
Produits	524	554	1 022	1 098
Bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	13	13	26	25
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	126	110	240	256
BAIIA normalisé ¹	250	241	516	539
Flux de trésorerie distribuables ¹	167	90	324	276
Dépenses d'investissement ²	34	20	66	32
Bénéfice net	96	88	184	200
Nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation - dilué (en millions) ³	208,8	207,6	208,7	207,6
Bénéfice net par action – dilué ³	0,46	0,42	0,88	0,96
Bénéfice net normalisé ¹	87	71	185	185
Bénéfice net normalisé par action - dilué ^{1,3}	0,42	0,34	0,89	0,89
Dividendes déclarés	104	—	208	—
Dividendes par action	0,50	—	1,00	—
Total de la dette à long terme ⁴	5 774	5 905	5 774	5 905
Dette nette ¹	4 903	5 578	4 903	5 578
Ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé ¹	4,6	5,0	4,6	5,0
Résultats d'exploitation				
Facteur d'exploitation du réseau Keystone (%) ⁵	93	94	95	95
Débit de l'oléoduc Keystone (kb/j)	544	623	578	633
Débit du tronçon de la côte américaine du golfe du Mexique du réseau d'oléoducs Keystone (kb/j) ⁶	760	802	744	790
Débit de Marketlink (kb/j)	625	622	588	602

1. Mesure financière ou ratio non conforme aux PCGR qui n'a pas de signification normalisée selon les principes comptables généralement reconnus (« PCGR ») et qui peut ne pas être comparable à des mesures similaires présentées par d'autres entités. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

2. Dépenses d'investissement selon les activités d'investissement inscrites aux états consolidés des flux de trésorerie dans les états financiers ci-joints.

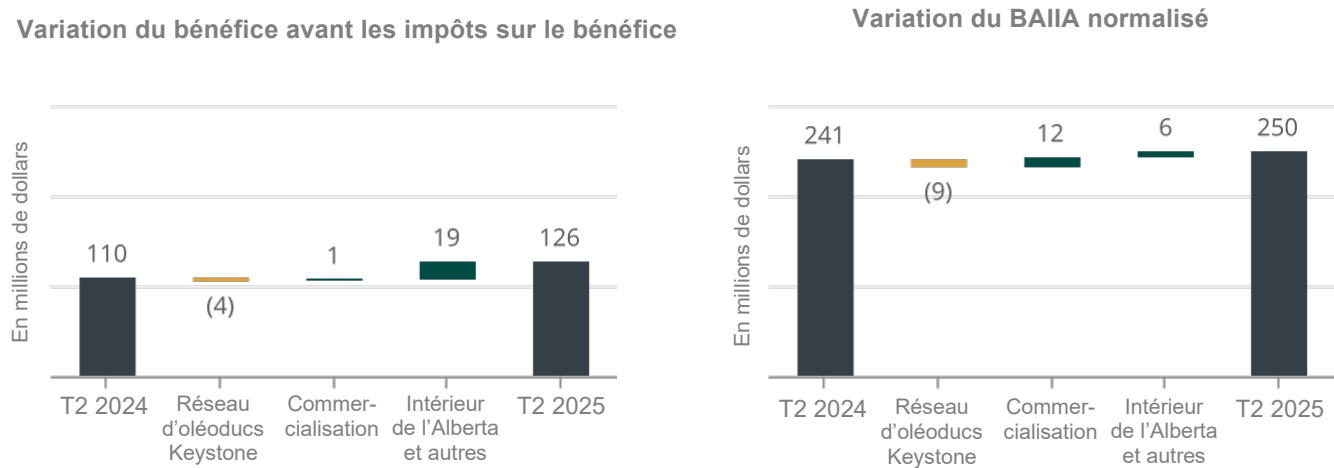
3. Le 1^{er} octobre 2024, South Bow a réalisé la scission par rapport à son ancienne société mère et a commencé à exercer ses activités en tant que société ouverte indépendante. Les données par action pour la période correspondante ont été calculées en fonction des 207,6 millions d'actions en circulation le 1^{er} octobre 2024, immédiatement après la scission.

4. Le total de la dette à long terme au 30 juin 2025 comprend les billets de premier rang non garantis (les « billets de premier rang ») et les billets subordonnés de rang inférieur (les « billets de rang inférieur ») de la société selon les bilans consolidés qui font partie des états financiers ci-joints. Le total de la dette à long terme au 30 juin 2024 comprend la dette à long terme de la société envers des sociétés liées à son ancienne société mère.

5. Le facteur d'exploitation du réseau mesure la capacité de South Bow à acheminer du pétrole brut au débit maximal planifié de l'oléoduc Keystone.

6. Comprend le débit en provenance de Hardisty, en Alberta, transporté par l'oléoduc Keystone et le débit en provenance de Cushing, en Oklahoma, transporté par Marketlink à destination de la côte américaine du golfe du Mexique.

Variation du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice et du BAIIA normalisé (Trimestre clos le 30 juin 2025)



Pour le trimestre clos le 30 juin 2025, le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice a augmenté pour s’établir à 126 millions de dollars, contre 110 millions de dollars pour la période correspondante de 2024.

La diminution du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du secteur Réseau d’oléoducs Keystone est principalement attribuable au recul des produits découlant de la baisse de la demande du marché de capacité non visée par des engagements et à la diminution des volumes expédiés par suite de l’incident survenu à la borne kilométrique 171, comme il est décrit plus en détail à la rubrique « Faits récents » du présent rapport de gestion. Cette baisse des produits a été partiellement contrebalancée par une augmentation des droits variables estimatifs perçus au cours du trimestre clos le 30 juin 2025 par rapport à 2024.

Le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du secteur Commercialisation de la société pour le trimestre clos le 30 juin 2025 a légèrement augmenté par rapport à la période correspondante de 2024, la diminution des produits ayant été compensée par la baisse des coûts associés essentiellement aux achats de produits de base et aux coûts de transport.

L’augmentation du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du secteur Intérieur de l’Alberta et autres est principalement attribuable à la baisse des intérêts débiteurs constatés au deuxième trimestre de 2025 sur la dette à long terme de South Bow, comparativement à la dette à long terme de la société envers des sociétés liées à son ancienne société mère détenue en 2024, de même qu’à la diminution des charges d’exploitation engagées au cours du trimestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024.

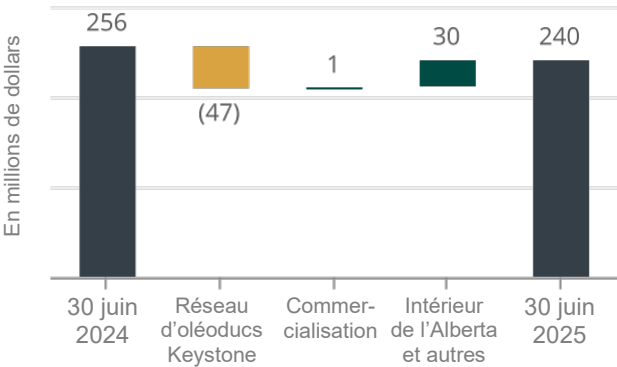
Le BAIIA normalisé de South Bow pour le trimestre clos le 30 juin 2025 a augmenté pour atteindre 250 millions de dollars, contre 241 millions de dollars pour la période correspondante de 2024. L’augmentation du BAIIA normalisé est principalement attribuable à la hausse du BAIIA normalisé dans les secteurs Commercialisation et Intérieur de l’Alberta et autres de la société, contrebalancée en partie par une diminution du BAIIA normalisé du réseau d’oléoducs Keystone résultant essentiellement du recul du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice de ce secteur dont il est question ci-dessus.

Au deuxième trimestre de 2025, le BAIIA normalisé du secteur Commercialisation a enregistré une augmentation par rapport au deuxième trimestre de 2024, principalement en raison de la hausse des gains réalisés sur les instruments de gestion des risques et de la baisse des coûts liés essentiellement à l’achat de produits de base et aux coûts de transport, qui a été partiellement contrebalancée par la diminution des produits générés au cours de la période.

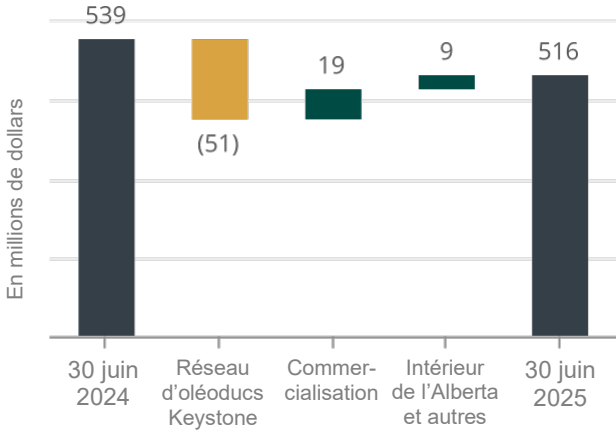
L’augmentation du BAIIA normalisé du secteur Intérieur de l’Alberta et autres est principalement attribuable à la baisse des coûts d’exploitation au cours du trimestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

Variation du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice et du BAIIA normalisé (Semestre clos le 30 juin 2025)

Variation du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice



Variation du BAIIA normalisé



Pour le semestre clos le 30 juin 2025, le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice a diminué pour s'établir à 240 millions de dollars, contre 256 millions de dollars pour la période correspondante de 2024.

La diminution du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du réseau d'oléoducs Keystone pour le semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024 est principalement attribuable à la baisse des produits générés au cours de la période de 2025 en raison de la diminution de la demande de capacité non visée par des engagements et du débit global du réseau d'oléoducs Keystone, du fait notamment des réductions dues à l'incident survenu à la borne kilométrique 171. Au cours du semestre clos le 30 juin 2024, la société a expédié des volumes non visés par des engagements plus importants en raison de la forte demande et des possibilités qu'offrait le marché. La baisse des produits a été partiellement contrebalancée par une augmentation des droits variables estimatifs perçus au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à 2024.

Le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du secteur Commercialisation de la société a légèrement augmenté au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024, la diminution des produits ayant été compensée par la baisse des coûts associés essentiellement aux achats de produits de base et aux coûts de transport.

Le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du secteur Intérieur de l'Alberta et autres de la société a augmenté au premier semestre de 2025 en raison de la baisse des intérêts débiteurs constatés sur la dette à long terme de South Bow en 2025, comparativement à la dette à long terme de la société envers des sociétés liées à son ancienne société mère détenue en 2024, et de la diminution des charges d'exploitation au cours de la période de 2025.

Le BAIIA normalisé pour le semestre clos le 30 juin 2025 a diminué pour s'établir à 516 millions de dollars, contre 539 millions de dollars pour la période correspondante de 2024, en raison de la baisse du BAIIA normalisé du réseau d'oléoducs Keystone, contrebalancée en partie par la hausse du BAIIA normalisé des secteurs Commercialisation et Intérieur de l'Alberta et autres de la société.

La diminution du BAIIA normalisé du réseau d'oléoducs Keystone est principalement attribuable à la baisse des produits au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024, comme il est indiqué dans l'analyse du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice ci-dessus. Le recul du BAIIA normalisé du secteur Réseau d'oléoducs Keystone a été partiellement contrebalancé par une augmentation du BAIIA normalisé du secteur Commercialisation, principalement attribuable à des gains réalisés plus élevés sur les instruments de gestion des risques comptabilisés au cours de la période et à une baisse des coûts liés à l'achat et au transport de produits de base, partiellement contrebalancés par une diminution des produits découlant de la baisse des volumes vendus à des prix plus bas au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à 2024. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

Produits et bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation

En millions de dollars US, sauf indication contraire	Trimestres clos les 30 juin			Semestres clos les 30 juin		
	2025	2024	Variation	2025	2024	Variation
Total des produits	524	554	(5) %	1 022	1 098	(7) %
Bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	13	13	— %	26	25	4 %

South Bow a généré des produits de 524 millions de dollars pour le trimestre clos le 30 juin 2025, contre 554 millions de dollars pour la période correspondante de 2024. La diminution pour le deuxième trimestre de 2025 est principalement attribuable à la baisse des produits générés par les contrats du secteur Commercialisation de la société et à la diminution des gains non réalisés sur les instruments de gestion des risques par rapport à la période correspondante de 2024.

Pour le semestre clos le 30 juin 2025, South Bow a généré des produits de 1 022 millions de dollars, contre 1 098 millions de dollars pour la période correspondante de 2024. La baisse des produits au cours du semestre clos le 30 juin 2025 s'explique principalement par la diminution des produits générés par le réseau d'oléoducs Keystone en raison de la baisse des volumes non visés par des engagement expédiés et de la réduction du débit par suite de l'incident survenu à la borne kilométrique 171. Ces baisses ont été compensées en partie par l'augmentation des droits variables estimatifs pour 2025. Les produits tirés des contrats du secteur Commercialisation de la société ont reculé, en partie en raison de la diminution des gains latents sur les instruments de gestion des risques au premier semestre de 2025 par rapport à 2024.

Le bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation a été relativement inchangé pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 par rapport aux périodes correspondantes de 2024 en raison des contrats fermes à long terme associés aux participations comptabilisées à la valeur de consolidation de la société.

Charges d'exploitation et autres charges

En millions de dollars US, sauf indication contraire	Trimestres clos les 30 juin			Semestres clos les 30 juin		
	2025	2024	Variation	2025	2024	Variation
Coûts d'exploitation des centrales et autres	196	201	(2) %	367	383	(4) %
Achats de produits de base revendus	79	105	(25) %	163	185	(12) %
Amortissement	63	62	2 %	125	123	2 %
Autres	—	—	— %	3	—	100 %
Total	338	368	(8) %	658	691	(5) %

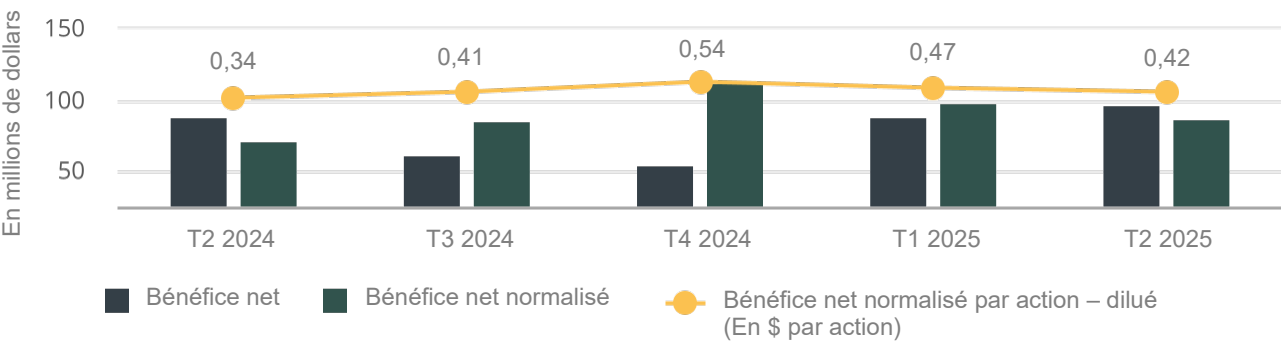
Les coûts d'exploitation des centrales ont légèrement diminué au cours du trimestre clos le 30 juin 2025, la baisse des coûts engagés par les secteurs Intérieur de l'Alberta et autres et Commercialisation ayant été partiellement contrebalancée par la hausse des coûts liés au réseau d'oléoducs Keystone. Pour le semestre clos le 30 juin 2025, les coûts d'exploitation des centrales ont diminué par rapport au semestre clos le 30 juin 2024, principalement en raison de la baisse des coûts du siège social engagés dans le secteur Intérieur de l'Alberta et autres et de la diminution des coûts dans le secteur Réseau d'oléoducs Keystone.

