

**Energimarknadsinspektionen:**  
**WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioden**  
**2015-2018**  
**Bemötande av kommentarer**  
**21 augusti 2015**



**Building a better  
working world**

## Inledning

I en rapport från den 2 september 2014 gjorde EY en bedömning av avkastningskrav (WACC) för gasnätsföretag för tillsynsperioderna 2012, 2013 samt 2015-2018.<sup>1</sup> I en rapport daterad den 31 mars 2015 utvecklade vi vissa metodmässiga grunder rörande tillsynsperioden 2015-2018.<sup>2</sup>

KPMG och Thore Johnsen har nu kommenterat vår rapport från den 31 mars i var sin ny rapport.<sup>3, 4</sup> I denna PM bemöter vi kommentarerna från KPMG och Thore Johnsen.

### 1. BNP-metodens relevans för skattning av långsiktig realränta

Inledningsvis vill vi förtydliga att vi naturligtvis är väl medvetna om de nationalekonomiska teorier som argumenterar för ett långsiktigt samband mellan ekonomisk tillväxt och ränta (dvs. det som "BNP-metoden" bygger på). I samband med att vi skrev vår rapport från den 31 mars gjorde vi en litteratursökning för att om möjligt utröna hur dessa teorier kan användas på ett praktiskt sätt i samband med reglering av naturliga monopol. Bland annat studerade vi en av de källor som Thore Johnsen nämner, "*Den nøytrale realrenten*" av Tom Bernhardsen och Karsten Gerdrup. Trots att sambandet mellan tillväxt och realränta nämns i denna artikel påstås det ingenstans att det råder ett 1:1-förhållande mellan realränta och BNP-tillväxt på lång sikt. Tvärtom belyser artikeln de mycket komplexa samband som bestämmer räntan, bland annat kopplingen till den globala räntenivån. Artikeln innehåller följande citat som belyser svårigheten att prognostisera den framtida jämviktsräntan (vår understrykning):

*"... the neutral real rate of interest is difficult to estimate and impossible to know with precision. It is therefore most usefully thought of as a concept rather than as a number, as a way of thinking about monetary policy rather than as the basis for a mechanical rule ..."*

I en artikel i Ekonomisk Debatt från 1995<sup>5</sup> avfärdar den dåvarande SEB-ekonomen Klas Eklund BNP-metoden som indikator på den långsiktiga räntan. Han skriver följande:

*"Vissa teorier har sökt konstruera en 'gyllene regel' enligt vilken den reala räntan över tiden bör överensstämja med ekonomins tillväxttakt. Över mycket långa tidsperioder – flera decennier – kan man med god vilja möjligen urskilja ett sådant samband. ... Som prediktor för en medelfristig period räcker detta emellertid inte långt. I praktiken är det förväntat utbud på krediter och sparande över de kommande åren som avgör realräntan ex ante. ... Utbudet och efterfrågan på krediter påverkas av långsiktiga faktorer såsom befolkningens ålderssammansättning, den offentliga sektorns finanser och skattesystemet..."*

Eklund skriver vidare: "Sammanfattningsvis kan vi säga att realräntan ex ante i en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs – som Sverige – avgörs av den förväntade realräntan i omvärlden samt av den väntade reala växelkursförändringen."<sup>6</sup> Detta beroende av omvärldens räntor, som även är en av huvudfaktorerna i ovan nämnda artikel av Bernhardsen-Gerdrups, berörs inte av BNP-metodens förespråkare.

<sup>1</sup> "Energimarknadsinspektionen: WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioderna 2012, 2013 samt 2015-2018"; EY 2014-09-02

<sup>2</sup> "Energimarknadsinspektionen: WACC för gasnätsföretag för tillsynsperioden 2015-2018, Utveckling av metodmässiga grunder", EY 2015-03-31

<sup>3</sup> "Swedegas /. Energimarknadsinspektionen: Kommentarer till Energimarknadsinspektionens inläga i förvaltningsrätten avseende kalkylränta för Swedegas", KPMG 2015-06-11

<sup>4</sup> "Swedegas AB /. Energimarknadsinspektionen angående fastställande av intäktsram enligt naturgaslagen", Thore Johnsen 2015-06-10

<sup>5</sup> "Realränta, riskpremie och inflationsförväntningar i Sverige", Klas Eklund, Ekonomisk Debatt 1995, nr 3

<sup>6</sup> Vi vill förtydliga att Eklund här uttalar sig om realräntan på medellång sikt.

