

Utlåtande

Avseende estimering av kalkylränta (WACC) för
elnätsverksamhet under tillsynsperioden 2012-2015.

Innehållsförteckning

INNEHÅLLSFÖRTECKNING	I
1 INTRODUKTION	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 INSTRUKTIONER	1
1.3 KÄLLOR	2
1.4 ANSVARSFRÅGOR	2
2 DOMEN	3
2.1 BAKGRUND	3
2.2 TOLKNING AV DOMEN	3
2.3 REAL KALKYLRÄNTA FÖRE SKATT FÖR TILLSYNSPERIODEN 2012-2015 MED UTGÅNGSPUNKT I FÖRVALTNINGSRÄTTENS DOM	5
3 KALKYLRÄNTA FÖR TILLSYNSÅRET 2012	6
3.1 REAL KALKYLRÄNTA FÖRE SKATT FÖR TILLSYNSÅRET 2012	6
4 IMPLIKATIONER AV DEN RISKFRIA RÄNTAN	8
4.1 REAL KALKYLRÄNTA FÖRE SKATT FÖR TILLSYNSPERIODEN 2012-2015 UNDER FÖRUTSÄTTNING ATT DEN RISKFRIA RÄNTAN EJ SKALL UPPDATERAS ÅRLIGEN	8
4.2 REAL KALKYLRÄNTA FÖRE SKATT FÖR TILLSYNSÅRET 2012 ENLIGT OVAN ANFÖRT RESONEMANG	9
5 GRANT THORNTONS BEDÖMNING AV DEN REALA KALKYLRÄNTAN FÖRE SKATT FÖR TILLSYNSPERIODEN 2012-2015	10
APPENDIX 1 - BERÄKNINGAR	11
APPENDIX 2 – KÄLLOR	13

1 Introduktion

- 1 På uppdrag av Energimarknadsinspektionen ("EI") lämnar Grant Thornton Sweden AB ("Grant Thornton") ett utlåtande avseende estimering av kalkylräntan ("WACC") för elnätsverksamhet under tillsynsperioden 2012-2015 med utgångspunkt i de frågeställningar rörande WACC:en som framkommit i Förvaltningsrätten i Linköpings ("Förvaltningsrätten") avgörande 2013-12-11 i Mål nr. 7955-11 mellan Fortum Distribution AB ("Fortum Distribution"), 556037-7326, och Energimarknadsinspektionen ("Domen").

1.1 Bakgrund

- 2 I april 2011 utgav Grant Thornton en rapport ("första utlåtandet" eller "Rapporten") till EI benämnd "Estimering av kalkylräntan (WACC) för elnätsverksamhet under tillsynsperioden 2012-2015".
- 3 Rapporten ingick som en del i EI:s utredningsarbete rörande den reala kalkylräntan före skatt för elnätsverksamhet som EI sedermera fastställde till 5,2 procent för tillsynsperioden 2012-2015.
- 4 Ett större antal nätföretag, bland andra Fortum Distribution överklagade bland annat EI:s WACC på 5,2 procent till Förvaltningsrätten som enligt Domen fastställde den reala kalkylräntan före skatt till 6,5 procent.

1.2 Instruktioner

- 5 Grant Thornton har uppdragits av EI att lämna ett utlåtande avseende följande:
 - a Estimera den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsperioden 2012-2015, med utgångspunkt i Förvaltningsrättens bedömning enligt Domen av de individuella parametrarna som ingår i kalkylräntan.
 - b Beräkna en faktisk real kalkylränta före skatt för elnätsverksamhet för första tillsynsåret 2012 enligt samma metodiska ansats som i första utlåtandet.
 - c Estimera en WACC som inte skall uppdateras under tillsynsperioden 2012-2015 i enlighet med den metodiska ansats som tillämpades vid första utlåtandet och vid den tidpunkten känd information.
 - d Att utifrån ovanstående bestämma en WACC och inte ett intervall.

- 6 Grant Thornton har inte blivit ombedd att uttala sig i legala ärenden då detta faller utanför Grant Thorntons expertis.