Les achats de produits de base revendus ont diminué au cours du trimestre clos le 30 juin 2025, en raison surtout de la baisse des volumes, des prix des produits de base et des coûts de transport par rapport au deuxième trimestre de 2024. La diminution des achats de produits de base revendus au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024 s'explique principalement par les baisses enregistrées au deuxième trimestre 2025, décrites ci-dessus, partiellement contrebalancées par le coût plus élevé des achats de produits de base au premier trimestre de 2025.

Pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025, l'amortissement est demeuré relativement conforme à celui des périodes correspondantes de 2024. Durant les deux périodes, la société n'a pas mis en service ni mis hors service d'actifs majeurs.

Pour le semestre clos le 30 juin 2025, South Bow a comptabilisé d'autres charges liées à la baisse des recouvrements contractuels estimatifs associés au projet Keystone XL, déduction faite des recouvrements prévus en vertu des clauses d'indemnisation au titre de la convention de scission intervenue avec son ancienne société mère (la « convention de scission »).

Bénéfice net et bénéfice net normalisé



South Bow a comptabilisé un bénéfice net et un bénéfice net normalisé de 96 millions de dollars et de 87 millions de dollars, respectivement, au deuxième trimestre de 2025, comparativement à un bénéfice net et à un bénéfice net normalisé de 88 millions de dollars et de 71 millions de dollars, respectivement, au deuxième trimestre de 2024.

L'augmentation du bénéfice net au cours du trimestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024 est principalement attribuable à la baisse des achats de produits de base revendus dans le secteur Commercialisation et à la diminution des intérêts débiteurs constatés sur la dette à long terme de South Bow, comparativement à la dette à long terme de la société envers des sociétés liées à son ancienne société mère détenue en 2024. Ces baisses ont été partiellement contrebalancées par la diminution des produits générés et la hausse de la charge d'impôts au cours du deuxième trimestre de 2025.

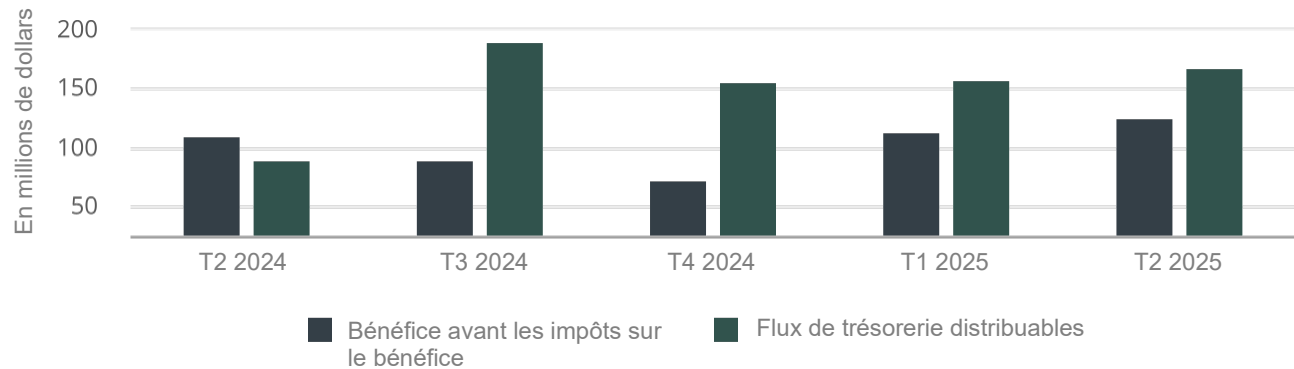
La diminution du bénéfice net normalisé au deuxième trimestre de 2025 par rapport à la période correspondante de 2024 est principalement attribuable aux facteurs ayant causé la baisse du bénéfice net mentionnés ci-dessus.

Pour le semestre clos le 30 juin 2025, la société a comptabilisé un bénéfice net et un bénéfice net normalisé de 184 millions de dollars et 185 millions de dollars, respectivement, contre 200 millions de dollars et 185 millions de dollars, respectivement, au cours des périodes correspondantes de 2024. La baisse du bénéfice net au cours de la période de 2025 est principalement attribuable à la diminution des produits générés, contrebalancée en partie par la baisse des intérêts débiteurs sur la dette à long terme de la société et la diminution des coûts liés aux achats de produits de base revendus.

Le bénéfice net normalisé est demeuré stable au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à 2024, principalement en raison des ajustements apportés au titre de la diminution des gains latents sur les instruments de gestion des risques et des coûts de scission. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

Le bénéfice net normalisé par action (dilué) s'est établi à 0,42 \$ au deuxième trimestre de 2025, comparativement à 0,34 \$ au deuxième trimestre de 2024.

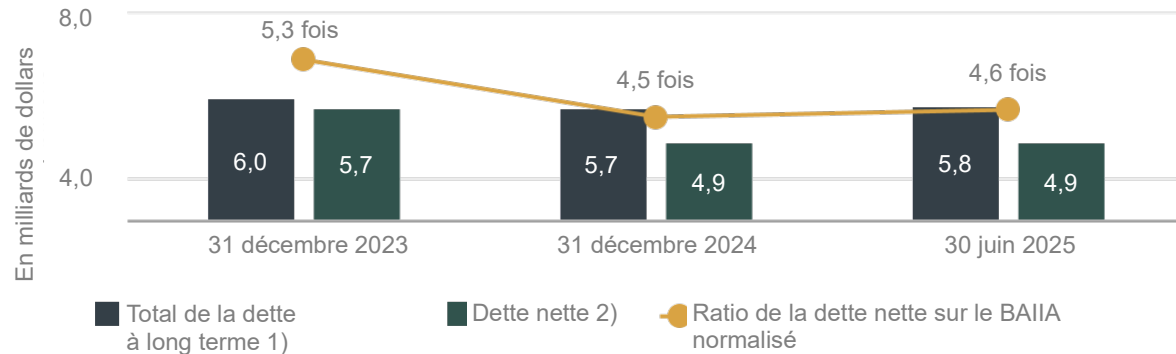
Flux de trésorerie distribuables



Les flux de trésorerie distribuables se sont établis à 167 millions de dollars pour le trimestre clos le 30 juin 2025, comparativement à 90 millions de dollars pour le trimestre clos le 30 juin 2024. L'augmentation au deuxième trimestre de 2025 est principalement attribuable à la baisse des impôts sur le bénéfice exigibles, à la hausse du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice mentionnée ci-dessus et à l'augmentation des distributions tirées des participations comptabilisées à la valeur de consolidation par rapport au deuxième trimestre de 2024.

Les flux de trésorerie distribuables ont augmenté pour atteindre 324 millions de dollars pour le semestre clos le 30 juin 2025, comparativement à 276 millions de dollars pour le semestre clos le 30 juin 2024. L'augmentation en 2025 s'explique principalement par la baisse des impôts sur le bénéfice exigibles comptabilisés et par les ajustements en fonction d'éléments de normalisation, facteurs partiellement contrebalancés par la baisse du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice au premier semestre de 2025 par rapport à 2024.

Total de la dette à long terme et dette nette



1. Le total de la dette à long terme au 30 juin 2025 et au 31 décembre 2024 comprend les billets de premier rang et les billets de rang inférieur de la société. Le total de la dette à long terme au 31 décembre 2023 comprend la dette à long terme de la société envers des sociétés liées à son ancienne société mère.
2. La dette nette au 30 juin 2025 et au 31 décembre 2024 tient compte du traitement à titre de capitaux propres de 50 % des billets de rang inférieur de la société. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails sur la composition de la dette nette.

Le total de la dette à long terme de la société s'est établi à 5,8 milliards de dollars au 30 juin 2025, demeurant relativement inchangé par rapport au 31 décembre 2024, aucune émission ni aucun remboursement n'ayant eu lieu au cours du premier semestre de 2025. La première échéance de la dette de la société est en 2027. La dette nette au 30 juin 2025 est restée inchangée par rapport au 31 décembre 2024, à 4,9 milliards de dollars. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Situation de trésorerie, sources de financement et capital social » du présent rapport de gestion pour plus de détails sur la dette, la structure du capital et les cotes de crédit de la société.

Le ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé de la société a augmenté pour s'établir à 4,6 fois au 30 juin 2025, contre 4,5 fois au 31 décembre 2024, en raison de la diminution du BAIIA normalisé pour les quatre trimestres consécutifs au 30 juin 2025 comparativement au 31 décembre 2024.

Résultats sectoriels

Réseau d'oléoducs Keystone

En millions de dollars US, sauf indication contraire	Trimestres clos les 30 juin			Semestres clos les 30 juin		
	2025	2024	Variation	2025	2024	Variation
Produits	414	415	— %	794	852	(7) %
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	177	181	(2) %	352	399	(12) %
BAIIA normalisé	234	243	(4) %	469	520	(10) %
Dépenses d'investissement	6	3	100 %	13	12	8 %
Débit du pipeline Keystone (kb/j)	544	623	(13) %	578	633	(9) %
Débit du tronçon de la côte américaine du golfe du Mexique du réseau d'oléoducs Keystone (kb/j)	760	802	(5) %	744	790	(6) %
Débit de Marketlink (kb/j)	625	622	— %	588	602	(2) %
Facteur d'exploitation du réseau Keystone (%)	93	94	(1) %	95	95	— %

Les produits du réseau d'oléoducs Keystone ont légèrement diminué au cours du deuxième trimestre de 2025 par rapport au deuxième trimestre de 2024, principalement en raison de la baisse des volumes de débit du réseau d'oléoducs attribuable à la réduction de la demande de capacité non visée par des engagements et aux répercussions de l'incident survenu à la borne kilométrique 171, partiellement contrebalancée par une augmentation des droits variables estimatifs pour 2025. Les produits ont reculé au cours du semestre clos le 30 juin 2025, du fait principalement de la baisse des volumes de débit du réseau d'oléoducs en 2025, attribuable à la réduction de la demande de capacité non visée par des engagements et aux répercussions de l'incident survenu à la borne kilométrique 171. Au cours du premier trimestre de 2024, la société a expédié des volumes non visés par des engagements plus importants à des tarifs plus élevés, ce qui a contribué à la hausse des produits. La baisse des produits au cours du premier semestre de 2025 a été partiellement contrebalancée par une augmentation des droits variables estimatifs pour 2025.

Le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice a diminué pour le trimestre clos le 30 juin 2025 par rapport au deuxième trimestre de 2024, en raison surtout de la hausse des coûts d'exploitation du réseau d'oléoducs Keystone. La diminution du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice au cours du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024 est principalement attribuable à la baisse des produits décrite ci-dessus.

Le BAIIA normalisé du secteur Réseau d'oléoducs Keystone a diminué de 9 millions de dollars au cours du trimestre clos le 30 juin 2025 par rapport à la période correspondante de 2024, ce qui s'explique principalement par la hausse des coûts d'exploitation. La diminution du BAIIA normalisé du secteur au cours du semestre clos le 30 juin 2025 est principalement attribuable à la baisse des produits par rapport à la période correspondante de 2024.

Les dépenses d'investissement du réseau d'oléoducs Keystone sont demeurées relativement stables pour les périodes de 2025 et 2024 et consistaient en des dépenses d'investissement de maintien engagées pour des projets habituels. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Perspectives et prévisions » du présent rapport de gestion pour

un complément d'information sur les perspectives de South Bow en matière de dépenses d'investissement pour 2025.

Le débit du réseau d'oléoducs Keystone, y compris le tronçon de la côte américaine du golfe du Mexique, a été inférieur pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 par rapport aux périodes correspondantes de 2024, principalement en raison de la diminution des volumes non visés par des engagements sur le réseau d'oléoducs Keystone et des réductions dues à l'incident survenu à la borne kilométrique 171.

Le débit de Marketlink a légèrement augmenté au cours du trimestre clos le 30 juin 2025, principalement en raison de la hausse des volumes expédiés par les clients sous contrat, qui a été partiellement contrebalancée par la baisse des volumes non visés par des engagements comparativement à la période correspondante de 2024.

Pour le trimestre clos le 30 juin 2025, le facteur d'exploitation de l'oléoduc Keystone a atteint 93 %, en baisse par rapport à la période correspondante de 2024, principalement en raison de l'incident survenu à la borne kilométrique 171. Le facteur d'exploitation du réseau Keystone est demeuré stable pour les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

Commercialisation

En millions de dollars US	Trimestres clos les 30 juin			Semestres clos les 30 juin		
	2025	2024	Variation	2025	2024	Variation
Produits	106	134	(21) %	219	237	(8) %
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	14	13	8 %	23	22	5 %
BAlIA normalisé	(1)	(13)	(92) %	15	(4)	(475) %

Les produits du secteur Commercialisation ont diminué au deuxième trimestre de 2025 par rapport à la période correspondante de 2024, la diminution des volumes vendus à des prix plus bas et la réduction des gains latents n'ayant été que partiellement contrebalancées par les gains réalisés sur les instruments de gestion des risques au deuxième trimestre 2025, comparativement à des pertes réalisées pour la période correspondante de 2024. Pour le semestre clos le 30 juin 2025, la baisse des produits est attribuable à une diminution des gains latents sur les instruments de gestion des risques par rapport à la période correspondante de 2024.

Le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice du secteur Commercialisation a légèrement augmenté au cours du trimestre et du semestre clos le 30 juin 2025 par rapport aux périodes correspondantes de 2024, la diminution des produits ayant été compensée par la baisse des coûts associés essentiellement aux achats de produits de base et aux coûts de transport.