Utifrån den litteraturstudie vi gjorde fann vi således att teorierna inom detta område är mycket allmänt hållna och inte ger stöd för att BNP-metoden med någon större grad av träffsäkerhet kan användas för att skatta den framtida realräntan.

## 2. Bemötande av kommentarer från KPMG

### BNP-metoden

#### Långsiktig riskfri ränta

KPMG anser att en riskfri ränta som bedöms utifrån marknadsförutsättningarna vid varje fyraårig tillsynsperiod riskerar att på grund av slumpmässiga fluktuationer inte motsvara en genomsnittlig ränta över tiden. Detta illustreras i en graf som i exemplet visar att företagen överkompenseras.

Vår kommentar till detta är att argumentet känns konstruerat. Förväntningen bör vara att slumpmässiga variationer tar ut varandra över tiden och att den genomsnittliga regulatoriska räntan (som bedöms ex ante) därför följer den faktiska genomsnittliga räntan relativt väl.

I varje fall bör en ränta som fastställs i fyraårsintervall inte ge en större risk för felskattning än den av KPMG förordade BNP-metoden, då det inte finns några garantier för att den ränta som skattas med BNP-metoden är ett träffsäkert estimat på den faktiska genomsnittliga framtida räntenivån. Vidare medför BNP-metoden, som vi påpekat i tidigare rapporter, en risk för systematisk överkompensation för företagen då dessa med stöd i lagen kan kräva en högre kompensation under de perioder då den faktiska räntan är högre än den långsiktiga jämviktsränta som antas ges av BNP-metoden.

KPMG anför som ett argument för en långsiktig ränta att villkoren för avkastningen på en investering inte får ändras i förhållande till nivån vid investeringstidpunkten.<sup>7</sup> Denna risk blir dock minimal om företaget investerar löpande med ungefär lika stora belopp varje år eftersom avkastningen beräknas på hela kapitalbasen som då är anskaffad vid olika tidpunkter. I genomsnitt kommer den regulatoriska avkastningen då över tiden ungefär att motsvara den genomsnittliga marknadsräntan.

Det orimliga i KPMG:s resonemang illustreras också av följande exempel. Antag att räntan som den regulatoriska kapitalkostnaden baseras på ska vara oförändrad under investeringens livslängd. Låt oss säga att denna uppgår till 40 år. Det betyder att WACC ska vara konstant i 40 år (möjligen justerad för ändringar i skattesatsen). Men det räcker inte med detta. Eftersom det kommer att göras investeringar efter en viss tid, exempelvis tio år, till den WACC som bestämdes tio år tidigare så måste ju WACC gälla i 40 år även från tidpunkten för dessa nya investeringar, dvs. i 50 år från starttidpunkten. Detta resonemang kan förlängas för att visa att WACC därmed måste vara konstant i evig tid. Givetvis är det orimligt att utgå ifrån att en monopolreglering ska vara oförändrad under evig tid. Det är också orimligt att tro att man ska kunna prognostisera den genomsnittliga räntan över en mycket lång tidsperiod med hjälp av en mycket osäker nationalekonomisk "tumregel". Därför är det bättre att uppdatera den riskfria räntan för varje tillsynsperiod.

#### Riksbankens användning av BNP-metoden

KPMG anger att Riksbanken använder BNP-metoden i långsiktiga bedömningar av den riskfria räntan och refererar till en penningpolitisk rapport från februari 2010.

Vi håller dock inte med om denna tolkning. Det avsnitt i Penningpolitisk rapport som KPMG refererar till handlar inte om hur Riksbanken går till väga för att prognostisera långsiktiga statsobligationsräntor utan om vilken ungefärlig nivå på reporäntan som kan betraktas som normal.

---

<sup>7</sup> Sid 4, stycke 6 i KPMG:s rapport från 2015-06-11.

Reporäntan är den ränta som affärsbankerna kan låna eller placera till i Riksbanken på sju dagars sikt, vilket inte är samma sak som de statsobligationsräntor med långa löptider som diskuteras i samband med gasnätsregleringen. Möjligen kan dock principerna om långsiktiga samband mellan tillväxt och ränta i ett ekonomiskt jämviktsläge utsträckas till att även gälla räntor med längre löptider, varför vi inte fördjupar oss mer i denna detalj.