1.3 Källor

- 7 Detta utlåtande baseras på egen kunskap och erfarenhet där annat ej anges. Källor refereras till i löpande text och redogörs för i Appendix.
- 8 Grant Thorntons metodiska ansats finns beskriven och motiverad i Grant Thorntons första utlåtande.
- 9 Detta utlåtande baserar sig på i dagsläget känd information. Om ytterligare information blir tillgänglig framöver så förbehåller vi oss rätten att ändra vår åsikt. Detta faller dock bortom uppdragets omfattning.

1.4 Ansvarsfrågor

- 10 Denna rapport har skrivits för det syfte som redovisats ovan och Grant Thornton accepterar inget ansvar för dess användning för andra ändamål. Faktauppgifter i följande rapport härrör från offentliga källor, liksom andra källor vilka vi bedömt vara tillförlitliga. Grant Thornton kan inte garantera uppgifternas korrekthet eller fullständighet. Grant Thornton svarar således inte för den skada som kan uppkomma till följd av fel eller brist i rapporten som bygger på felaktig eller på annat sätt missvisande information, inte heller för någon indirekt förlust som orsakats som ett resultat av användandet av material från denna rapport.

2 Domen

2.1 Bakgrund

- 11 Förvaltningsrätten beskriver i Domen de olika ingående parametrarna i WACC:en där Förvaltningsrätten gör vissa egna bedömningar avseende de olika parametrarna, vilka vi återkommer till nedan. Därutöver framgår enligt Domen s.43 att Förvaltningsrätten saknar *"verktyg för att bestämma ett slutgiltigt värde på nämnda parametrar som kan variera inom ramen för beslutad kalkylränta"*. Trots avsaknaden av verktyg för att bestämma ett slutgiltigt värde fastställer Förvaltningsrätten kalkylräntan till 6,5 procent. Grant Thornton har således sökt att utifrån Förvaltningsrättens bedömning av dessa parametrar och allmänt accepterade verktyg estimera ett rimligt intervall för kalkylräntan.
- 12 I det nästföljande redogör Grant Thornton för sin tolkning av Förvaltningsrättens syn på dessa (för WACC-metoden ingående) parametrar.

2.2 Tolkning av domen

Risikfria räntan:

- 13 Enligt Domen s.45 har Förvaltningsrätten bedömt att *"den metod som Energimarknadsinspektionen använt sig av för att beräkna den riskfria räntan, bestående i att addera Riksbankens inflationsmål med den förväntade BNP-utvecklingen, i sig är accepterad av nätföretagen. Därmed finns inte någon anledning att frångå denna metod"*.
- 14 Förvaltningsrätten finner att *"den riskfria räntan kan beräknas utifrån Riksbankens inflationsmål om 2,0 procent med tillägg av förväntad BNP-utveckling"*.
- 15 Förvaltningsrätten finner att *"en förväntad BNP-utveckling kan uppskattas till dryga 2,0 procent med utrymme för viss justering"*.
- 16 Grant Thornton finner härvidlag att den riskfria räntan enligt Domen kan beräknas genom att addera Riksbankens inflationsmål om 2,0 procent med den förväntade BNP-utvecklingen om 2,0 procent.

Särskild riskpremie och Bloombergomräkning:

- 17 Enligt Domen s.47 konstaterar Förvaltningsrätten att *"Energimarknadsinspektionen tidigare år har utgått från en särskild riskpremie om 1,0 procent och att i princip samtliga rapporter och expertutlåtanden ger uttryck för att den särskilda riskpremien bör vara högre än de 0,5 procent som Energimarknadsinspektionen beslutat om"*.
- 18 Enligt Domen s.48-49, anser Förvaltningsrätten att *"om den särskilda riskpremien höjs, i enlighet med ovan fört resonemang, utgör även detta ett faktum som ger stöd för att nätföretagens risker, utan tillämpning av Bloombergomräkning, beaktas i tillräcklig utsträckning"*.
- 19 Grant Thornton finner härvidlag, enligt Domen, att om en särskild riskpremie fastställs till 1,0 procent och att en Bloombergomräkning samtidigt ej tillämpas, så underskattas ej nätföretagens risker.