Le BAlIA normalisé du secteur Commercialisation a augmenté de 12 millions de dollars et de 19 millions de dollars pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025, respectivement, par rapport aux périodes correspondantes de 2024, ce qui s'explique par les mêmes facteurs entraînant la variation du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice décrits ci-dessus et par l'incidence des variations des ajustements de normalisation pour tenir compte des instruments de gestion des risques. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

Intérieur de l'Alberta et autres

En millions de dollars US	Trimestres clos les 30 juin			Semestres clos les 30 juin		
	2025	2024	Variation	2025	2024	Variation
Produits	4	5	(20) %	9	9	— %
Bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	11	10	10 %	21	20	5 %
Intérêts débiteurs	(81)	(93)	(13) %	(164)	(185)	(11) %
Perte avant les impôts sur le bénéfice	(65)	(84)	(23) %	(135)	(165)	(18) %
BAlIA normalisé	17	11	55 %	32	23	39 %
Dépenses d'investissement	37	25	48 %	94	28	236 %

Les produits et le bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation du secteur Intérieur de l'Alberta et autres sont demeurés stables pour les trimestres et les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

La société a comptabilisé une perte avant les impôts sur le bénéfice moins élevée pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025, comparativement aux périodes correspondantes de 2024, en raison principalement de la baisse des intérêts débiteurs engagés au cours des périodes au titre de la dette de la société émise le 28 août 2024 par certaines des filiales de la société faisant partie du secteur Intérieur de l'Alberta et autres. Les taux d'intérêt sur la dette à long terme de la société sont inférieurs à ceux applicables aux titres d'emprunt à long terme envers des sociétés liées à son ancienne société mère détenus pour les périodes correspondantes de 2024. De plus, South Bow a engagé des coûts de scission moindres pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 par rapport aux périodes correspondantes de 2024.

Le BAIIA normalisé du secteur Intérieur de l'Alberta et autres a augmenté pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 en raison essentiellement de la baisse des charges du siège social.

Pour le trimestre clos le 30 juin 2025, South Bow a investi 27 millions de dollars dans le développement du projet de raccordement Blackrod et a engagé des dépenses d'investissement supplémentaires visant principalement les systèmes d'information et les améliorations locatives en lien avec la scission. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Perspectives et prévisions » du présent rapport de gestion pour des renseignements sur les perspectives de la société pour 2025 et un complément d'information sur le projet de raccordement Blackrod.

Situation de trésorerie, sources de financement et capital social

Situation de trésorerie

Le tableau suivant présente un sommaire des entrées et des sorties de trésorerie de la société pour les trimestres et les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

En millions de dollars US	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Entrées (sorties) de trésorerie liées aux activités suivantes :				
Activités d'exploitation	194	91	319	203
Activités d'investissement	(31)	(5)	(63)	(6)
Activités de financement	(104)	(266)	(204)	(122)
Incidence des variations du taux de change sur la trésorerie et les équivalents de trésorerie	3	4	3	9
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	62	(176)	55	84

Activités d'exploitation

Les entrées de trésorerie liées aux activités d'exploitation reflètent principalement l'incidence des variations des activités d'exploitation, des fluctuations de la demande de capacité non visée par des engagements, des prix des produits de base, de l'évolution du contexte des coûts et du calendrier des encaissements et des décaissements. L'augmentation des entrées de trésorerie liées aux activités d'exploitation pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 par rapport aux périodes correspondantes de 2024 est principalement attribuable à la diminution du fonds de roulement d'exploitation sans effet sur la trésorerie.

Activités d'investissement

Les sorties de trésorerie liées aux activités d'investissement se rapportent principalement aux dépenses d'investissement de maintien et de croissance. Les sorties de trésorerie liées aux activités d'investissement pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 sont attribuables aux dépenses d'investissement décaissées de 34 millions de dollars et de 66 millions de dollars, respectivement, de la société, celle-ci ayant investi dans son projet de raccordement de Blackrod et effectué d'autres dépenses d'investissement de maintien, comparativement à des dépenses d'investissement de 20 millions de dollars et de 32 millions de dollars pour les périodes correspondantes respectives de 2024. Au cours du trimestre et du semestre clos le 30 juin 2024, South Bow a comptabilisé un produit

de 13 millions de dollars et de 22 millions de dollars, respectivement, tiré de la vente des canalisations de Keystone XL qui étaient détenues en vue de la vente au cours de 2024. Au 30 juin 2025, la tranche restante de 9 millions de dollars des canalisations de Keystone XL était comptabilisée dans les immobilisations corporelles aux bilans consolidés.

Activités de financement

Les sorties de trésorerie liées aux activités de financement se rapportent principalement à l'émission et au remboursement de soldes de la dette à long terme, aux dividendes versés et aux opérations sur le capital social. Au cours du trimestre clos le 30 juin 2025, la société a versé des dividendes de 104 millions de dollars le 15 avril 2025 au titre du dividende trimestriel déclaré le 5 mars 2025. Pour le trimestre clos le 30 juin 2024, la société a distribué 266 millions de dollars à son ancienne société mère. Au cours du semestre clos le 30 juin 2025, la société a utilisé un montant en trésorerie de 204 millions de dollars pour verser des dividendes de 208 millions de dollars, contrebalancé par un montant en trésorerie de 4 millions de dollars reçu au titre de l'exercice d'options, comparativement à 121 millions de dollars en distributions versées à son ancienne société mère au cours de la période correspondante de 2024.

Gestion du capital

	30 juin 2025	31 décembre 2024
<i>En millions de dollars US, sauf indication contraire</i>		
Trésorerie et équivalents de trésorerie	452	397
Billets de premier rang	4 688	4 629
Billets de rang inférieur	1 086	1 087
Dette nette	4 903	4 901
Ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé ¹	4,6	4,5

1. Le BAIIA normalisé est calculé en utilisant les quatre trimestres consécutifs du BAIIA normalisé à partir de la clôture de la période applicable.

Une part importante des produits de South Bow provient de contrats fermes à long terme. La société a accès à une capacité importante sur sa facilité de crédit renouvelable et sa première dette à long terme vient à échéance en 2027. South Bow est d'avis qu'elle est en mesure de s'acquitter de ses obligations liées à l'exploitation, y compris les versements de dividendes trimestriels, lorsqu'ils sont déclarés et sous les réserves d'usage concernant la déclaration, et de financer ses projets d'aménagement en cours.

Le maintien d'un bilan solide et de la souplesse financière est essentiel à la stratégie de South Bow. Au 30 juin 2025, le ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé de la société était de 4,6 fois. La société est déterminée à gérer prudemment son levier financier et elle prévoit améliorer sa résilience financière, réduire les frais de service de la dette et augmenter sa capacité à financer de futures initiatives de croissance et à accroître potentiellement le rendement pour les actionnaires.

Dettes à long terme, y compris les facilités de crédit

Dettes à long terme

Le 28 août 2024, South Bow a réalisé son premier placement de titres d'emprunt composé de billets de premier rang libellés en dollars américains et en dollars canadiens et de billets de rang inférieur libellés en dollars américains. Les taux d'intérêt sont fixes sur les billets de premier rang et les billets de rang inférieur, sous réserve d'ajustements à des intervalles réguliers pour ce qui est des billets de rang inférieur, et les intérêts sont payés semestriellement.

En millions de dollars US, sauf indication contraire				30 juin 2025	31 décembre 2024
Instrument	Échéance	Capital	Taux		
Billets de premier rang					
Billets de premier rang non garantis	Septembre 2027	700	4,91 %	700	700
Billets de premier rang non garantis	Octobre 2029	1 000	5,03 %	1 000	1 000
Billets de premier rang non garantis	Octobre 2034	1 250	5,58 %	1 250	1 250
Billets de premier rang non garantis	Octobre 2054	700	6,18 %	700	700
Billets de premier rang non garantis	Février 2030	450 \$ CA	4,32 %	331	313
Billets de premier rang non garantis	Février 2032	500 \$ CA	4,62 %	367	347
Billets de premier rang non garantis	Février 2035	500 \$ CA	4,93 %	367	347
				4 715	4 657
Moins les frais d'émission de titres d'emprunt non amortis et autres				(27)	(28)
Total des billets de premier rang				4 688	4 629
Billets de rang inférieur					
Billets subordonnés de rang inférieur	Mars 2055	450	7,63 %	450	450
Billets subordonnés de rang inférieur	Mars 2055	650	7,50 %	650	650
				1 100	1 100
Moins les frais d'émission de titres d'emprunt non amortis et autres				(14)	(13)
Total des billets de rang inférieur				1 086	1 087
Total de la dette à long terme				5 774	5 716

Facilités de crédit

Au 30 juin 2025, un montant de 1,5 milliard de dollars (2,0 milliards de dollars canadiens) était disponible et aucun montant n'avait été prélevé sur la facilité de crédit renouvelable non garantie de premier rang de quatre ans de la société. La société est tenue de conserver environ 367 millions de dollars (500 millions de dollars canadiens) de la facilité pour les engagements en matière de ressources financières en vertu de la *Loi sur la Régie canadienne de l'énergie* (la « REC »).

La société respectait les clauses restrictives afférentes à sa facilité de crédit renouvelable au 30 juin 2025.

Intérêts débiteurs

En millions de dollars US	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Intérêts sur la dette à long terme envers les sociétés liées à l'ancienne société mère	—	93	—	185
Intérêts sur les billets de premier rang	62	—	122	—
Intérêts sur les billets de rang inférieur	20	—	41	—
Amortissement et autres charges financières ¹	—	2	4	4
Intérêts inscrits à l'actif	(1)	—	(3)	—
	81	95	164	189

1. Comprend l'amortissement des frais d'émission, des primes et des escomptes liés aux billets de premier rang et de rang inférieur. Les autres charges financières comprennent les frais de services bancaires et les frais financiers.

Au cours du trimestre et du semestre clos le 30 juin 2025, la société a comptabilisé des intérêts débiteurs de 81 millions de dollars et de 164 millions de dollars, respectivement, comparativement à 95 millions de dollars et à 189 millions de dollars pour les périodes correspondantes respectives de 2024. La diminution des intérêts débiteurs pour les périodes de 2025 est principalement attribuable à la baisse des intérêts courus sur les billets de premier rang et les billets de rang inférieur de la société, qui sont assortis de taux d'intérêt inférieurs à ceux des titres d'emprunt à long terme envers des sociétés liées à l'ancienne société mère détenus en 2024.

Capital social

La société est autorisée à émettre un nombre illimité d'actions ordinaires et d'actions privilégiées de premier rang et de deuxième rang jusqu'à concurrence de 20 % des actions ordinaires émises et en circulation. À la date du présent rapport de gestion, aucune action privilégiée de premier rang ou de deuxième rang n'était émise.

Le tableau qui suit présente un sommaire du capital social de South Bow au 30 juin 2025.

En millions de dollars US, sauf indication contraire	Actions ordinaires	Actions ordinaires (en dollars)
Solde au 31 décembre 2023	—	—
Émission le 1 ^{er} octobre 2024	207 570 409	2 187
Émission à l'exercice d'options sur actions	470 700	9
Solde au 31 décembre 2024	208 041 109	2 196
Émission à l'exercice d'options sur actions	179 522	4
Solde au 30 juin 2025	208 220 631	2 200

À la date du présent rapport de gestion, la société avait 208 220 631 actions ordinaires en circulation et 601 728 options sur actions en cours. Une fois acquise, chaque option d'achat d'actions en cours peut être exercée contre une action ordinaire.

Dividendes

Les dividendes deviennent payables lorsque le conseil d'administration en déclare, sous les réserves d'usage concernant leur déclaration. Les dividendes sont déclarés au gré du conseil d'administration et sont assujettis à divers facteurs, notamment les flux de trésorerie distribuables et la performance financière globale de la société.

Le 15 mai 2025, le conseil a approuvé un dividende trimestriel de 0,50 \$ par action, payé le 15 juillet 2025 aux actionnaires inscrits le 30 juin 2025.

Le 6 août 2025, le conseil de South Bow a approuvé un dividende trimestriel de 0,50 \$ par action, payable le 15 octobre 2025 aux actionnaires inscrits à la fermeture des bureaux le 29 septembre 2025. Les dividendes seront désignés comme des dividendes déterminés aux fins de l'impôt sur le revenu canadien.

Programme d'investissement

En millions de dollars US	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Dépenses d'investissement de croissance ¹	27	7	75	16
Dépenses d'investissement de maintien ^{1, 2}	8	21	21	24
Dépenses d'investissement liées à la scission ^{1, 3}	8	—	11	—
Total des dépenses d'investissement ¹	43	28	107	40
Dépenses d'investissement hors trésorerie ³	(9)	(8)	(41)	(8)
Dépenses d'investissement ³	34	20	66	32

1. Mesure financière supplémentaire destinée à aider le lecteur à comprendre les décisions de la société en matière de dépenses d'investissement et de répartition du capital. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières supplémentaires » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

2. Les dépenses d'investissement de maintien sont généralement recouvrables par l'entremise des ententes de tarification de South Bow.

3. Selon les états consolidés des flux de trésorerie dans les états financiers ci-joints. Les dépenses d'investissement sont présentées dans les sorties de trésorerie liées aux activités d'investissement et les dépenses d'investissement hors trésorerie sont présentées dans les informations supplémentaires sur les flux de trésorerie.

Pour le trimestre clos le 30 juin 2025, les dépenses d'investissement, attribuables principalement aux dépenses d'investissement de croissance et aux dépenses d'investissement de maintien, se sont établies à 34 millions de dollars.

South Bow a affecté 27 millions de dollars aux dépenses d'investissement de croissance au deuxième trimestre de 2025 consacrées au projet de raccordement Blackrod, contre 7 millions de dollars au deuxième trimestre de 2024. La société a affecté 75 millions de dollars aux dépenses d'investissement de croissance au premier semestre de 2025, contre 16 millions de dollars au premier semestre de 2024. L'augmentation des dépenses d'investissement en 2025 est attribuable au développement du projet de raccordement Blackrod.

Les dépenses d'investissement de maintien ont diminué au cours du trimestre clos le 30 juin 2025. Les coûts plus élevés durant la période correspondante de 2024 sont attribuables aux investissements effectués en prévision de la scission.

Les dépenses d'investissement liées à la scission pour le trimestre et le semestre clos le 30 juin 2025 se rapportent à des investissements en capital non récurrents destinés à soutenir la transition liée à la scission, notamment dans l'infrastructure des systèmes d'information.