Riksbankens metodik för att prognostisera räntor med längre löptider utgår ifrån bankens prognos över reporäntans utveckling. Den s.k. förväntningshypotesen säger att aktuella räntor med längre löptider bestäms av förväntningar om den framtida reporäntan vid olika tidpunkter. Utifrån prognosen för reporäntans utveckling ("reporäntebanan") kan därmed den implicita förväntade räntan för längre löptider räknas ut. Dessutom antas en riskpremie för längre löptider.<sup>8</sup>

Reporäntebanan i sin tur prognostiseras genom en mycket komplex och rigorös process innefattande makroekonomiska modeller som tar hänsyn till en stor mängd variabler, kombinerat med olika experters kvalitativa bedömningar.<sup>9</sup>

KPMG:s påstående att Riksbankens bedömning i den penningpolitiska rapporten från 2010 var att en långsiktigt normal riskfri ränta uppgår till 3,5-5,0 procent och "...troligen i den övre delen av detta intervall" är direkt felaktigt. Så här lyder avsnittet i Riksbankens rapport i sin helhet (våra understrykningar):

*"I en tidigare fördjupning i Riksbankens Inflationsrapport 2006:2 var slutsatsen att en långsiktigt normal reporänta förmodligen ligger i intervallet 3,5 till 5 procent. En uppdaterad analys pekar på att det är mindre troligt att den långsiktiga normala reporäntan ligger i den övre delen av detta intervall. Baserat på denna analys förefaller 3,5 – 4,5 procent ge en rimligare indikation om nivån på en långsiktigt normal reporänta."*

Vi vill framhålla den osäkerhet som Riksbanken ger uttryck för i det citat som KPMG återger (våra understrykningar). *"Den genomsnittliga tillväxten i ekonomin under en längre period kan därför ge en bild av vad den långsiktigt normala realräntan kan vara."*

Vi tolkar detta som att Riksbanken anser att BNP-metoden inte är särskild träffsäker. Riksbanken skriver följande i den inflationsrapport som nämns ovan:

*"Bedömningar av vad som är en normal räntenivå är osäkra av flera skäl. Det har skett omfattande förändringar av samhällsekonomin under senare år och det är fortfarande svårt att särskilja vad som är långsiktiga eller strukturella förändringar och vad som är av mer cyklisk eller tillfällig karaktär. De siffror som redovisats ovan kan därför endast ge en fingervisning om vad som är en normal räntenivå."<sup>10</sup>*

#### EY:s empiriska analys

KPMG anser att EY:s regressionsanalyser av det empiriska sambandet mellan nominell BNP-tillväxt och nominella räntor är felaktig och irrelevant eftersom den inte beaktar att förväntad respektive faktisk inflation kan skilja sig åt väsentligt.

KPMG:s invändning är teoretiskt korrekt. Dock är det mycket svårt att göra exakta skattningar av förväntad långsiktig inflation. Vi anser att en bättre analysmetod än den vi använt därför är svår att åstadkomma. Visserligen kan den reala BNP-tillväxten beräknas med hjälp av statistik över BNP i fasta priser från SCB och realräntan kan studeras med hjälp av reala statsobligationer där data finns

<sup>8</sup> Penningpolitisk rapport, februari 2011, sid 50-51

<sup>9</sup> Penning- och valutapolitik 1/2009, "Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan", Kerstin Hallsten och Sara Tägtström

<sup>10</sup> Inflationsrapport 2006/2, sid 48

från Riksgälden. Dock saknas tillräckligt många observationer av reala statsobligationsräntor för att möjliggöra meningsfulla regressionser.<sup>11</sup>

Trots avfärdandet av våra regressionsanalyser finner KPMG, och även Thore Johnsen, att de relativt höga förklaringsgraderna i regressionerna ger stöd för BNP-metodens relevans. KPMG och Johnsen anser alltså trots allt att vår analys är relevant. Vi kan dock konstatera att KPMG:s och Johnsens tolkning av våra regressionsanalyser inte stödjer deras huvudtes, nämligen att det ska råda ett 1:1-förhållande mellan real BNP-tillväxt och realränta. Den av våra regressioner som har högst förklaringsgrad pekar på ett samband på 2,6:1, dvs. varje procentenhet BNP-tillväxt motsvarar 2,6 procentenheter ränta.<sup>12</sup>

Sammanfattningsvis anser vi att vår analysmetod visserligen inte är perfekt, men ändå indikerar vilket svagt empiriskt stöd BNP-metodens förespråkare har.