Kreditriskpremie:

- 20 Enligt Domen s.50, finner Förvaltningsrätten att kreditriskpremien förmodligen underskattats i EI:s kalkylränteberäkning då *"Energimarknadsinspektionen har låtit Ernst & Youngs momentant bedömda kreditriskpremie ingå som en del i den genomsnittsberäkning myndigheten gjort för att fastställa kreditriskpremien"*.
- 21 Grant Thornton finner härvidlag, enligt Domen, att kreditriskpremien kan fastställas med utgångspunkt i Grant Thorntons första utlåtande.

Skuldsättningsgrad:

- 22 Enligt Domen s.51 anser Förvaltningsrätten att *"Energimarknadsinspektionen, utan erforderligt stöd härför, har frångått ekonomiskt vedertagen metod genom att höja skuldsättningsgraden till 50 procent med hänvisning till bokförda värden. Vid beräkningen av kalkylräntan ska skuldsättningsgraden fastställas utifrån marknadsvärde"*.
- 23 Grant Thornton finner härvidlag, enligt Domen, att skuldsättningsgraden skall fastställas utifrån marknadsvärden.

2.3 Real kalkylränta före skatt för tillsynsperioden 2012-2015 med utgångspunkt i Förvaltningsrättens dom

- 24 Grant Thornton ber er uppmärksamma att den tillämpade metodiken för beräkningarna samt motiveringar till denna redogörs för i Grant Thorntons första utlåtande.
- 25 Grant Thornton har, utifrån Domen, beräknat vilket intervall Grant Thornton skulle hamnat i om Grant Thornton utgått från Förvaltningsrättens bedömning av de ingående parametrarna, vänligen se avsnitt 2.2 ovan.
- 26 Grant Thornton har med utgångspunkt i Förvaltningsrättens dom justerat den riskfria räntan till 4,0 procent och vidare justerat inflationsförväntan till 2,0 procent. Därtill har Betavärdena från Grant Thorntons första utlåtande omräknats till att ej inkludera en Bloombergomräkning, samt att den särskilda riskpremien fastställs till 1,0 procent. Övriga, för WACC-beräkningen, ingående parametrar har lämnats oförändrade från Grant Thorntons första utlåtande.
- 27 Enligt ovan resonemang har Grant Thornton beräknat den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsperioden 2012-2015 med utgångspunkt i Förvaltningsrättens dom till intervallet 5,3–6,8 procent med ett mittvärde om 6,0 procent. Detta innebär att Förvaltningsrättens bedömning om 6,5 procent ligger i den övre delen av ett beräknat intervall utifrån Domens och Grant Thorntons resonemang.

3 Kalkylränta för tillsynsåret 2012

3.1 Real kalkylränta före skatt för tillsynsåret 2012

- 28 Grant Thornton har, enligt metodiken beskriven i första utlåtandet, beräknat en faktisk real kalkylränta före skatt för tillsynsåret 2012.
- 29 Grant Thornton estimerade i det första utlåtandet de ingående parametrarna i beräkningen av kalkylräntan på genomsnittlig historisk data under en period om 10 år. I beräkningen av den faktiska kalkylräntan för tillsynsåret 2012, baserar Grant Thornton de ingående parametrarna på utfallsdata för året 2012:
- a Den nominella (reala) 10-åriga riskfria räntan uppgick till 1,6 (0,1) procent. Sammantaget innebär detta en inflationsförväntan om 1,5 procent.
 - b Marknadens riskpremie, givet 95 procent konfidensintervall hög (låg), uppgick till 6,1 (5,5) procent.
 - c Relevered Beta equity, givet 95 procent konfidensintervall hög (låg), uppgick till 0,62 (0,64) procent. I enlighet med Grant Thorntons första utlåtande är jämförelsegruppen, bestående av internationella bolag, oförändrat och betavärdena är Bloombergomräknade.
 - d Riskpremietillägget är beräknat till 1,3 procent¹.
 - e Den genomsnittliga räntan för lånefinansiering baserat på svenska elnätbolags faktiska räntekostnad och storleken på dess långfristiga skulder 2012 uppgick till 4,5 procent. Genomsnittlig kupong för räntebärande värdepapper (eng. "fixed income securities") som utgavs 2012 uppgick till 3,9 procent för associerade bolag till jämförelsegruppen. Grant Thornton uppskattar därvidlag den genomsnittliga lånekostnaden till 4,2 procent (i.e. medelvärdet).
 - f Andelen skulder i förhållande till totalt kapital, givet 95 procent konfidensintervall hög (låg) uppgick till 50,9 (34,8) procent.
- 30 Enligt ovan resonemang har vi beräknat den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsåret 2012 till intervallet 4,9–5,9 procent. Grant Thornton kan härvidlag notera att Förvaltningsrättens bedömning om 6,5 procent överstiger det framräknade intervallet som baseras på utfallsdata för år 2012.