Projet de raccordement Blackrod

Soutenue par des contrats fermes à long terme, South Bow fait progresser les travaux dans le projet de raccordement Blackrod, qui comprend un pipeline de pétrole brut de 25 km (16 milles) et un tronçon latéral de gazoduc de 25 km (16 milles), ainsi que les installations connexes pour transporter le pétrole brut provenant du projet Blackrod d'International Petroleum Corporation jusqu'au pipeline Grand Rapids de South Bow en Alberta.

Au deuxième trimestre de 2025, la société a achevé en toute sécurité la construction d'un réservoir de stockage de pétrole brut d'une capacité de 150 000 barils dans l'installation du terminal du projet. South Bow prévoit toujours achever les installations à la fin de 2025, conformément à l'échéancier, et que le projet sera prêt pour la mise en service au début de 2026. Les flux de trésorerie associés au projet devraient augmenter tout au long du second semestre de 2026 et jusqu'en 2027.

Obligations contractuelles et arrangements hors bilan

Obligations contractuelles

Les obligations contractuelles de South Bow comprennent les contrats de location-exploitation, les obligations d'achat et les autres passifs engagés dans le cours des affaires.

<i>En millions de dollars US</i>	Total	2025	2026	2027	2028	2029	Par la suite
Remboursements de capital sur la dette à long terme	5 760	—	—	700	—	1 000	4 060
Paievements d'intérêts	5 022	166	333	319	296	283	3 625
Contrats de location-exploitation ¹	30	(3)	5	4	4	4	16
Transport par d'autres parties ²	8	5	3	—	—	—	—
Dépenses d'investissement ³	80	74	6	—	—	—	—
Autres	2	—	1	1	—	—	—
Total	10 902	242	348	1 024	300	1 287	7 701

1. Comprend des entrées de trésorerie de 7 millions de dollars liées à des avantages au titre de la location en 2025.

2. Les obligations contractuelles sont fondées sur les volumes contractuels découlant d'ententes de capacité et excluent les charges variables qui peuvent être engagées lorsque les volumes circulent.

3. Les dépenses d'investissement se rapportent au projet de raccordement Blackrod ainsi qu'à d'autres engagements de capital de la part de la société. Les montants sont des estimations qui subissent l'influence de la variabilité selon le moment de la construction et des besoins du projet. Les dépenses comprennent les obligations liées aux projets de croissance et sont présentées en fonction des projets qui vont de l'avant comme prévu. Toute modification apportée aux projets, y compris le calendrier ou une éventuelle annulation, pourrait faire varier ces estimations.

Garanties

La société a garanti les billets de premier rang et les billets de rang inférieur émis par certaines filiales. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Garanties de dettes consenties par la société mère » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

South Bow et ses associés dans certaines entités détenues conjointement ont garanti la performance financière de ces entités jusqu'en 2043 au plus tard. Au 30 juin 2025, la quote-part revenant à la société du risque éventuel maximal aux termes des garanties s'élevait à 56 millions de dollars canadiens (56 millions de dollars canadiens au 31 décembre 2024). Selon ces garanties, si la société effectue un paiement supérieur à la quote-part de la participation de South Bow, l'écart doit être remboursé par les associés.

Arrangements hors bilan

À l'exception des garanties dont il est question ci-dessus, au 30 juin 2025, South Bow n'avait pas d'arrangements hors bilan qui ont, ou qui sont raisonnablement susceptibles d'avoir, une incidence actuelle ou future sur la performance financière ou la situation financière de la société.

Perspectives et prévisions

Perspectives du marché

La capacité de sortie des oléoducs dans le bassin sédimentaire de l'Ouest canadien continue de dépasser l'offre de pétrole brut. Par conséquent, la demande de capacité non visée par des engagements sur le réseau d'oléoducs Keystone de South Bow devrait demeurer faible à court terme. En outre, l'évolution des politiques commerciales mondiales, y compris en matière de droits de douane, a créé une incertitude économique et géopolitique qui s'est traduite par une volatilité au niveau des prix des produits de base et des écarts de prix.

Prévisions

Les prévisions de South Bow visent à informer les lecteurs des attentes de la direction en ce qui concerne les résultats financiers et opérationnels en 2025. Le lecteur est prié de noter que ces estimations pourraient ne pas convenir à d'autres fins. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Informations prospectives » du présent rapport de gestion pour plus de détails sur les facteurs significatifs ou les hypothèses utilisés pour élaborer les prévisions de South Bow et les facteurs significatifs qui pourraient faire en sorte que les événements et les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont prévus.

Les prévisions annuelles pour 2025 de South Bow sont présentées ci-dessous :

<i>en millions de dollars, sauf les pourcentages ¹</i>	Prévisions pour 2025 (mai 2025) ²	Prévisions pour 2025 (août 2025)
BAlIA normalisé ³	1 010 + 1 % / - 2 %	1 010 + 1 % / - 2 %
Intérêts débiteurs	325 +/- 2 %	325 +/- 2 %
Taux d'imposition effectif (%)	23 % - 24 %	23 % - 24 %
Flux de trésorerie distribuables ^{3, 4}	535 +/- 3 %	590 +/- 3 %
Dépenses d'investissement		
Croissance	110 +/- 3 %	110 +/- 3 %
Maintien ⁵	65 +/- 3 %	55 +/- 3 %

1. En supposant un taux de change moyen de 1,4286 \$ CA pour 1 \$ US.
2. Prévisions fournies précédemment dans le rapport de gestion de la société pour le trimestre clos le 31 mars 2025.
3. Le BAlIA normalisé et les flux de trésorerie distribuables pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 se sont établis à 1 091 millions de dollars et à 620 millions de dollars, respectivement.
4. Au deuxième trimestre de 2025, South Bow a modifié la définition des flux de trésorerie distribuables pour qu'elle ne tienne plus compte des intérêts créditeurs et autres dans le calcul du bénéfice (de la perte) avant les impôts sur le bénéfice. Les prévisions pour mai 2025 présentées dans le tableau ci-dessus reflètent la définition précédente des flux de trésorerie distribuables. Par conséquent, les lecteurs sont priés de noter que les valeurs prévisionnelles des flux de trésorerie distribuables pour mai 2025 et août 2025 ci-dessus ne sont pas directement comparables. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.
5. Les dépenses d'investissement de maintien sont généralement recouvrables par l'entremise des ententes de tarification de South Bow.

South Bow réaffirme ses perspectives pour 2025 reposant sur un BAlIA normalisé d'environ 1,01 milliard de dollars, avec une fourchette de variation allant de +1 % cent à -2 %, soutenu par les flux de trésorerie hautement contractuels de la société et la demande structurelle de services. Environ 90 pour cent du BAlIA normalisé de South Bow découle de contrats conclus en vertu d'ententes fermes, qui comportent un risque minimal lié au prix des produits de base ou au volume.

Le BAlIA normalisé du troisième trimestre de 2025 devrait demeurer relativement inchangé par rapport au BAlIA normalisé du deuxième trimestre 2025, qui s'élevait à 250 millions de dollars (262 millions de dollars pour le trimestre clos le 30 septembre 2024). South Bow prévoit que les pertes du secteur Commercialisation attendues au troisième trimestre seront compensées par le BAlIA normalisé associé aux dépenses d'investissement de maintien destinées aux projets d'intégrité du réseau. South Bow maintient ses prévisions concernant le BAlIA normalisé du secteur Commercialisation pour 2025, soit environ 30 millions de dollars de moins qu'en 2024.

South Bow révisé ses perspectives concernant les flux de trésorerie distribuables pour les établir à 590 millions de dollars, avec une fourchette de variation de 3 %, principalement en raison de la baisse des impôts exigibles prévus résultant des modifications des lois fiscales américaines et afin de refléter la définition modifiée des flux de trésorerie distribuables par la société, qui ne tient plus compte des intérêts créditeurs et autres dans le calcul du bénéfice (de la perte) avant les impôts sur le bénéfice. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.

South Bow révisé ses perspectives concernant les dépenses d'investissement de maintien pour les établir à 55 millions de dollars, avec une fourchette de variation de 3 %, afin de donner la priorité aux mesures correctives prises par la société relativement à l'incident survenu à la borne kilométrique 171.

South Bow révisé ses prévisions concernant les coûts de scission liés à la scission pour 2025, désormais de l'ordre de 30 à 40 millions de dollars, en baisse par rapport à 40 à 50 millions de dollars précédemment, afin de tenir compte des coûts moins élevés que prévu pour la mise en place des capacités de la société.

Faits récents

Incident survenu à la borne kilométrique 171

Le 8 avril 2025, la société a fermé l'oléoduc Keystone en réaction à une fuite d'environ 3 500 barils de pétrole survenue à la borne kilométrique 171, près de Fort Ransom, dans le Dakota du Nord. Au moment de l'incident, l'oléoduc fonctionnait dans les limites de sa pression nominale. Le 11 avril 2025, la Pipeline and Hazardous Materials Safety Administration (« PHMSA ») a délivré une ordonnance de mesures correctives exigeant que South Bow prenne certaines mesures correctives par suite de l'incident. Le 15 avril 2025, South Bow a remis en service de façon sécuritaire l'oléoduc Keystone sous réserve de certaines restrictions de la pression manométrique après avoir obtenu l'approbation réglementaire de la PHMSA. Selon les modalités de l'ordonnance de mesures correctives, les restrictions de la pression manométrique resteront en vigueur jusqu'à ce que certaines conditions soient remplies. En mai 2025, la société a récupéré la quasi-totalité des volumes rejetés et, au début de juin 2025, South Bow a achevé avec succès le nettoyage et la remise en état du site de l'incident.

La société a amorcé les mesures correctives, réalisant quatre inspections internes et huit fouilles d'intégrité en date du présent rapport. Les conclusions de l'analyse des causes profondes du bris menée par un tiers indépendant et les recommandations connexes seront intégrées au plan de travaux correctifs de South Bow, qui devrait être reçu au cours du troisième trimestre de 2025.

Au cours du trimestre clos le 30 juin 2025, la société a engagé des coûts liés à l'incident de 54 millions de dollars et a comptabilisé une provision de 4 millions de dollars au titre des coûts supplémentaires à engager. Ces coûts devraient être en grande partie recouvrés au moyen des polices d'assurance de la société et incluent la surveillance environnementale à long terme du site.

Coûts liés à la convention de services de transition relatifs à la scission

À compter du 1^{er} octobre 2024, aux termes de la convention de services de transition conclue avec son ancienne société mère, des coûts liés à la convention de services de transition ont été facturés à South Bow, soit 5 millions de dollars pour le trimestre clos le 31 décembre 2024 et 7 millions de dollars pour le semestre clos le 30 juin 2025. Ces coûts se rapportent notamment aux honoraires pour les services reçus et aux coûts du système d'information. La société prévoit engager des coûts liés à la convention de services de transition pendant la période de transition, alors qu'elle met en œuvre de nouveaux systèmes. Le 1^{er} avril 2025, la société a mis en œuvre son propre progiciel de gestion intégré (« PGI »), ce qui représente une étape importante pour faire de South Bow une société véritablement indépendante.

Litiges concernant les droits variables

En 2019 et en 2020, certains clients du réseau d'oléoducs Keystone de South Bow ont formulé des plaintes auprès de la Federal Energy Regulatory Commission (la « FERC ») et de la Régie de l'énergie du Canada (« REC ») au sujet de certains coûts entrant dans le calcul de la tarification variable de la société. Ces montants sont assujettis aux modalités d'indemnisation dont il est question à la note 5, « Scission », des états financiers ci-joints.

Décision de la REC

En mars 2025, la REC a publié ses motifs de décision et son ordonnance (l'« ordonnance de la REC ») établissant que la méthode de répartition des coûts liés aux agents réducteurs de frottement proposée par la société produira des droits justes et raisonnables pour 2020 et 2021. En décembre 2022, la société avait comptabilisé un ajustement de 28 millions de dollars lié aux droits facturés précédemment et, en juin 2025, a soumis ses droits estimés et définitifs pour 2020 et 2021 pour approbation par la REC. Sous réserve de l'obtention de l'approbation définitive de la REC, la société pourra procéder au recouvrement des droits auprès des clients et elle utilisera dès lors les droits définitifs pour 2021 en tant que droits provisoires pour les clients de Keystone Canada. Au 30 juin 2025, le processus de décision de la REC était en cours. La société estime que ses débiteurs liés aux litiges avec la REC au 30 juin 2025 représentent des montants qui seront recouvrés ultérieurement.

Décision initiale de la FERC

En février 2023, la FERC a rendu sa décision initiale concernant la plainte, qui portait sur les droits facturés au cours de périodes antérieures. En raison de cette décision, la société a comptabilisé un ajustement de 42 millions de dollars lié aux droits précédemment facturés entre 2018 et 2022, montant qu'elle a comptabilisé en 2023.

En juillet 2024, la FERC a rendu son ordonnance à l'égard de sa décision initiale (l'« ordonnance ») concernant la plainte et, par conséquent, South Bow a comptabilisé un passif estimatif supplémentaire de 19 millions de dollars

pour le trimestre clos le 30 juin 2024. Au 31 décembre 2024, la société a réduit le passif estimatif de 11 millions de dollars et comptabilisé une charge de 8 millions de dollars avant impôts pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 relativement à l'ordonnance. Toute décision ultérieure, le cas échéant, sera assujettie aux dispositions d'indemnisation prévues dans la convention de scission. En octobre 2024, South Bow a déposé des documents de conformité, assujettis à l'approbation définitive de la FERC, que South Bow s'attend à recevoir durant le second semestre de 2025.

Recouvrements contractuels associés au projet Keystone XL

Pour le premier trimestre de 2025, la société a imputé une charge de 3 millions de dollars à la partie de ses recouvrements contractuels associés au projet Keystone XL découlant d'accords de garantie par suite de l'annulation de ce projet. Durant le deuxième trimestre de 2025, la société a fixé les modalités pour percevoir un montant de 20 millions de dollars au titre de ces recouvrements, sous réserve des modalités d'indemnisation établies avec son ancienne société mère.

Incident à la borne kilométrique 14

En décembre 2022, un incident est survenu à la borne kilométrique 14 du réseau d'oléoducs Keystone, causant une fuite de 12 937 barils de pétrole brut dans le comté de Washington, au Kansas. Par suite de l'incident, la société a fait l'objet d'une ordonnance de mesures correctives modifiée rendue par la PHMSA. En juin 2023, la récupération de tous les volumes rejetés était terminée et, en octobre 2023, l'assainissement du ruisseau était terminé, ce qui a permis de rétablir le débit naturel du ruisseau Mill Creek. En janvier 2025, la société a reçu l'approbation de la PHMSA relativement au plan de travaux correctifs. Cette approbation marquait l'aboutissement de 2 145 milles d'inspections internes dans l'ensemble du réseau d'oléoducs Keystone et de 68 excavations d'enquête au cours des deux dernières années. En mars 2025, South Bow a reçu l'approbation de la PHMSA pour lever la restriction de pression sur le tronçon touché à 72 % de la limite d'élasticité minimale spécifiée du pipeline. Le tronçon touché comprend le tronçon du pipeline où l'incident à la borne kilométrique 14 s'est produit.

