

Rendement autorisé des capitaux propres pour les services publics de gaz et d'électricité canadiens et américains

Volume V, 25 mai 2017

INTRODUCTION

Concentric Energy Advisors, Inc. (Concentric) est fière de publier cette cinquième édition de ce bulletin. Chaque édition résume les renseignements les plus récents sur les rendements autorisés des capitaux propres (RCP) et les ratios de capitaux propres ordinaires pour plus de 40 services publics canadiens de gaz et d'électricité. À des fins de comparaison, le bulletin présente également les RCP autorisés moyens et médians et les ratios de capitaux propres ordinaires pour les distributeurs américains de gaz et d'électricité, tels que déclarés par la SNL Energy's Regulatory Research Associates.

RCP

En 2017, les RCP autorisés moyens et médians pour les services publics du Canada et des États-Unis demeurent pratiquement aux mêmes niveaux qu'en 2016. En 2017, la médiane des RCP autorisés pour les distributeurs de gaz au Canada se situe à 8,93%, comparativement à 9,25% aux États-Unis. En 2017, la médiane des RCP pour la distribution d'électricité et le transport d'électricité est de 8,50% au Canada et de 9,60% aux États Unis. Dans ces moyennes, l'on tient compte d'une hausse modeste de 20 points de base des RCP autorisés de l'Alberta, compensée par la baisse des RCP autorisés de l'Ontario puisque la formule de la Commission reprend avec des obligations choisies plus faibles. En Ontario, la formule est liée à la fois au rendement des obligations du gouvernement et au rendement des obligations des services publics. La formule de la Commission de l'énergie de l'Ontario (CEO) produit un RCP de 8,78% pour 2017, à partir d'un intrant des obligations à long terme du Canada de 2,04%.

La longue période de rendement très faible des obligations du gouvernement a posé des difficultés tant pour les organismes de réglementation que les analystes qui composent avec le niveau approprié de rendement des obligations pour les modèles de coût du capital. Lorsqu'on utilise le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), on reconnaît que les banques centrales connaissent une baisse du rendement des obligations du gouvernement, ce qui demande un certain ajustement pour produire des résultats raisonnables. Le modèle actualisé de flux de trésorerie est lié au rendement des actions des services publics; il n'est donc pas directement associé au rendement

des obligations du gouvernement. Mais, un faible rendement des obligations a entraîné une baisse du rendement des actions des services publics. Lorsqu'on les combine à une évaluation forte des stocks, les résultats du modèle actualisé de flux de trésorerie sont également touchés. Les organismes de réglementation et les analystes réagissent donc en intégrant des rajustements aux modèles traditionnels de coût du capital, ou aux fourchettes qu'ils produisent, afin de tenir compte de ces conditions du marché. Par exemple, dans sa décision de 2016 relative à FortisBC Energy, la *British Columbia Utilities Commission* a reconnu que le taux sans risque actuel avait été touché par la politique d'accompagnement monétaire des banques centrales mondiales, et qu'un rajustement était nécessaire pour tenir compte de la normalisation attendue des contextes de taux d'intérêt sur les marchés financiers. En Alberta, l'*Alberta Utilities Commission* a reconnu dans la décision de 2016 sur les coûts génériques du capital que les résultats du MEDAF étaient faussés par les conditions du marché, et qu'on accordait donc une plus grande importance qu'à l'habitude au modèle actualisé de flux de trésorerie. Au Québec, la Régie était arrivée à la même conclusion dans sa décision de 2013 relative à Hydro Québec, où elle reconnaissait qu'un rajustement était nécessaire au taux sans risque utilisé dans le MEDAF afin de prendre en compte un rendement plus viable des obligations à long terme.

En outre, notre recherche a révélé que « la prime de risque sur capitaux propres » autorisée par les organismes de réglementation à l'égard du rendement des obligations du gouvernement affiche une relation inverse par rapport aux taux d'intérêt. Lorsque les taux d'intérêt sont élevés, la prime de risque est faible, et vice versa. Des changements importants aux taux d'intérêt entraînent des changements correspondant à la prime de risque sur capitaux propres. Les organismes de réglementation ont réagi de diverses façons à cette relation de manière à réduire les répercussions de la volatilité des conditions du marché financier. Par exemple, en Ontario, le gradualisme est implicite dans l'application de la formule de rajustement de la CEO, où des variations du rendement des obligations du gouvernement et des sociétés entraînent une légère variation du RCP autorisé pour les services publics réglementés. En janvier 2016, les membres du personnel

Rendement autorisé des capitaux propres pour les services publics de gaz et d'électricité canadiens et américains

Volume V, 25 mai 2017, p. 2

de la CEO ont publié un rapport sur l'efficacité de la formule relative au RCP, modifiée en 2009 afin de tenir compte des variations du rendement des obligations du gouvernement et des sociétés. Selon le rapport de la CEO, la nouvelle formule donne les résultats escomptés depuis 2009, et elle est généralement bien reçue par les services publics et les parties prenantes.