### Kreditriskpremie

Beträffande kreditriskpremien anser KPMG att EY:s påstående om att företag inte finansierar sig på 30 års löptid är felaktig och motbevisas av det obligationsindex KPMG refererar till.

Vår invändning mot detta är följande: KPMG har valt ett obligationsindex som motsvarar deras antagna löptid. Vi har aldrig påstått att trettioåriga löptider inte förekommer bland företagen som en del i finansieringsmixen – vi är väl medvetna om att så är fallet. Den analys som ligger till grund för vårt antagande om en tioårig löptid på finansieringen baseras på en bedömd genomsnittlig löptid för hela lånefinansieringen, vilket tydligt framgår av vår rapport.<sup>13</sup>

KPMG reagerar mot vårt argument att refinansieringsrisken fångas i betavärdet eftersom det skuld fria betavärdet används för att justera för skillnader i belåningsgrad. Vi betraktar dock KPMG:s invändning som enbart teoretisk, eftersom det equity beta på 0,76 som vi beräknar utifrån antaget skuldfritt beta i vår rapport från den 2 september 2014 (se sid 4) i princip är detsamma som genomsnittet av det direkt observerade equity beta för jämförelsebolagen<sup>14</sup> (0,72-0,79 beroende på vilket medelvärde som betraktas, se appendix i denna PM). Vi hade alltså i princip inte behövt gå omvägen över skuldfritt beta eftersom vi antog en skuldandel som baserades på genomsnittet av jämförelsebolagen. Vad vi åsyftar är i varje fall att aktieägarna i enlighet med CAPM tar refinansieringsrisken utan att någon särskild riskpremie för detta behöver beaktas i avkastningskravet på eget kapital.

KPMG anser att vårt argument för en tioårig löptid – att detta motsvarar företagets faktiska genomsnittliga finansiering – inte är konsekvent med de tillämpade principerna för företagsvärdering. KPMG påstår att vårt argument i förlängningen innebär att företag som finansierar sig rörligt ska värderas utifrån aktuell rörlig ränta.

Detta har vi naturligtvis varken påstått eller menat. Vi anser dock att KPMG:s liknelse skjuter bredvid målet. Den främsta anledningen varför vi inte skulle värdera ett företag utifrån aktuell rörlig ränta är att denna inte fångar upp förväntad framtida ränteutveckling, inte för att refinansieringsrisken skulle vara ett problem. Man kan alltså i princip värdera ett företag utifrån årliga implicita terminräntor under exempelvis en tioårsperiod, även om detta oftast innebär ett onödigt merarbete och i princip ska ge samma resultat som om en tioårsränta används.

---

<sup>11</sup> På Riksgäldens hemsida finns räntan på reala statsobligationer fr.o.m. 1999. Emissioner för löptider omkring tio år är relativt få och saknas vissa år.

<sup>12</sup> Se sid 7 i vår rapport från den 31 mars 2015.

<sup>13</sup> Se tabellen på sid 7 i vår rapport från den 31 mars 2015.

<sup>14</sup> Rensat för observationer med  $R^2 < 0,4$ .

Vi kan också vända på resonemanget. Vi känner inte till någon välrenommerad värderingsfirma som regelmässigt använder trettioåriga löptider för riskfri ränta och kreditriskpremie vid företagsvärderingar, som ju normalt antar eviga kassaflöden.

KPMG för ett för oss något otydligt resonemang genom den retoriska frågan varför Swedegas skulle investera kapital på lång sikt i gasnät när man kan investera kapitalet på obligationsmarknaden med samma löptid till en högre avkastning. Vi kan bara hänvisa till våra tidigare argument emot en trettioårig löptid: Marknaden för så långa löptider är mycket begränsad och därmed dyr. Företag som investerar i industriella tillgångar är därför normalt beredda att ta en begränsad refinansieringsrisk för att minimera sin finansieringskostnad.

### Swedegas faktiska lånekostnad

I frågan om Swedegas faktiska lånekostnad anser KPMG att vår bedömning att Swedegas har en relativt dyr s.k. LBO-finansiering<sup>15</sup> är fel eftersom företagets skuldandel bara är något högre än våra jämförelsebolag, och att vi inte anfört vilka andra nyckeltal som är mer relevanta i ratinghänseende. KPMG anser också att vårt argument att Swedegas betalar en högre ränta än jämförelsebolagen på grund av att man har en sämre rating är ett cirkelresonemang som i själva verket kan innebära att den rating och kreditriskpremie som vi bedömer för jämförelsebolagen är fel.