Au quatrième trimestre de 2024, South Bow a comptabilisé une provision de 30 millions de dollars pour sa meilleure estimation des coûts supplémentaires liés à l'incident survenu à la borne kilométrique 14. South Bow a également comptabilisé une créance correspondant à 86 % de ce montant (26 millions de dollars) qui représente la quote-part attribuable à l'ancienne société mère du coût supplémentaire prévu conformément aux dispositions d'indemnisation de la convention de scission. Aucun changement n'a été apporté à l'estimation depuis le 31 décembre 2024.

Mesures financières déterminées

Mesures financières non conformes aux PCGR

Tout au long du présent rapport de gestion, South Bow fait mention de certaines mesures financières non conformes aux PCGR et de certains ratios non conformes aux PCGR qui n'ont pas de signification normalisée aux termes des PCGR et qui peuvent donc ne pas être comparables à des mesures similaires présentées par d'autres entités. Ces mesures financières non conformes aux PCGR et ces ratios non conformes aux PCGR comprennent les ajustements apportés à la composition des mesures financières conformes aux PCGR les plus directement comparables. La direction considère que ces mesures financières et ces ratios non conformes aux PCGR sont importants pour évaluer et comprendre la performance opérationnelle et la situation de trésorerie de South Bow. Ces mesures financières non conformes aux PCGR ne doivent pas être considérées isolément ni comme un substitut à l'information financière ou aux mesures de la performance présentées conformément aux PCGR.

Les mesures financières non conformes aux PCGR et les ratios non conformes aux PCGR de South Bow utilisés dans le présent rapport de gestion comprennent le BAIIA normalisé, le BAIIA normalisé sectoriel, le bénéfice net normalisé, le bénéfice net normalisé par action, les flux de trésorerie distribuables, la dette nette et le ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé. Ces mesures financières non conformes aux PCGR et ces ratios non conformes aux PCGR sont décrits plus en détail et un rapprochement avec la mesure conforme aux PCGR la plus directement comparable est présenté ci-dessous.

Éléments de normalisation

Les mesures normalisées sont (ou comprennent) des mesures financières non conformes aux PCGR, notamment le BAIIA normalisé, le BAIIA normalisé sectoriel, le bénéfice net normalisé, le bénéfice net normalisé par action, les flux de trésorerie distribuables et le ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé. La direction utilise ces mesures

normalisées pour évaluer la performance financière des activités de South Bow et la comparer d'une période à l'autre. Au cours de certaines périodes, la société peut engager des coûts qui ne sont pas représentatifs de ses activités ou de ses résultats de base. Ces mesures normalisées représentent le bénéfice (la perte) ajusté(e) en fonction d'éléments de normalisation spécifiques qui sont jugés importants, mais qui ne reflètent pas les activités sous-jacentes de South Bow au cours de la période.

Ces éléments de normalisation particuliers comprennent les gains ou les pertes sur la vente d'actifs ou d'actifs détenus en vue de la vente, les ajustements latents de la juste valeur liés aux activités de gestion des risques, les charges liées aux droits de douane, les coûts d'acquisition, d'intégration et de restructuration ainsi que d'autres charges, notamment la dépréciation, les coûts contractuels et les règlements.

South Bow exclut les ajustements latents de la juste valeur liés aux activités de gestion des risques, car ils représentent les variations de la juste valeur des dérivés, mais ne reflètent pas avec exactitude les gains et les pertes qui seront réalisés au moment du règlement et qui ont une incidence sur le bénéfice. Par conséquent, la société considère que ces éléments ne reflètent pas ses activités sous-jacentes, bien qu'ils offrent des couvertures économiques efficaces. Les gains et les pertes réalisés sur les contrats financiers sont ajustés afin d'améliorer la comparabilité, puisqu'ils sont réglés au cours d'une période ultérieure à la transaction sous-jacente pour laquelle ils sont couverts.

South Bow exclut les charges liées aux droits de douane, car elles ne reflètent pas les activités courantes de la société et sont assujetties à l'incertitude.

Les coûts de scission se rapportent aux coûts internes et aux honoraires externes engagés dans le cadre de la scission. Ces éléments sont exclus des mesures normalisées étant donné que la direction considère qu'ils ne reflètent pas les activités courantes et qu'ils sont de nature non récurrente.

BAIIA normalisé et BAIIA normalisé sectoriel

Le BAIIA normalisé est utilisé pour évaluer le bénéfice tiré des activités courantes. La direction utilise cette mesure pour surveiller et évaluer la performance financière des activités de la société ainsi que pour cerner et évaluer les tendances. Cette mesure est utile pour les investisseurs, car, de l'avis de la direction, elle leur permet de mieux comparer la performance des activités courantes de la société d'une période à l'autre. Le BAIIA normalisé représente le bénéfice avant les impôts sur le bénéfice ajusté pour tenir compte des éléments de normalisation, en plus d'exclure les charges d'amortissement, les intérêts débiteurs et les intérêts créditeurs et autres.

Le BAIIA normalisé prévisionnel constitue une mesure financière non conforme aux PCGR prospective. South Bow ne fournit pas de rapprochement entre cette mesure prospective et la mesure financière la plus directement comparable calculée et présentée conformément aux PCGR en raison de variables inconnues et de l'incertitude liée aux résultats futurs. Ces variables inconnues peuvent être intrinsèquement difficiles à déterminer sans efforts déraisonnables. Le BAIIA normalisé prévisionnel est calculé de la même manière que celle décrite ci-dessus pour le BAIIA normalisé historique, selon le cas.

Le tableau qui suit présente un rapprochement du bénéfice (de la perte) avant les impôts sur le bénéfice et du BAIIA normalisé pour les trimestres et les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

<i>En millions de dollars US</i>	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	126	110	240	256
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Amortissement	63	62	125	123
Intérêts débiteurs	81	95	164	189
Intérêts créditeurs et autres	(8)	(6)	(14)	(13)
Instruments de gestion des risques	(15)	(26)	(9)	(26)
Coûts de scission	3	6	6	10
Charges liées aux droits de douane	—	—	1	—
Coûts liés à Keystone XL et autres	—	—	3	—
BAIIA normalisé	250	241	516	539

Les tableaux qui suivent présentent un rapprochement du bénéfice (de la perte) avant les impôts sur le bénéfice et du BAIIA normalisé par secteur d'exploitation pour les trimestres et les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

<i>En millions de dollars US</i>	Trimestre clos le 30 juin 2025			Total
	Réseau d'oléoducs Keystone	Commer-cialisation	Intérieur de l'Alberta et autres	
Bénéfice (perte) avant les impôts sur le bénéfice	177	14	(65)	126
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Amortissement	59	—	4	63
Intérêts débiteurs	—	—	81	81
Intérêts créditeurs et autres	(2)	—	(6)	(8)
Instruments de gestion des risques	—	(15)	—	(15)
Coûts de scission	—	—	3	3
BAIIA normalisé sectoriel	234	(1)	17	250

<i>En millions de dollars US</i>	Trimestre clos le 30 juin 2024			Total
	Réseau d'oléoducs Keystone	Commer-cialisation	Intérieur de l'Alberta et autres	
Bénéfice (perte) avant les impôts sur le bénéfice	181	13	(84)	110
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Amortissement	60	—	2	62
Intérêts débiteurs	2	—	93	95
Intérêts créditeurs et autres	—	—	(6)	(6)
Instruments de gestion des risques	—	(26)	—	(26)
Litiges concernant les droits variables liés à Keystone	—	—	—	—
Coûts de scission	—	—	6	6
BAIIA normalisé sectoriel	243	(13)	11	241

<i>En millions de dollars US</i>	Semestre clos le 30 juin 2025			Total
	Réseau d'oléoducs Keystone	Commer- cialisation	Intérieur de l'Alberta et autres	
Bénéfice (perte) avant les impôts sur le bénéfice	352	23	(135)	240
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Amortissement	118	—	7	125
Intérêts débiteurs	—	—	164	164
Intérêts créditeurs et autres	(4)	—	(10)	(14)
Instruments de gestion des risques	—	(9)	—	(9)
Coûts de scission	—	—	6	6
Charges liées aux droits de douane	—	1	—	1
Coûts liés à Keystone XL et autres	3	—	—	3
BAIIA normalisé sectoriel	469	15	32	516

<i>En millions de dollars US</i>	Semestre clos le 30 juin 2024			Total
	Réseau d'oléoducs Keystone	Commer- cialisation	Intérieur de l'Alberta et autres	
Bénéfice (perte) avant les impôts sur le bénéfice	399	22	(165)	256
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Amortissement	120	—	3	123
Intérêts débiteurs	3	1	185	189
Intérêts créditeurs et autres	(2)	(1)	(10)	(13)
Instruments de gestion des risques	—	(26)	—	(26)
Coûts de scission	—	—	10	10
BAIIA normalisé sectoriel	520	(4)	23	539

Bénéfice net normalisé et bénéfice net normalisé par action

Le bénéfice net normalisé représente le bénéfice net ajusté en fonction des éléments de normalisation décrits ci-dessus et il est utilisé par la direction pour évaluer le bénéfice qui, de l'avis de celle-ci, est représentatif des activités de South Bow. Étant ajusté en fonction des éléments non récurrents et d'autres facteurs qui ne reflètent pas la performance courante de la société, le bénéfice net normalisé donne, de l'avis de la société, une image plus claire de ses activités poursuivies. Cette mesure est particulièrement utile pour les investisseurs, car elle permet une comparaison plus précise de la performance financière et des tendances sur différentes périodes. Le bénéfice net normalisé par action est calculé en divisant le bénéfice net normalisé par le nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation à la clôture de la période. Cette mesure par action est utile pour les investisseurs, car elle permet de mieux comprendre la rentabilité de la société sur une base par action, ce qui facilite l'évaluation de la performance de la société.

Le tableau qui suit présente un rapprochement du bénéfice net et du bénéfice net normalisé pour les trimestres et les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

<i>En millions de dollars US, sauf les nombres d'actions et les montants par action</i>	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Bénéfice net	96	88	184	200
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Instruments de gestion des risques	(15)	(26)	(9)	(26)
Coûts de scission	3	6	6	10
Charges liées aux droits de douane	—	—	1	—
Coûts liés à Keystone XL et autres	—	—	3	—
Incidence fiscale des ajustements susmentionnés	3	3	—	1
Bénéfice net normalisé	87	71	185	185
Nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation – dilué (en millions)	208,8	207,6	208,7	207,6
Bénéfice net normalisé par action – dilué	0,42	0,34	0,89	0,89

Flux de trésorerie distribuables

Les flux de trésorerie distribuables servent à évaluer les flux de trésorerie générés par les activités commerciales qui peuvent être utilisés aux fins des décisions en matière de répartition du capital de South Bow, ce qui aide les investisseurs à comprendre les capacités de génération de trésorerie de la société et son potentiel de redistribution de valeur aux actionnaires. Les flux de trésorerie distribuables sont fondés sur le bénéfice (la perte) avant les impôts sur le bénéfice, ajusté pour tenir compte de l'amortissement, des éléments de normalisation décrits plus haut et ajusté aussi pour tenir compte de postes particuliers, y compris le bénéfice et les distributions provenant des participations comptabilisées à la valeur de consolidation de la société, les dépenses d'investissement de maintien, lesquelles sont inscrites à l'actif et généralement recouvrables par l'intermédiaire des ententes de tarification de South Bow, et les impôts sur le bénéfice exigibles.

Au deuxième trimestre de 2025, South Bow a modifié la définition des flux de trésorerie distribuables pour qu'elle ne tienne plus compte des intérêts créditeurs et autres dans le calcul du bénéfice (de la perte) avant les impôts sur le bénéfice. La direction estime que cette définition modifiée des flux de trésorerie distribuables reflète plus fidèlement le montant des flux de trésorerie générés par les activités commerciales qui peuvent être utilisés pour les décisions en matière de répartition du capital de South Bow. Les mesures comparatives ont été retraitées afin de tenir compte de ces modifications.

Les flux de trésorerie distribuables prévisionnels constituent une mesure financière non conforme aux PCGR prospective. South Bow ne fournit pas de rapprochement entre cette mesure prospective et la mesure financière la plus directement comparable calculée et présentée conformément aux PCGR en raison de variables inconnues et de l'incertitude liée aux résultats futurs. Ces variables inconnues peuvent être intrinsèquement difficiles à déterminer sans efforts déraisonnables. Les prévisions pour mai 2025 présentées à la rubrique « Perspectives et prévisions » du présent rapport de gestion reflètent la définition précédente des flux de trésorerie distribuables, alors que les prévisions pour août 2025 présentées sont calculées de la même manière que celle décrite ci-dessus pour les flux de trésorerie distribuables historiques, selon le cas. Les lecteurs sont priés de noter que les valeurs prévisionnelles des flux de trésorerie distribuables pour mai 2025 et août 2025 ne sont pas directement comparables.

Le tableau qui suit présente un rapprochement du bénéfice (de la perte) avant les impôts sur le bénéfice et des flux de trésorerie distribuables pour les trimestres et les semestres clos les 30 juin 2025 et 2024.

<i>En millions de dollars, sauf indication contraire</i>	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	126	110	240	256
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :				
Amortissement	63	62	125	123
Éléments de normalisation, après impôts ¹	(9)	(15)	1	(12)
Bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	(13)	(13)	(26)	(25)
Distributions tirées des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	18	13	37	33
Dépenses d'investissement de maintien ²	(8)	(21)	(21)	(24)
Charge d'impôts exigibles	(10)	(46)	(32)	(75)
Flux de trésorerie distribuables	167	90	324	276

1. Les éléments de normalisation selon le rapprochement du BAIIA normalisé comprennent les instruments de gestion des risques, les coûts de scission, les charges liées aux droits de douane et les coûts liés à Keystone XL et autres, après impôts.
2. Les dépenses d'investissement de maintien sont généralement recouvrables auprès des clients par l'entremise des ententes de tarification de South Bow et sont inscrites à l'actif aux fins des PCGR.