Au cours des dernières années, une tendance marquante a été la réduction de l'écart qui s'était creusé entre les RCP autorisés médians pour les services publics canadiens et américains. À son apogée en 2007-2008, l'écart était de 141 points de base pour les distributeurs de gaz et de 164 points de base pour les distributeurs d'électricité. En 2017, l'écart s'est réduit à 32 et à 110 points de base respectivement. Les RCP pour les sociétés canadiennes de transport d'électricité sont maintenant égaux à ceux accordés aux distributeurs canadiens d'électricité, et inférieurs de 110 points de base à ceux accordés aux distributeurs américains d'électricité. Toutes les sociétés de transport sauf AltaLink et ATCO sont des sociétés provinciales ou municipales.

RATIOS DE CAPITAUX PROPRES

Les ratios de capitaux propres ordinaires autorisés médians ont connu une légère baisse au cours des dernières années, tant au Canada qu'aux États-Unis. Le ratio des capitaux propres pour la distribution de gaz est maintenant de 39,25% au Canada contre 51% aux États Unis. Le ratio des capitaux propres médian pour la distribution d'électricité est maintenant de 37% au Canada et de 49,4% aux États Unis. Les ratios des capitaux propres pour le transport d'électricité ont atteint 37% au Canada.

Les écarts existants entre les ratios de capitaux autorisés au Canada et aux États-Unis demeurent attribuables à quelques facteurs. Les organismes de réglementation dans les deux pays s'appuient sur l'analyse d'un groupe de pairs, ce qui renforce les niveaux existants de ratios de capitaux autorisés. Les organismes de réglementation au Canada cherchent également des écarts significatifs dans les paramètres de risque et les paramètres financiers avant de modifier le ratio de capitaux autorisés, alors ils demeurent habituellement assez stables. Les agences de notation remarquent la liberté accrue des entreprises canadiennes et classent

certaines de ces entreprises de services publics dans la catégorie « dynamique » sur le plan du risque financier, mais la plupart des entreprises sont capables de maintenir des cotes de crédit A ou A-, alors la réponse réglementaire est restée relativement modeste.

DÉCISIONS RÉCENTES

Au cours de la seconde moitié de 2016 et du premier trimestre de 2017, des décisions ont été rendues à l'égard de cas importants. En Colombie-Britannique, la Commission a maintenu le rendement autorisé à 8,75% et les ratios capitaux propres estimés à 38,5% pour FortisBC Energy, Inc., le distributeur de gaz qui sert de « référence » pour d'autres services publics de gaz et d'électricité de la Colombie Britannique, et qui est utilisé par la Régie des entreprises de services publics au Yukon pour des besoins similaires.

En Alberta, la Commission a rendu sa décision à l'égard de la procédure sur les coûts génériques du capital; le RCP et les structures du capital approuvés pour les services publics de l'Alberta ont été établis pour 2016 et 2017. Le RCP générique a été établi à 8,30% pour 2016 et à 8,50% pour 2017 pour les services publics réglementés en Alberta, et le ratio des capitaux propres ordinaires a été estimé à 37,0% pour la plupart des services publics de transport et de transmission de l'Alberta, à l'exception d'AltaGas à qui l'on a accordé un ratio des capitaux propres ordinaires de 41,0%.

À Terre Neuve et Labrador, la Commission a maintenu les ratios capitaux propres estimés de Newfoundland Power à 45,0%, et elle a réduit son RCP autorisé à 8,50%. Une décision a également été rendue dans l'affaire de tarification de longue date d'Hydro Terre-Neuve et Labrador, où l'on a accordé au service public, propriété de l'État, un RCP autorisé de 8,50% et un ratio des capitaux propres estimé de 25,2%.

Récemment, la Régie des entreprises de services publics au Yukon a rendu une décision réintégrant une prime de risque sur les capitaux propres de 25 points de base pour ATCO Electric Yukon (AEY), qui place le RCP à 9,0%. La Commission a déterminé qu'une prime de risque était justifiée sur le RCP autorisé pour la référence du fournisseur de la Colombie Britannique en raison de la petite taille d'AEY.

**Rendement autorisé des capitaux propres
pour les services publics de gaz et d'électricité canadiens et américains**
Volume V, 25 mai 2017, p. 3

Récemment, la Commission de l'énergie de l'Ontario a tenu une audience pour examiner la demande d'Ontario Power Generation (OPG) de faire passer les ratios des capitaux propres estimés de 45% à 49% en raison de la transition d'OPG à un mélange de production d'électricité au nucléaire. La CEO devrait rendre une décision plus tard cette année.