¹ Nätföretagens medelomsättning 2012 uppgick till ca SEK 174m 2012 enligt EI.

- 31 Vid rapportens färdigställande finns ej komplett data för 2013 tillgängligt. Därmed har det ej varit möjligt att genomföra en liknande studie för utfallsåret 2013.

4 Implikationer av den riskfria räntan

- 32 Grant Thorntons WACC för tillsynsperioden 2012-2015 beräknades i första utlåtandet under förutsättning att den riskfria räntan uppdateras årligen under perioden.
- 33 Grant Thornton har ombetts att göra en ny bedömning av den riskfria räntan som ska gälla för hela tillsynsperioden 2012-2015. I det näst följande utreder Grant Thornton vilken riskfri ränta som är lämplig att nyttja i fastställandet av en real kalkylränta före skatt under förutsättning att den riskfria räntan ej skall uppdateras under tillsynsperioden.
- 34 Vänligen notera att vi i avsnitt 4.1 endast har beaktat information som fanns tillgänglig vid det första utlåtandet.

4.1 Real kalkylränta före skatt för tillsynsperioden 2012-2015 under förutsättning att den riskfria räntan ej skall uppdateras årligen

- 35 Eftersom den riskfria räntan varierar med avseende på dess löptid finner Grant Thornton att om den riskfria räntan ej uppdateras under tillsynsperioden så bör ett strikt synsätt innebära att den tillämpade riskfria räntan matchar tillsynsperiodens löptid.
- 36 Kalkylräntan fastställs över en fyraårig period och bestäms vart fjärde år. Genom att använda en riskfri ränta som speglar tillsynsperioden så kan den riskfria räntan fastställas till både en högre och lägre procentsats för kommande perioderna jämfört med den i domen kommunicerade långsiktiga ansatsen om Riksbankens inflationsmål med tillägg för förväntad BNP utveckling.
- 37 Detta innebär att elnätsföretagen vid ingången av varje tillsynsperiod kommer att kompenseras för de vid tillfället rådande och för tillsynsperioden förväntade makroekonomiska förhållandena och osäkerheterna.
- 38 Då tillsynsperioden löper till och med år 2015, finner Grant Thornton att den relevanta riskfria räntan bör fastställas med utgångspunkt i en riskfri ränta med förfalldatum 2015 för att matcha tillsynsperiodens utgång.
- 39 År 2010 uppgick den genomsnittliga femåriga riskfria (real) räntan till 2,3 (0,7) procent. Sammantaget innebär detta en inflationsförväntan om 1,6 procent.
- 40 Med i övrigt oförändrade värden för de ingående parametrarna i WACC: en från Grant Thorntons första utlåtande har Grant Thornton beräknat den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsperioden 2012-2015 till intervallet 5,2–6,3 procent. Mittvärdet uppgår till 5,7 procent.