Le tableau qui suit présente un rapprochement du bénéfice avant les impôts sur le bénéfice et des flux de trésorerie distribuables pour les trimestres supplémentaires suivants :

Trimestre clos le	31 mars	31 décembre	30 septembre	30 juin	31 mars	31 décembre
<i>En millions de dollars US</i>	2025	2024	2024	2024	2024	2023
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	114	72	90	110	146	131
Ajustements pour tenir compte des postes particuliers :						
Amortissement	62	62	61	62	61	61
Éléments de normalisation, après impôts ¹	10	34	18	(15)	3	—
Bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	(13)	(12)	(12)	(13)	(12)	(13)
Distributions tirées des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	19	20	17	13	20	15
Dépenses d'investissement de maintien ²	(13)	(15)	(22)	(21)	(3)	(2)
Recouvrement (charge) d'impôts exigibles	(22)	(6)	38	(46)	(29)	(15)
Flux de trésorerie distribuables	157	155	190	90	186	177

1. Les éléments de normalisation selon le rapprochement du BAIIA normalisé comprennent les instruments de gestion des risques, les coûts de scission, les charges liées aux droits de douane et les coûts liés à Keystone XL et autres, après impôts.
2. Les dépenses d'investissement de maintien sont généralement recouvrables auprès des clients par l'entremise des ententes de tarification de South Bow et sont inscrites à l'actif aux fins des PCGR.

Dettes nette et ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé

La dette nette est une mesure clé de l'effet de levier qui sert à évaluer et à surveiller la structure de financement de South Bow. Elle donne un aperçu des obligations au titre de la dette à long terme de la société, déduction faite de la trésorerie et des équivalents de trésorerie. Cette mesure est utile pour les investisseurs, car elle permet, de l'avis de South Bow, de mieux comprendre la santé financière de la société et sa capacité à gérer et à remplir ses obligations au titre de la dette. La dette nette correspond à la somme du total de la dette à long terme et du traitement à titre de capitaux propres de 50 % des billets de rang inférieur, des obligations locatives afférentes aux contrats de location-exploitation et des dividendes à payer, déduction faite de la trésorerie et des équivalents de trésorerie selon les bilans consolidés de la société.

Le ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé sert à surveiller le levier financier de la société par rapport à son BAIIA normalisé pour les quatre trimestres consécutifs. Ce ratio permet aux investisseurs de comprendre la capacité de la société à assurer le service de sa dette à long terme par rapport à sa performance opérationnelle. Un ratio moins élevé indique une meilleure santé financière et une plus grande capacité à remplir ses obligations au titre de la dette.

Le tableau suivant présente un rapprochement du total de la dette à long terme et de la dette nette aux 30 juin 2025, 31 décembre 2024 et 30 juin 2024.

	30 juin 2025	31 décembre 2024	30 juin 2024
<i>En millions de dollars US, sauf indication contraire</i>			
Billets de premier rang	4 688	4 629	—
Billets de rang inférieur	1 086	1 087	—
Dette à long terme envers des sociétés liées à l'ancienne société mère	—	—	5 905
Total de la dette à long terme	5 774	5 716	5 905
Ajustements pour tenir compte de ce qui suit :			
Traitement hybride des billets de rang inférieur ¹	(543)	(544)	—
Obligations locatives afférentes aux contrats de location-exploitation	20	22	19
Dividendes à payer	104	104	—
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(452)	(397)	(346)
Dette nette	4 903	4 901	5 578
BAIIA normalisé pour quatre trimestres consécutifs	1 068	1 091	1 114
Ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé	4,6	4,5	5,0

1. Les billets de rang inférieur de la société font l'objet, à raison de 50 %, d'un traitement à titre de capitaux propres par les agences de notation. Ce traitement est pris en compte dans le calcul de la dette nette de la société ci-dessus.

Mesures financières supplémentaires

South Bow utilise certaines mesures financières supplémentaires qui ne sont pas définies par les PCGR des États-Unis, mais qui sont couramment utilisées dans le secteur des infrastructures énergétiques pour évaluer la répartition en matière de capital et la performance opérationnelle. Ces mesures comprennent les dépenses d'investissement de croissance, les dépenses d'investissement de maintien et les dépenses d'investissement liées à la scission.

Les dépenses d'investissement de croissance représentent les investissements en capital attribuables à de nouveaux projets ou à des projets d'agrandissement visant à améliorer la capacité ou l'offre de services de la société. Les dépenses d'investissement de maintien désignent les investissements en capital habituels nécessaires au maintien des activités et des actifs existants de la société et sont généralement recouvrables dans le cadre des ententes de tarification de South Bow. Les dépenses d'investissement liées à la scission représentent les investissements en capital non récurrents engagés dans le cadre de la scission et ne devraient pas être recouvrées dans le cadre des ententes de tarification de la société.

Questions comptables

Contrôles internes à l'égard de l'information financière et contrôles et procédures de communication de l'information

La direction de South Bow, notamment le chef de la direction et le chef des finances, a conclu que les contrôles et procédures de communication de l'information de la société (au sens des règles 13a-15(e) et 15d-15(e) promulguées en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Securities Exchange Act of 1934*, dans sa version modifiée (la « Loi de 1934 »)) sont efficaces et permettent de garantir que les informations que la société est tenue de fournir dans les rapports déposés ou soumis auprès des autorités en valeurs mobilières canadiennes et américaines sont enregistrées, traitées, condensées et présentées dans les délais prescrits par les lois sur les valeurs mobilières canadiennes et américaines applicables.

En avril 2025, la société a mis en œuvre un nouveau système PGI à l'échelle de l'organisation, parallèlement à la cessation de l'utilisation du système PGI de son ancienne société mère en vertu de la convention de services de transition. En conséquence, la société a modifié un certain nombre de contrôles internes afin de tenir compte des changements connexes apportés à ses systèmes d'information et processus d'affaires. Aucun autre changement dans le contrôle interne à l'égard de l'information financière (au sens des règles 13a-15(f) et 15d-15(f) de la Loi de 1934) n'est survenu au cours du trimestre clos le 30 juin 2025 qui ait eu, ou qui aurait raisonnablement pu avoir, une incidence significative sur les contrôles internes à l'égard de l'information financière de la société. La direction continuera d'évaluer périodiquement les contrôles et procédures de communication de l'information de la société ainsi que le contrôle interne à l'égard de l'information financière, et apportera de temps à autre les modifications jugées nécessaires.

La société assure une surveillance continue et maintient des contrôles internes appropriés pendant la transition vers le nouveau système PGI, notamment en ce qui concerne la performance et la modification des contrôles, les vérifications et les tests, et ce, afin de garantir l'intégrité et l'exhaustivité des données.

Étant donné leurs limites inhérentes, il est possible que les contrôles et les procédures de communication de l'information et les contrôles internes à l'égard de l'information financière ne permettent pas d'éviter ou de repérer les anomalies. De plus, les contrôles efficaces ne fournissent qu'une assurance raisonnable à l'égard de la préparation et de la présentation des états financiers.

Estimations comptables critiques

Dans le cadre de l'établissement des états financiers ci-joints conformément aux PCGR des États-Unis, la direction doit faire des estimations et poser des hypothèses qui ont une incidence sur la valeur comptable des actifs, des passifs, des produits et des charges, ainsi que sur les informations à fournir à l'égard des actifs et des passifs éventuels. Les estimations comptables critiques peuvent avoir une incidence importante sur la situation financière de South Bow, sur l'évolution de sa situation financière et sur sa performance financière. Aucun changement n'a été apporté aux estimations et jugements comptables critiques de South Bow au cours du semestre clos le 30 juin 2025.

Changements de méthodes comptables

La société n'a adopté aucune nouvelle norme comptable au cours du semestre clos le 30 juin 2025. Pour un complément d'information sur les normes nouvelles ou modifiées publiées mais non encore adoptées, il y a lieu de se reporter à la note 2, « Changements de méthodes comptables », des états financiers ci-joints de la société.

Gestion des risques

South Bow est soumise à divers risques qui pourraient avoir une incidence significative sur les résultats financiers et les activités de la société. Ces risques comprennent, sans toutefois s'y limiter, les risques financiers, le risque de marché, le risque lié au prix des produits de base, le risque de liquidité, le risque de change et le risque de crédit lié aux contreparties.

Pour un complément d'information sur les facteurs de risque ayant une incidence sur South Bow, il y a lieu de se reporter à la notice annuelle de la société pour l'exercice clos le 31 décembre 2024, qui est disponible sur le site Web de South Bow au www.southbow.com, sous le profil de South Bow sur SEDAR+ au www.sedarplus.ca et dans les documents déposés par South Bow auprès de la SEC au www.sec.gov.

Couverture de l'investissement net

Une partie des entités de la société dégagent la totalité ou la majeure partie de leur bénéfice en dollars canadiens; comme la société présente ses résultats financiers en dollars américains, les fluctuations du dollar canadien par rapport au dollar américain peuvent influencer sur son bénéfice net. Si les activités libellées en dollars canadiens de la société poursuivent leur expansion, ce risque s'accroît.

La société est exposée au risque de change du fait de son entité dont la monnaie fonctionnelle est le dollar canadien qui détient des titres d'emprunt libellés en dollars américains. Ce risque de change est contrebalancé par la désignation de ses billets de rang inférieur libellés en dollars américains comme couverture de l'investissement net dans les établissements à l'étranger. La couverture de l'investissement net est parfaitement efficace et tout gain ou perte de change, déterminé par le taux à la clôture de la période respective, est présenté à titre d'écart de conversion cumulé dans le cumul des autres éléments du résultat étendu.

	30 juin	31 décembre
<i>En millions de dollars US</i>	2025	2024
Montant nominal des billets de rang inférieur libellés en dollars américains	1 100	1 100
Juste valeur des billets de rang inférieur libellés en dollars américains	1 140	1 135
Écart de conversion cumulé comptabilisé dans le cumul des autres éléments du résultat étendu	62	(67)

Risque de crédit lié aux contreparties

Aux 30 juin 2025 et 2024, la société n'avait aucune créance irrécouvrable importante ni aucun montant important ayant subi une perte de valeur dans les créances clients. Aux 30 juin 2025 et 2024, il n'y avait aucune concentration importante du risque de crédit.

Au 30 juin 2025, la société avait des recouvrements contractuels associés au projet Keystone XL de 11 millions de dollars (56 millions de dollars au 31 décembre 2024) et des recouvrements contractuels liés à Keystone de 120 millions de dollars (114 millions de dollars au 31 décembre 2024) relativement à des litiges concernant les droits variables. Ces recouvrements font partie des ajustements au titre de l'indemnisation avec l'ancienne société mère de la société. Il y a lieu de se reporter à la note 5, « Scission » des états financiers ci-joints, pour plus de détails sur l'indemnisation.

Hiérarchie des justes valeurs

Les actifs et les passifs financiers de la société constatés à la juste valeur sont classés dans l'une de trois catégories en fonction de la hiérarchie des justes valeurs.

Niveaux	Manière de déterminer la juste valeur
Niveau 1	Prix cotés sur des marchés actifs pour des actifs et des passifs identiques auxquels la société a accès à la date d'évaluation. S'entend d'un marché actif un marché sur lequel les transactions sont conclues à une fréquence et à des volumes suffisants pour fournir de manière continue des renseignements sur les cours.
Niveau 2	Cette catégorie comprend les instruments dérivés portant sur les produits de base lorsque la juste valeur a été déterminée selon l'approche par le marché. Il peut s'agir de courbes de rendement de prix et de prix indiqués par un fournisseur de services de données externe.
Niveau 3	Cette catégorie comprend les opérations à échéance éloignée sur certains marchés, lorsque la liquidité est faible. La société se sert des données les plus observables disponibles ou des évaluations de courtiers à long terme ou encore des prix des produits de base négociés qui ont été visés par contrats selon des modalités semblables pour effectuer l'estimation appropriée de ces opérations. Il existe un degré d'incertitude découlant de l'utilisation de données de marché non observables qui pourraient ne pas refléter avec exactitude des variations futures éventuelles de la juste valeur.

La juste valeur des actifs et des passifs liés aux instruments dérivés de la société, déterminée de façon récurrente, y compris les tranches à court terme et à long terme, a été classée comme suit :

	Prix cotés sur des marchés actifs (niveau 1)	Autres données importantes observables (niveau 2) ¹	Données importantes non observables (niveau 3) ¹	Total
<i>En millions de dollars US</i>				
Actifs liés aux instruments dérivés	321	12	—	333
Passifs liés aux instruments dérivés	(338)	(18)	—	(356)
Au 30 juin 2025	(17)	(6)	—	(23)
Actifs liés aux instruments dérivés	184	4	—	188
Passifs liés aux instruments dérivés	(203)	(16)	—	(219)
Au 31 décembre 2024	(19)	(12)	—	(31)

1. Il n'y a eu aucun transfert du niveau 2 au niveau 3 au cours des périodes présentées.

Instruments financiers

Instruments financiers non dérivés

Juste valeur des instruments financiers non dérivés

Les actifs disponibles à la vente sont comptabilisés à la juste valeur, qui est calculée aux cours du marché lorsqu'ils sont disponibles. La valeur comptable de certains instruments financiers non dérivés compris dans la trésorerie et les équivalents de trésorerie, les débiteurs, le recouvrement de la provision environnementale, les recouvrements contractuels, les autres actifs à court terme, les autres actifs à long terme, les créditeurs et autres et les autres passifs à long terme se rapproche de leur juste valeur, du fait de leur nature ou de leur échéance à court terme. Ces instruments sont classés au niveau 2 de la hiérarchie des justes valeurs.

Le risque de crédit a été pris en compte dans le calcul de la juste valeur des instruments financiers non dérivés.

Présentation au bilan des instruments financiers non dérivés

Le tableau ci-après présente la juste valeur des instruments financiers non dérivés, exception faite de ceux dont la valeur comptable se rapproche de leur juste valeur, qui seraient classés au niveau 2 de la hiérarchie des justes valeurs.

En millions de dollars US	30 juin 2025		31 décembre 2024	
	Valeur comptable	Juste valeur	Valeur comptable	Juste valeur
Billets de premier rang	(4 688)	(4 679)	(4 629)	(4 598)
Billets de rang inférieur	(1 086)	(1 140)	(1 087)	(1 135)

Sommaire des actifs disponibles à la vente

Les tableaux suivants présentent un sommaire des renseignements supplémentaires sur les placements restreints en raison de l'Initiative de consultation relative aux questions foncières (l'« ICQF ») de la société qui étaient classés comme disponibles à la vente.

En millions de dollars US	30 juin 2025	31 décembre 2024
Juste valeur des titres à revenu fixe^{1, 2}		
Échéant à plus de 10 ans	85	80
	85	80

1. Les actifs disponibles à la vente sont comptabilisés à la juste valeur et inclus dans les autres actifs à long terme aux bilans consolidés de la société.