En ratingprocess är inte enbart en nyckeltalsexercis utan innebär en sammanvägd analys av olika legala, operationella och finansiella risker. Moody's ratingmodell för el- och gasnätsföretag<sup>16</sup> omfattar fyra huvudkriterier: 1) trygghet och förutsägbarhet i regulatoriskt ramverk, 2) regulatorisk möjlighet att få full kompensation för kostnader plus avkastning på investerat kapital, 3) diversifiering samt 4) finansiell styrka och likviditet. Det sistnämnda kriteriet omfattar en analys av följande nyckeltal: a) räntetäckningsgrad, b) kassaflöde i förhållande till skuld, c) skuld i förhållande till tillgångarnas marknadsvärde eller regulatoriska värde. För att bedöma kreditvärdigheten och därmed rating för ett företag är det primära alltså vilket fritt kassaflöde företaget förväntas generera som kan användas till att betala räntor och amorteringar, inte primärt vilken skuldandel bolaget har (även om detta alltså är ett nyckeltal som förekommer).

Beträffande frågan om vi har underskattat jämförelsebolagens rating hänvisar vi till analysen på sid 19-20 i vår rapport från den 2 september 2014. Såväl de noterade jämförelsebolagen som de nordiska energibolagen, däribland de relativt små bolagen Krafringen och Tekniska verken i Linköping, indikerar relativt tydligt en BBB-rating efter att man bortsett från det offentliga ägandet. Kreditriskpremien för en BBB-rating, som vi härleder från tioåriga energibolagsobligationer, kan det knappast råda någon större tveksamhet om. Denna understiger alltså väsentligt den ränta som Swedegas betalar.

Att göra en skuggrating av Swedegas för att komma vidare i denna fråga bedömer vi som en orimligt stor uppgift i detta sammanhang. Vi kan bara konstatera att vi alltså anser att Swedegas faktiska lånekostnad inte uppenbart bör vägas in i bedömningen av kreditriskpremien för gasnätföretagen.

### 3. Bemötande av kommentarer från Thore Johnsen

Thore Johnsen kommenterar vårt uttalande att vi inte känner till att BNP-metoden används för bedömningar av räntenivån eller av någon regleringsmyndighet internationellt och hänvisar till att så visst är fallet i Norge och Storbritannien.

Thore Johnsen har missförstått oss beträffande bedömning av räntenivån. Det vi skriver i vår rapport från den 31 mars 2015 (sid 4) är vi att aldrig hört talas om någon marknadsaktör som baserar sin

<sup>15</sup> LBO = leveraged buyout (högbelånat företagsförvärv)

<sup>16</sup> "Rating Methodology, Regulated Electric and Gas Utilities", Moody's Global Infrastructure Finance, August 2009

långsiktiga räntebedömning på BNP-metoden. Med marknadsaktör menar vi i detta fall företag som investerar i industriella tillgångar och med långsiktig räntebedömning menar vi investerarens metod för att fastställa avkastningskravet på investeringen. Vi anser att metoden för att bestämma WACC bör "hänga ihop" metodmässigt och motsvara de principer som tillämpas på marknaden. Hänvisningen till BNP-metoden för att bestämma riskfri ränta "sticker ut" i förhållande till övriga WACC-parametrar.

Vad beträffar den norska regleringen konstaterade vi i vår rapport från den 31 mars 2015 (se fotnot 5 på sid 4) att Norge tillämpar en långsiktig bedömd realränta, dock utan hänvisning till BNP-tillväxt som bas. NVE:s valda räntesats är såvitt vi förstår en sammanvägning av olika prognoser och bedömningar där BNP-tillväxt inte är en parameter som nämns.<sup>17</sup>

Vidare ställer vi oss frågande till Thore Johnsons påstående att BNP-metoden varit central vid bedömningen av den riskfria räntan i brittisk monopolreglering. Enligt ett dokument från reglermyndigheten Ofgem<sup>18</sup> baseras den brittiska metoden för att fastställa den riskfria räntan vid reglering av gasnätföretag på ett tioårigt historiskt genomsnitt på räntan på s.k. "index-linked gilts", dvs. reala statsobligationer, med en löptid på tio år.<sup>19</sup>