4.2 Real kalkylränta före skatt för tillsynsåret 2012 enligt ovan anført resonemang

- 41 Under förutsättning att den riskfria räntan omförhandlas vart fjärde år och då fastställs för en tillsynsperiod om fyra år så anser Grant Thornton att den riskfria räntan för ett givet år även kan beräknas med utgångspunkt i en fyraårig statsobligation.
- 42 Grant Thornton har beräknat den genomsnittliga fyraåriga riskfria räntan 2012 till 1,1 procent². Den reala fyraåriga riskfria räntan 2012 har uppskattats till -0,22 procent³. Sammantaget innebär detta en inflationsförväntan om 1,3 procent.
- 43 Med i övrigt oförändrade värden för de ingående parametrarna i WACC: en från punkt 29, b-f ovan, har Grant Thornton beräknat den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsåret 2012 till intervallet 4,7–5,6 procent.

² Denna är beräknad genom att interpolera den tvååriga- och femåriga- riskfria räntan om 0,89 procent respektive 1,16 procent.

³ Riksgälden har år 2012, enligt vad Grant Thornton kan finna, ej auktionerat en realobligation med fyra års löptid eller mindre. Däremot finns observationer för en realobligation med förfalldatum 2017-06-01. Således har Grant Thornton inte kunnat interpolera den reala riskfria räntan, utan istället utgått ifrån realobligationen med förfalldatum 2017-06-01. Grant Thornton kan även notera att Riksgälden den 27 oktober 2011 auktionerade en realobligation med förfalldatum 2015-12-01 till en snittränta om -0,0020 procent, vilket ligger i linje med den tillämpade realräntan. Med beaktande av ovan anser inte Grant Thornton att den tillämpade realräntan är missvisande för den analyserade perioden.

5 Grant Thorntons bedömning av den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsperioden 2012-2015

- 44 Grant Thornton har blivit tillfrågat av EI att utifrån ovan bestämma en WACC och inte ett intervall för tillsynsperioden 2012-2015.
- 45 Då Grant Thorntons angivna intervall är beräknat utifrån ett 95 procentigt konfidensintervall på ett antal parametrar som varierar för jämförelsebolagen finner Grant Thornton att det är lämpligast att tillämpa genomsnittet av intervallet.
- 46 I avsnitt 4.1 redogör Grant Thornton för den reala kalkylräntan före skatt för tillsynsperioden 2012-2015 under förutsättning att den riskfria räntan ej skall uppdateras årligen under tillsynsperioden. Grant Thornton har i detta avsnitt beräknat kalkylräntan till intervallet 5,2–6,3 procent. Mittvärdet uppgår till 5,7 procent.
- a Ett beräknat intervall utifrån Domens och Grant Thorntons resonemang i avsnitt 2.3 uppgår till 5,3–6,8 procent (med ett mittvärde om 6,0 procent), vilket vi kan notera till stor del inbegriper det beräknade intervallet i avsnitt 4.1.
 - b En beräknad real kalkylränta före skatt 2012 uppgår till intervallet 4,9–5,9 procent i avsnitt 3.1 och 4,7–5,6 procent i avsnitt 4.2. Utifrån utfallsdata för året 2012 är således en real kalkylränta före skatt för tillsynsåret 2012-2015 om 5,7 procent sannolikt att betrakta som hög.
- 47 Grant Thorntons sammanvägda bedömning är att 5,7 procent utgör en rimlig real kalkylränta före skatt för tillsynsperioden 2012-2015.

Stockholm 2014-03-21



Robert Nordahl
Partner

Viktad kapitalkostnad (WACC)

	2012-2015	2012-2015	2012	2012
WACC (95% konfidens hög/låg)	Avsnitt 2.3	Avsnitt 4.1	Avsnitt 3.1	Avsnitt 4.2
Nominell kostnad EK och lånat kapital				
Nominell kostn. för EK (95% konfidens hög)	7,6%	6,8%	6,7%	6,2%
Nominell kostn. för EK (95% konfidens låg)	6,6%	6,0%	6,4%	5,9%
Nominell kostn. för lånat kap. e skatt	3,5%	3,5%	3,1%	3,1%
Kapitalstruktur				
E/(D+E) (95% konfidens hög)	74,3%	74,3%	65,2%	65,2%
E/(D+E) (95% konfidens låg)	61,7%	61,7%	49,1%	49,1%
D/(D+E) (95% konfidens hög)	38,3%	38,3%	50,9%	50,9%
D/(D+E) (95% konfidens låg)	25,7%	25,7%	34,8%	34,8%
Nominell WACC				
Nominell WACC (95% konfidens hög)	6,6%	5,9%	5,5%	5,1%
Nominell WACC (95% konfidens låg)	5,4%	5,1%	4,7%	4,5%