2. Classés au niveau 2 de la hiérarchie des justes valeurs.

En millions de dollars US	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
	2025	2024	2025	2024
Pertes nettes latentes ¹	(4)	—	(2)	(4)
Pertes nettes réalisées ^{1, 2}	—	—	(1)	(1)

1. Les pertes réalisées et latentes attribuables aux variations de la juste valeur des placements restreints en raison de l'ICQF ont une incidence sur les montants subséquents des fonds prélevés au moyen de droits pour couvrir les coûts futurs de cessation d'exploitation des pipelines. Par conséquent, la société comptabilise ces pertes dans les autres actifs à long terme et les autres passifs à long terme.

2. Les pertes réalisées sur la vente de placements restreints en raison de l'ICQF sont calculées selon la méthode du coût moyen.

Instruments dérivés

Juste valeur des instruments dérivés

La juste valeur des dérivés portant sur des produits de base a été calculée selon les cours du marché lorsqu'ils étaient disponibles. En l'absence de cours du marché, les prix indiqués par une entreprise de courtage indépendante ou d'autres techniques d'évaluation ont été utilisés. La juste valeur des options a été calculée au moyen du modèle d'évaluation binomial. Le calcul de la juste valeur des instruments dérivés tient compte du risque de crédit. Les gains et les pertes latent(e)s sur les instruments dérivés ne sont pas nécessairement représentatifs des montants qui seront réalisés au moment du règlement.

Bien que les instruments dérivés soient considérés comme des couvertures économiques efficaces, ils ne répondent pas aux critères précis de la comptabilité de couverture ou ils ne sont pas désignés en tant que couverture. Ils sont donc inscrits à leur juste valeur et les variations de la juste valeur sont imputées au bénéfice net de la période au cours de laquelle elles surviennent. Pour cette raison, la société peut être exposée à une variabilité accrue du bénéfice présenté, puisque la juste valeur des instruments dérivés peut fluctuer beaucoup d'une période à l'autre.

Présentation au bilan des instruments dérivés

Le classement au bilan de la juste valeur des instruments dérivés portant sur des produits de base détenus à des fins de transaction s'établissait comme suit :

	30 juin 2025	31 décembre 2024
<i>En millions de dollars US</i>		
Total des actifs dérivés (autres actifs à court terme)	333	188
Total des passifs dérivés (créditeurs et autres)	(356)	(219)
Total des instruments dérivés ^{1, 2}	(23)	(31)

1. La juste valeur correspond à la valeur comptable.

2. Comprend les achats et les ventes de pétrole brut.

La majeure partie des instruments dérivés détenus à des fins de transaction ont été conclus à des fins de gestion des risques et ces derniers sont tous visés par les stratégies, politiques et limites de gestion des risques de South Bow. Ils comprennent les instruments dérivés qui n'ont pas été désignés en tant que couvertures ou qui ne sont pas admissibles à la comptabilité de couverture, mais qui ont été conclus en tant que couvertures économiques afin de gérer le risque de marché auquel la société est exposée.

Sommaire des montants nominaux et des échéances

Les échéances et le volume nominal en cours relativement aux instruments dérivés de la société portant sur les liquides se présentaient comme suit :

	30 juin 2025	31 décembre 2024
Volume des achats nets (en millions de barils)	(7)	(14)
Dates d'échéance (année)	2025-2026	2025

Gains (pertes) réalisé(e)s et latent(e)s sur les instruments dérivés sur produits de base

	Trimestres clos les 30 juin		Semestres clos les 30 juin	
<i>En millions de dollars US</i>	2025	2024	2025	2024
Instruments dérivés détenus à des fins de transaction ¹				
Gains latents	15	26	8	27
Gains réalisés	91	108	211	210
Gains sur les dérivés	106	134	219	237

1. Les gains (pertes) réalisé(e)s et latent(e)s sur les instruments dérivés détenus à des fins de transaction utilisés pour acheter et vendre du pétrole brut sont inclus au montant net dans les produits aux états consolidés des résultats.

Compensation des instruments dérivés

South Bow conclut des contrats d'instruments dérivés sur produits de base assortis d'un droit de compensation dans le cours normal des activités ainsi qu'en cas de défaut. Elle ne dispose d'aucun accord de compensation cadre, mais elle conclut des contrats semblables renfermant des droits de compensation.

La société a choisi de présenter aux bilans consolidés la juste valeur des montants bruts des instruments dérivés assortis d'un droit de compensation.

Les tableaux qui suivent illustrent l'incidence sur la présentation de la juste valeur des actifs et des passifs liés aux instruments dérivés si la société avait choisi de présenter les montants nets pour ces contrats.

Au 30 juin 2025	Montants bruts des instruments dérivés	Montants disponibles à des fins de compensation ¹	Montants nets
<i>En millions de dollars US</i>			
Actifs liés aux instruments dérivés	333	(328)	5
Passifs liés aux instruments dérivés	(356)	328	(28)

1. Les montants disponibles à des fins de compensation ne comprennent pas les garanties en trésorerie accordées ou reçues.

Au 31 décembre 2024	Montants bruts des instruments dérivés	Montants disponibles à des fins de compensation ¹	Montants nets
<i>En millions de dollars US</i>			
Actifs liés aux instruments dérivés	188	(187)	1
Passifs liés aux instruments dérivés	(219)	187	(32)

1. Les montants disponibles à des fins de compensation ne comprennent pas les garanties en trésorerie accordées ou reçues.

Pour ce qui est des instruments dérivés présentés ci-dessus, la société avait fourni à ses contreparties des garanties en trésorerie de 50 millions de dollars et des lettres de crédit de 11 millions de dollars au 30 juin 2025 (66 millions de dollars et 16 millions de dollars, respectivement, en 2024). Au 30 juin 2025, la société ne détenait aucune garantie en trésorerie, et les lettres de crédit fournies par des contreparties relativement aux risques liés aux actifs se chiffraient à 70 millions de dollars (néant et 70 millions de dollars, respectivement, en 2024).

Dispositions liées au risque de crédit éventuel des instruments dérivés

Les instruments dérivés qui ont pour objet de gérer le risque de marché comportent souvent des dispositions relatives à des garanties financières qui permettent aux parties de gérer le risque de crédit. Ces dispositions pourraient exiger que des garanties soient fournies si un événement lié au risque de crédit devait se produire, tel que la révision à la baisse de la cote de crédit de South Bow à un niveau de catégorie spéculative. La société peut également devoir fournir des garanties si la juste valeur de ses instruments financiers dérivés est supérieure à des seuils prédéfinis de risque. La société a fourni des garanties pour les instruments dérivés assortis de dispositions liées au risque de crédit éventuel, lesquelles sont comptabilisées dans les autres actifs à court terme aux bilans consolidés. Aux 30 juin 2025 et 31 décembre 2024, il n'y avait aucun autre instrument dérivé assorti de dispositions liées au risque de crédit pour lequel aucune garantie n'avait été fournie.

Principales informations financières et opérationnelles trimestrielles

Le tableau suivant présente les principales informations financières et opérationnelles trimestrielles pour les huit derniers trimestres.

En millions de dollars US, sauf les données par action, les ratios et les données opérationnelles	2025		2024 ¹				2023 ¹	
	T2	T1	T4	T3	T2	T1	T4	T3
Produits	524	498	488	534	554	544	540	532
Bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation	13	13	12	12	13	12	13	14
Bénéfice avant les impôts sur le bénéfice	126	114	72	90	110	146	131	117
BALIA normalisé ²	250	266	290	262	241	298	278	297
Flux de trésorerie distribuables ^{2, 3}	167	157	155	190	90	186	168	
Dépenses d'investissement ⁴	34	32	28	61	20	12	11	8
Bénéfice net	96	88	55	61	88	112	103	92
Nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation - dilué (en millions) ⁵	208,8	208,7	208,4	207,6	207,6	207,6	207,6	207,6
Bénéfice net par action – dilué ⁵	0,46	0,42	0,26	0,29	0,42	0,54	0,50	0,44
Bénéfice net normalisé ²	87	98	112	86	71	114	94	126
Bénéfice net normalisé par action - dilué ^{2, 5}	0,42	0,47	0,54	0,41	0,34	0,55	0,45	0,61
Dividendes déclarés	104	104	104					
Dividendes déclarés par action ⁵	0,50	0,50	0,50					
Total de la dette à long terme ⁶	5 774	5 719	5 716	10 452	5 905	5 924	5 967	
Dette nette ²	4 903	4 910	4 901	4 827	5 578	5 421	5 715	
Ratio de la dette nette sur le BALIA normalisé ²	4,6	4,6	4,5	4,5	5,0	4,8	5,3	
Données opérationnelles								
Facteur d'exploitation du réseau Keystone (%) ⁷	93	98	96	95	94	96	92	92
Débit de Keystone (kb/j)	544	613	621	616	623	643	612	596
Débit du tronçon de la côte américaine du golfe du Mexique du réseau d'oléoducs Keystone (kb/j) ⁸	760	726	784	815	802	779	783	745
Débit de Marketlink (kb/j)	625	549	615	636	622	582	610	595

1. Les chiffres présentés pour la période antérieure au 1^{er} octobre 2024 sont fondés sur les états financiers détachés de la société préparés avant la scission et ont été présentés sur la base des informations contenues dans les états financiers détachés. Les chiffres non présentés n'étaient pas inclus dans les états financiers détachés. Les chiffres antérieurs à la scission étaient présentés en dollars canadiens.
2. Mesure financière ou ratio non conforme aux PCGR qui n'a pas de signification normalisée selon les PCGR. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Mesures financières déterminées » du présent rapport de gestion pour plus de détails.
3. Les flux de trésorerie distribuables et la dette nette sont des mesures financières non conformes aux PCGR utilisées par la société à compter du 1^{er} octobre 2024. Par conséquent, aucun chiffre n'est présenté pour les périodes antérieures au 1^{er} octobre 2024 dans le tableau ci-dessus.
4. Dépenses d'investissement selon les activités d'investissement inscrites aux états consolidés des flux de trésorerie dans les états financiers ci-joints.
5. Le 1^{er} octobre 2024, la société a réalisé la scission pour devenir une société ouverte indépendante. Les données par action pour les périodes comparatives ont été calculées en fonction du nombre d'actions en circulation le 1^{er} octobre 2024.
6. Le total de la dette à long terme après le 1^{er} octobre 2024 comprend les billets de premier rang et les billets de rang inférieur de la société selon les bilans consolidés qui font partie des états financiers ci-joints. Pour les périodes antérieures au 1^{er} octobre 2024, la société avait une dette à long terme envers des sociétés liées à son ancienne société mère.
7. Le facteur d'exploitation du réseau mesure la capacité de South Bow à acheminer du pétrole brut au débit maximal planifié de l'oléoduc Keystone.
8. Comprend le débit en provenance de Hardisty, en Alberta, transporté par l'oléoduc Keystone et le débit en provenance de Cushing, en Oklahoma, transporté par Marketlink à destination de la côte américaine du golfe du Mexique.

Les fluctuations du bénéfice et des produits trimestriels sont et peuvent être influencées par les décisions réglementaires, le calendrier de mise en service des actifs nouvellement construits, les acquisitions et les dessaisissements, la demande de services de transport non visés par des engagements, les activités de commercialisation et les prix des produits de base, les événements qui sortent du cadre normal des activités, certains ajustements de la juste valeur et les taux de change. Au cours des huit derniers trimestres, les résultats de la société ont principalement subi l'incidence des facteurs suivants :

- Les charges découlant de la décision initiale de la FERC et de l'ordonnance de la FERC à l'égard de sa décision initiale. Il y a lieu de se reporter à la rubrique « Faits récents » du présent rapport de gestion pour plus de détails.
- Les coûts de préservation associés au projet Keystone XL au cours des huit derniers trimestres, engagés principalement en 2023.
- Les charges liées à la scission concernant la planification, l'exécution et la conclusion de la scission transformant South Bow en une société ouverte indépendante. Les coûts connexes ont été principalement comptabilisés à partir de 2024.
- Les changements touchant la demande du marché et les possibilités d'expédition de volumes non visés par des engagements, qui peuvent avoir une incidence sur les produits comptabilisés d'un trimestre à l'autre. Au cours du premier trimestre de 2024, la société a expédié d'importants volumes non visés par des engagements.
- Les répercussions sur les volumes traités et les produits liées à l'incident survenu en avril 2025 à la borne kilométrique 171.

Revue du deuxième trimestre de 2025

Le deuxième trimestre de 2025 a été marqué par les événements suivants :

- La société a généré des produits de 524 millions de dollars et un bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation de 13 millions de dollars, contre des produits de 498 millions de dollars et un bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation de 13 millions de dollars au premier trimestre de 2025.
- La société a dégagé un BAIIA normalisé de 250 millions de dollars, ce qui représente une baisse de 16 millions de dollars par rapport au premier trimestre de 2025, principalement attribuable à la diminution du BAIIA normalisé dans le secteur Commercialisation de la société.
- South Bow a déclaré son dividende trimestriel de 0,50 \$ par action le 15 mai 2025, qui a été versé le 15 juillet 2025 aux actionnaires inscrits le 30 juin 2025.
- Le débit total du pipeline Keystone s'est établi à environ 544 000 b/j, ce qui représente une baisse d'environ 69 000 b/j par rapport au premier trimestre de 2025, principalement attribuable à la diminution des volumes due aux réductions sur le réseau d'oléoducs Keystone par suite de l'incident survenu en avril 2025 à la borne kilométrique 171.
- À la clôture de la période, la dette nette s'établissait à 4,9 milliards de dollars et le ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé était de 4,6 fois, contre une dette nette de 4,9 milliards de dollars et un ratio de la dette nette sur le BAIIA normalisé de 4,5 fois au 31 décembre 2024.
- La société a achevé, au début de juin, le nettoyage et la remise en état du site de l'incident survenu à la borne kilométrique 171 près de Fort Ransom, dans le Dakota du Nord, et a poursuivi les mesures correctives, avec quatre inspections internes et huit fouilles d'intégrité réalisées en date du présent rapport.