Den källa som Thore Johnson nämner, konsultföretaget Europe Economics<sup>20</sup>, föreslår visserligen på uppdrag av två teleoperatörer i ett remissyttrande till den brittiska reglermyndigheten Ofcom att BNP-metoden skulle kunna användas som en alternativ metod för att skatta den riskfria räntan istället för den gällande metoden med reala statsobligationer. Detta förslag förkastades dock av Ofcom som vidhåller sin metod att i likhet med Ofgem basera den riskfria räntan på reala statsobligationer. Ofcom motiverar detta på följande sätt:<sup>21</sup>

*"We considered a suggestion from Europe Economics that the RFR [riskfria räntan, EY:s anm] could be estimated by reference to the forecast growth rate in the economy. However we had a concern that it would involve forecasting one uncertain variable (the RFR) with another, at least as uncertain, variable (the rate of economic growth). We said for this reason that we preferred to place more weight on evidence from observed yields on index-linked gilts and forward rates on those gilts."*

Ofcom anser således BNP-metoden är behäftad med för stor osäkerhet och föredrar observerbara data vid skattningen av den riskfria räntan.

Stockholm den 21 augusti 2015

Björn Gustafsson  
Partner  
Ernst & Young AB

---

<sup>17</sup> "Forslag til endringer i kontrollforskriften NVE-renten, håndtering av FoU-kostnader og mer-/mindreinntekt", NVE 2012, sid 14-15

<sup>18</sup> "Decision on strategy for the next transmission and gas distribution price controls - RIIO-T1 and GD1 Financial issues", Ofgem, 2011-03-31, sid 33-34

<sup>19</sup> Eventuellt vägs även räntan på fem- respektive tjuugoåriga realobligationer in; detta är oklart utifrån dokumentet.

<sup>20</sup> "Methodological issues regarding BT's WACC determination", Europe Economics, 2013-01-28

<sup>21</sup> "Fixed access market reviews: wholesale local access, wholesale fixed analogue exchange lines, ISDN2 and ISDN30 – Annexes", Ofcom, 2014-06-26, sid 168

## Appendix

### Equity beta för jämförelsebolagen 2005-2014 (R2>0,40)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Medel	Median
Acsm-Agam S.p.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Ascopiave S.p.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enagas S.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,63	0,60	0,62	0,64	0,62	0,62
Fluxys Belgium NV	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Gas Natural SDG	n/a	n/a	1,05	0,94	n/a	n/a	0,80	0,83	0,89	0,91	0,90	0,90
REN - Redes Energéticas Nacionais, S.A.	n/a	n/a	0,93	0,75	0,66	0,62	n/a	n/a	n/a	n/a	0,74	0,70
Snam S.p.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,47	0,50	0,49
National Grid PLC	n/a	n/a	n/a	0,80	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,80	0,80
Atmos Energy Corp.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,64	0,66	0,64	0,64	0,70	n/a	0,66	0,64
New Jersey Resources Corp.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
NiSource Inc.	n/a	n/a	n/a	0,78	0,85	0,87	0,81	0,78	n/a	n/a	0,82	0,81
Spectra Energy Corp.	n/a	n/a	n/a	1,02	1,07	1,08	1,05	0,99	0,87	0,78	0,98	1,02
AGL Resources Inc.	n/a	n/a	n/a	0,69	0,68	0,69	0,67	0,69	0,71	n/a	0,69	0,69
Ela System Operator S.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Red Electrica Corp. S.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,62	0,64	0,62	0,68	0,69	0,65	0,64
TERNA S.p.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,50	0,53	0,51	0,51
Källa: Capital IQ / EY analys												
Medel samtliga	n/a	n/a	0,99	0,83	0,78	0,76	0,75	0,74	0,68	0,68	0,77	0,75
Median samtliga	n/a	n/a	0,99	0,79	0,68	0,67	0,67	0,69	0,69	0,67	0,73	0,68
Medel gasföretag	n/a	n/a	0,99	0,83	0,78	0,78	0,77	0,76	0,71	0,71	0,79	0,77
Median gasföretag	n/a	n/a	0,99	0,79	0,68	0,69	0,73	0,74	0,70	0,71	0,75	0,72

Källa: Capital IQ / EY analys