Viktad kapitalkostnad (WACC) (forts.)

	2012-2015	2012-2015	2012	2012
WACC (95% konfidens hög/låg)	Avsnitt 2.3	Avsnitt 4.1	Avsnitt 3.1	Avsnitt 4.2
Nominell WACC (standardmetoden)				
Nominell WACC (95% konfidens hög)	8,9%	8,0%	7,4%	6,9%
Nominell WACC (95% konfidens låg)	7,4%	6,9%	6,4%	6,0%
Inflationförväntan	2,0%	1,6%	1,5%	1,3%
Real WACC (standardmetoden)				
Real WACC (95% konfidens hög)	6,8%	6,3%	5,9%	5,6%
Real WACC (95% konfidens låg)	5,3%	5,2%	4,9%	4,7%
<i>Beräkningar enligt standardmetoden (26,3 % skatt)</i>				

Appendix 1 - Beräkningar

Kostnad eget kapital

	2012-2015	2012-2015	2012	2012
CAPM (95% konfidens hög/låg)	Avsnitt 2.3	Avsnitt 4.1	Avsnitt 3.1	Avsnitt 4.2
Risikfri ränta (medel)	4,0%	2,3%	1,6%	1,1%
Marknadens riskpremie (95% konfidens hög)	4,8%	4,8%	6,1%	6,1%
Marknadens riskpremie (95% konfidens låg)	4,2%	4,2%	5,5%	5,5%
Beta equity (Relevered) (95% konfidens hög)	0,55	0,68	0,62	0,62
Beta equity (Relevered) (95% konfidens låg)	0,39	0,61	0,64	0,64
Riskpremietillägg	1,0%	1,2%	1,3%	1,3%
Nominell kostn. för EK (95% konfidens hög)	7,6%	6,8%	6,7%	6,2%
Nominell kostn. för EK (95% konfidens låg)	6,6%	6,0%	6,4%	5,9%
Inflationsförväntan	2,0%	1,6%	1,5%	1,3%
Real kostn. för EK (95% konfidens hög)	5,5%	5,1%	5,2%	4,8%
Real kostn. för EK (95% konfidens låg)	4,5%	4,4%	4,9%	4,5%

Kostnad lånat kapital

	2012-2015	2012-2015	2012	2012
Räntekostnad	Avsnitt 2.3	Avsnitt 4.1	Avsnitt 3.1	Avsnitt 4.2
Skatt	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%
Nominell kostn. för lånat kap. f skatt	4,7%	4,7%	4,2%	4,2%
Nominell kostn. för lånat kap. e skatt	3,5%	3,5%	3,1%	3,1%
Inflationsförväntan	2,0%	1,6%	1,5%	1,3%
Real kostn. för lånat kap. e skatt	1,4%	1,8%	1,6%	1,8%

Appendix 2 – Källor

- 48 Till grund för vårt utlåtande har vi erhållit följande information:
- a Dom i mål nr 7955-11, Förvaltningsrätten i Linköping, 2013-12-11
 - b Grant Thornton, ”Estimering av kalkylränta (WACC) för elnätsverksamhet under tillsynsperioden 2012-2015”, april 2011
- 49 Förutom denna information har följande externa källor använts:
- a Finansiell databas: Capital IQ
 - b Riskpremien på den Svenska aktiemarknaden Mars 2012 (PWC)
 - c www.energimyndigheten.se
 - d www.riksbanken.se
 - e www.riksgalden.se