Garanties de dettes consenties par la société mère

Le 28 août 2024, la société a réalisé son premier placement de titres d’emprunt, qui comprenait des billets de premier rang libellés en dollars américains et canadiens et des billets de rang inférieur libellés en dollars américains émis par certaines filiales de South Bow Corporation. Les garanties sont complètes et inconditionnelles. Les émetteurs et les garants des billets de premier rang et des billets de rang inférieur libellés en dollars américains sont résumés ci-après :

Émetteur et garants (le « groupe de débiteurs »)	
Billets de premier rang	
Échéant en septembre 2027 (700 millions de dollars, 4,91 %)	Émis par South Bow USA Infrastructure Holdings LLC et garantis par South Bow Infrastructure Holdings Ltd., South Bow Canadian Infrastructure Holdings Ltd. et South Bow Corporation.
Échéant en octobre 2029 (1 000 millions de dollars, 5,03 %)	
Échéant en octobre 2034 (1 250 millions de dollars, 5,58 %)	
Échéant en octobre 2054 (700 millions de dollars, 6,18 %)	
Échéant en février 2030 (450 millions de dollars CA, 4,32 %)	Émis par South Bow Canadian Infrastructure Holdings Ltd. et garantis par South Bow Infrastructure Holdings Ltd., South Bow USA Infrastructure Holdings LLC et South Bow Corporation.
Échéant en février 2032 (500 millions de dollars CA, 4,62 %)	
Échéant en février 2035 (500 millions de dollars CA, 4,93 %)	
Billets de rang inférieur	
Échéant en mars 2055 (450 millions de dollars, 7,63 %)	Émis par South Bow Canadian Infrastructure Holdings Ltd. et garantis par South Bow Infrastructure Holdings Ltd., South Bow USA Infrastructure Holdings LLC et South Bow Corporation.
Échéant en mars 2055 (650 millions de dollars, 7,50 %)	

Les garanties sur les billets de premier rang ont priorité de rang sur toutes les dettes subordonnées, y compris les billets de rang inférieur, et ont une priorité de paiement égale aux autres dettes non subordonnées. Elles sont subordonnées aux dettes garanties en fonction de la valeur des actifs donnés en garantie. En outre, elles sont structurellement subordonnées aux dettes et aux passifs des filiales qui ne garantissent pas les billets de premier rang. Les actes de fiducie régissant les billets de premier rang limitent la capacité de South Bow : à créer des privilèges sans garantir les billets de manière égale et proportionnelle; et à conclure certaines transactions de cession-bail. Ces actes de fiducie restreignent également la capacité de South Bow de regrouper, de fusionner ou de transférer la totalité ou la quasi-totalité de ses actifs.

Les garanties des billets de rang inférieur ne sont pas garanties et sont de rang inférieur à toutes les dettes de premier rang, y compris les billets de premier rang. Elles ont une priorité de paiement égale aux autres dettes subordonnées non garanties spécifiées et sont structurellement subordonnés aux dettes des filiales qui ne garantissent pas les billets de rang Inférieur. En cas de faillite ou d’insolvabilité, elles sont de rang supérieur aux actions ordinaires et privilégiées dans la distribution des actifs.

Les garanties relatives aux billets de premier rang et aux billets de rang inférieur ne limitent pas le montant de la dette de premier rang que South Bow peut contracter ni le montant des autres dettes ou passifs que South Bow ou ses filiales peuvent engager, et ne contiennent aucune clause restrictive de nature financière ou autre clause restrictive similaire.

Information financière résumée du groupe de débiteurs

Conformément à la règle 3-10 du Regulation S-X de la SEC, South Bow a présenté les renseignements et les informations à fournir résumés qui suivent au lieu de déposer des états financiers individuels pour chacun des garants des titres. L'information financière résumée du groupe de débiteurs est présentée sur une base combinée, après élimination des soldes et des transactions intersociétés entre les entités du groupe de débiteurs. Sont exclus de l'information financière résumée les informations de toute filiale qui n'est pas un émetteur ni un garant, ainsi que le bénéfice tiré des participations comptabilisées à la valeur de consolidation. Les cotes de crédit de South Bow sont fondées sur les états financiers ci-joints et, par conséquent, les états financiers ci-joints donnent une image plus appropriée de la situation financière de la société. L'information financière résumée du groupe de débiteurs s'établit comme suit :

	Au 30 juin 2025	Au 31 décembre 2024
<i>En millions de dollars US</i>		
Principales informations sur l'actif :		
Actifs à court terme	232	426
Créances de filiales non débitrices	—	6
Actifs à long terme	232	207
Créances à long terme de filiales non débitrices	2 137	2 137
Principales informations sur le passif :		
Passifs à court terme	205	226
Montants à payer à des filiales non débitrices	1 359	1 023
Passifs à long terme, y compris la dette garantie	5 870	5 768
Passifs à long terme auprès de filiales non débitrices	4 137	4 137
Semestre clos le 30 juin 2025		
<i>En millions de dollars US</i>		
Produits de source externe		—
Produits provenant de filiales non débitrices		—
Perte d'exploitation du groupe de débiteurs		(304)
Perte nette du groupe de débiteurs		(359)

Information prospective

Afin d'aider le lecteur à comprendre l'évaluation que fait la direction des plans, perspectives financières et perspectives en général de South Bow, le présent rapport de gestion comprend certains énoncés et certaines informations qui constituent des énoncés prospectifs ou de l'information prospective (collectivement, les « énoncés prospectifs »). Les énoncés prospectifs se reconnaissent généralement à l'emploi de mots ou d'expressions comme « prévoir », « continuer », « estimer », « s'attendre à », « pouvoir », « projeter », « devoir », « croire », « planifier », « avoir l'intention de », « concevoir », « cibler », « entreprendre », « voir », « indiquer », « maintenir », « explorer », « comporter », « échéancier », « objectif », « stratégie », « probable », « potentiel », « perspectives », « but », « objectif » et d'autres expressions semblables suggérant des événements futurs ou un rendement futur.

Plus particulièrement, les énoncés prospectifs figurant dans le présent rapport de gestion comprennent des informations et certaines perspectives financières, qui portent notamment sur ce qui suit :

- la performance financière et opérationnelle de la société;
- les attentes concernant les stratégies et les objectifs en matière d'optimisation, de croissance et d'expansion et les méthodes que South Bow prévoit employer pour mettre en œuvre ces stratégies;
- les priorités de South Bow en matière de répartition du capital;
- les perspectives financières et les prévisions annuelles de South Bow pour 2025, y compris le BAIIA normalisé de 2025, les intérêts débiteurs de 2025, les flux de trésorerie distribuables de 2025 et les dépenses d'investissement de 2025, ainsi que les prévisions de South Bow pour le troisième trimestre de 2025 en ce qui concerne le BAIIA normalisé;
- les prévisions de South Bow concernant le BAIIA normalisé pour le secteur Commercialisation et la compensation prévue des pertes du secteur Commercialisation au moyen du BAIIA normalisé associé aux dépenses d'investissement de maintien destinées aux projets d'intégrité du réseau;
- la capacité prévue de respecter les engagements contractuels en matière de débit sur l'oléoduc Keystone aux termes de l'ordonnance de mesures correctives;
- les effets attendus des conclusions de l'analyse des causes profondes et des mesures prises par la suite par la société en réponse à l'incident survenu à la borne kilométrique 171 sur les perspectives financières et opérationnelles de South Bow pour 2025;
- les coûts prévus liés à l'incident survenu à la borne kilométrique 171;
- les coûts prévus pour la mise en place des capacités de la société;
- les coûts prévus liés à la convention de services de transition pendant la période de transition;
- les effets attendus de la réduction de la dette sur la résilience financière de South Bow, ses frais de service de la dette et sa capacité à financer de futures initiatives de croissance et le rendement pour les actionnaires;
- les dividendes et autres rendements pour les actionnaires prévus;
- les flux de trésorerie attendus et les options de financement futures disponibles, y compris la gestion de portefeuille;
- les attentes concernant la taille, le calendrier, les modalités et les résultats des transactions courantes et futures;
- la demande prévue pour la capacité non visée par des engagements sur l'oléoduc Keystone à court terme et son apport financier connexe limité pour la société;
- l'accès prévu au capital et le coût du capital;
- les coûts prévus, les calendriers et les dates de mise en service des projets planifiés, y compris les projets en cours de construction comme le projet de raccordement Blackrod, ainsi que les avantages, les flux de trésorerie connexes et le calendrier de ces projets;
- les attentes concernant le calendrier et la nature des documents de conformité à fournir en réponse à l'ordonnance de la FERC;
- les prévisions concernant les dépenses d'investissement, les obligations contractuelles, les engagements et les passifs éventuels, y compris les coûts des mesures environnementales correctives;
- les processus de réglementation à suivre et les résultats escomptés;
- l'issue de toute action en justice, notamment l'arbitrage et les réclamations d'assurance;
- l'incidence prévue des changements juridiques et comptables futurs, y compris l'incidence des tarifs douaniers;
- les prévisions quant aux conditions dans l'industrie, à la conjoncture du marché et au contexte économique, y compris leur incidence sur South Bow et sur ses clients et fournisseurs.

Les énoncés prospectifs ne constituent pas une garantie de la performance future. Les événements et les résultats réels pourraient différer considérablement de ceux qui sont sous-entendus dans les énoncés prospectifs, notamment en raison des hypothèses, des risques ou des incertitudes liés aux activités de South Bow ou d'événements qui se produisent après la date du présent rapport de gestion.

Les énoncés prospectifs sont fondés sur un certain nombre d'hypothèses, de prédictions ou de projections différentes et sont assujettis à un certain nombre de risques différents, y compris les hypothèses clés suivantes, et sont assujettis aux risques et incertitudes qui suivent :

Hypothèses

- la concrétisation des avantages attendus des acquisitions, des cessions et de la scission;
- les décisions de réglementation et leurs incidences;
- les arrêts d'exploitation prévus et imprévus et le taux d'utilisation des pipelines de la société;
- la fiabilité et l'intégrité des actifs de la société;
- les prévisions relatives aux coûts, aux échéanciers et aux dates d'achèvement des travaux de construction;
- l'accès aux marchés financiers, y compris la gestion de portefeuille;
- les prévisions quant aux conditions dans l'industrie, à la conjoncture du marché et au contexte économique, y compris leur incidence sur la société et sur ses clients et fournisseurs;
- la conformité des coûts d'exploitation futurs aux attentes actuelles de la direction;
- la capacité de la société à maintenir ses cotes de crédit actuelles;
- les taux d'inflation, les prix des produits de base et les coûts de la main-d'œuvre en vigueur;
- les taux d'intérêt, d'impôt et de change en vigueur;
- les modifications apportées aux lois fiscales américaines et leurs répercussions sur la réduction des impôts exigibles;
- la nature et la portée des activités de couverture.

Risques et incertitudes

- l'incapacité de concrétiser les avantages attendus des acquisitions, des cessions et de la scission;
- la capacité de la société à mettre en œuvre ses priorités stratégiques et la question de savoir si elles donneront les résultats escomptés;
- la capacité de la société à mettre en application une stratégie de répartition du capital qui cadre avec l'objectif de maximiser la valeur pour les actionnaires;
- le rendement opérationnel des pipelines et des actifs de stockage de la société;
- la capacité vendue et les prix obtenus par la société;
- l'évolution des politiques commerciales mondiales, notamment les droits de douane et leur incidence sur l'entreprise, les résultats financiers et les activités de la société;
- les niveaux de production des bassins d'approvisionnement;
- la construction et l'achèvement des projets d'immobilisations;
- la mise en œuvre et l'efficacité du nouveau système PGI de la société;
- le coût et la disponibilité de la main-d'œuvre, de l'équipement et des matériaux et les pressions inflationnistes y afférentes;
- la disponibilité et les prix du marché des produits de base;
- l'accès aux marchés financiers et de l'assurance à des conditions avantageuses;
- les taux d'intérêt, d'impôt et de change;
- le rendement et le risque de crédit des contreparties de la société;
- les décisions réglementaires et l'issue des actions en justice, y compris l'arbitrage et les réclamations d'assurance;
- la capacité de la société à prévoir et à évaluer correctement les changements apportés aux politiques et à la réglementation gouvernementales, notamment ceux qui ont trait à l'environnement;
- la capacité de la société à réaliser la valeur des actifs corporels et des recouvrements contractuels;
- la concurrence dans le secteur où la société exerce ses activités;
- les conditions météorologiques imprévues ou inhabituelles;
- les actes de désobéissance civile;
- la cybersécurité et les innovations technologiques;
- les risques liés à la durabilité;
- l'incidence de la transition énergétique sur les activités de la société;
- la conjoncture économique en Amérique du Nord et à l'échelle mondiale;

- les crises sanitaires mondiales, telles que les pandémies et les épidémies, et les répercussions s'y rapportant;
- le recouvrement des coûts résultant d'incidents inattendus liés à la pollution ou à l'environnement en lien avec les activités de la société;
- les autres facteurs dont il est question à la rubrique « Gestion des risques » du présent document et dans la notice annuelle de la société pour l'exercice clos le 31 décembre 2024, qui peut être consultée à l'adresse www.sedarplus.ca.

Les listes qui précèdent ne doivent pas être interprétées comme étant exhaustives. Les résultats réels pourraient être très différents de ceux prévus dans les énoncés prospectifs; les lecteurs ne doivent pas se fier outre mesure aux énoncés prospectifs ni utiliser l'information de nature prévisionnelle ou les perspectives financières à d'autres fins que celles pour lesquelles elles ont été formulées. South Bow ne met pas à jour les énoncés prospectifs pour tenir compte de nouveaux renseignements ou d'événements futurs, sauf si la loi l'exige.

La direction a approuvé les perspectives financières qui figurent dans le présent rapport de gestion, y compris le BAIIA normalisé de 2025, le BAIIA normalisé du troisième trimestre de 2025, les intérêts débiteurs de 2025, les flux de trésorerie distribuables de 2025 et les dépenses d'investissement de 2025, qui sont fondées, entre autres, sur les diverses hypothèses présentées dans le présent rapport de gestion, y compris celles présentées à la rubrique « Informations prospectives » à la date du présent rapport de gestion. L'objectif de ces perspectives financières est d'informer le lecteur des attentes de la direction à l'égard des résultats financiers et d'exploitation de la société en 2025, et ces informations pourraient ne pas convenir à d'autres fins. Les lecteurs sont avertis que, bien que les hypothèses utilisées pour préparer ces informations soient jugées raisonnables au moment de leur préparation, elles pourraient se révéler imprécises et avoir une incidence défavorable importante; par conséquent, les lecteurs ne devraient pas se fier indûment à ces perspectives financières.

Glossaire

Les abréviations couramment utilisées dans le présent rapport de gestion sont les suivantes :

b	baril
b/j	barils par jour
Kb	millier de barils
\$ US	dollar américain
\$ CA	dollar canadien
PCGR des États-Unis	Principes comptables généralement reconnus des États-Unis
TSX	Bourse de Toronto
FERC	Federal Energy Regulatory Commission
REC	Régie de l'énergie du Canada
BSOC	Bassin sédimentaire de l'Ouest canadien
PHMSA	Pipeline and Hazardous Materials Safety Administration
BAIIA	bénéfice avant les intérêts, les impôts et l'amortissement
PGI	progiciel de gestion intégré
Kb/j	millier de barils par jour