

ENGAGEMENT N° 13

Référence : E-13 (GM), Notes sténographiques du 14 septembre 2011, volume 5, page 199

Demande : « *Expliciter les ajustements proposés aux lignes 7 et 8 du tableau sommaire Gaz Métro-7, Document 15, aux fins de justifier le résultat de dix virgule deux pour cent (10,2 %) auquel parvient le docteur Morin par rapport à celui de neuf virgule deux pour cent (9,2%) auquel la Régie est parvenue dans la décision D-2009-156.* » (demandé par ACIG)

Réponse : The 10.2% rate is obtained from a risk-free rate of 4.4% (line 1), a market risk premium of 6.7% (line 2) and a beta of 0.7 (line 3). The inclusion of 30 basis points for flotation costs (line 5) leads to a CAPM of 9.4% for the average natural gas distribution utility (lines 6 and 9). A 40 basis points adjustment is applied to take into account other methodologies' results (line 10). A reasonable ROE for average natural gas distribution utilities is thus 9.8% (line 11). Finally, a 40 basis points adjustment is applied to take into account Gaz Metro's additional risk, leading to a recommended ROE of 10.2% for Gaz Metro (line 12).

This recommendation does not contain any additional adjustment to account for credit differentials above their historical average nor to account for the risk-free rate below its historical average.

The difference between the classic CAPM results used by the Régie and those of Dr. Morin can be reconciled at lines 7 and 8.

In Decision D-2009-156, the Régie made an adjustment to the CAPM's result to account for an increase in credit spreads.

Régie de l'énergie
DOSSIER R-3752-2011
DÉPOSÉE EN AUDIENCE Phax 2
Date: 20/Sept/2011
Pièces n°: 3301

« *Par conséquent, la Régie établit, pour tenir compte de l'effet de la crise financière, une majoration de la prime de risque du marché dans une fourchette variant de 0,50 % à 1,00 %. Cet ajustement sera pris en compte dans l'établissement du taux de rendement de Gaz Métro pour les années tarifaires 2010 et 2011.* »

As regulated companies' credit spreads, as per Bloomberg's C29530Y series, are higher (158 basis points in August 2011) than those in effect at the time that decision D-2009-156 was issued (144, 143, 147 and 152 basis points from September to December 2009) and as the downward trend that seemed to foreshadow a return to the historical average did not materialize, an adjustment to the upper part of the range is retained (0.75% to 1.00%). When combined to the beta, this adjustment corresponds to an increase of the average natural gas distribution utility risk premium of 50 to 70 basis points.

In decision D-2009-156, the Régie also adjusted the CAPM result to account for the risk-free rates decrease:

« *Par ailleurs, la Régie rappelle que, dans sa décision D-2007-116, elle mentionnait que l'application du MÉAF présentait une difficulté particulière*

lorsque la détermination du rendement dans un dossier intervient dans une période où les taux courants des obligations gouvernementales s'écartent de façon significative du taux moyen de longue période. La prime de risque étant calculée sur de longues périodes et représentant la différence entre la moyenne arithmétique des rendements du marché et de ceux des obligations gouvernementales, cette prime est donc représentative des conditions qui prévalent sur cette même période. La Régie concluait qu'un ajustement s'imposait lorsque les conditions du marché obligataire s'éloignent de cette moyenne.

Compte tenu de la preuve au présent dossier et des remarques émises dans sa décision D-2007-116, la Régie juge qu'un ajustement de l'ordre de 25 à 50 points de base par rapport aux résultats du modèle d'évaluation des actifs financiers est justifié dans les circonstances. »

As the risk-free rate used is 4.40%, there is a 200 basis points differential with the historical average established in decision D-2007-116. This differential, combined with the adjustment coefficient of 25% corresponds to a 50 basis points adjustment to the average natural gas distribution utility risk premium (line 8).

Those two distinct adjustments are not necessary in order to obtain the recommended CAPM of 9.4%, when considering the data and the methodology used. Indeed, the risk premium used takes into account the evolution of risk-free rates as well as the evolution of the market risk premium.

In 2009, the Régie retained a risk premium before adjustments range between 2.75% and 3.16% for the average natural gas distribution utility. Both the above-mentioned adjustments, increasing the premium from 100 to 120 basis points, would lead to a risk premium for the average natural gas distribution utility of 3.75% to 4.36%, compared to the proposed premium of 4.69% (line 4).