RENDEMENT DES OBLIGATIONS

Comme le montre le tableau de la page 4, le rendement des obligations du gouvernement (considéré comme un taux de rendement sans risque) au Canada et aux États-Unis a augmenté d'environ 50 points de base depuis le creux atteint en juillet 2016. La politique d'accompagnement monétaire des banques centrales, combinée à une croissance économique modeste

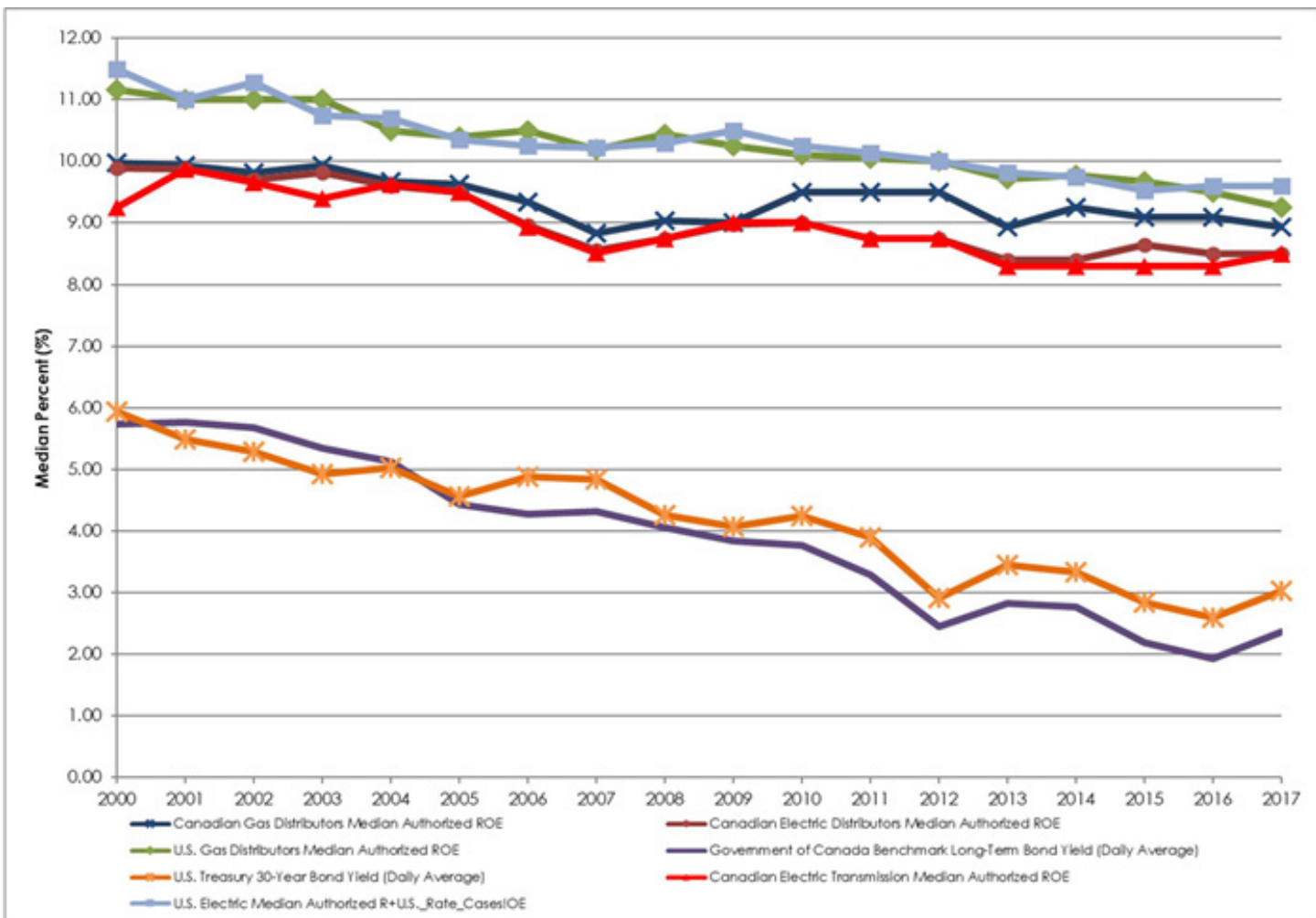
et à un environnement faiblement inflationniste, ont contribué à une baisse progressive des rendements des obligations ces dernières années. Les organismes de réglementation et les analystes ont réagi en combinant des rajustements, un niveau d'équilibre des rendements des obligations et des modèles de rechange pour tenir compte de ces conditions du marché anormales. Les prévisions moyennes indiquent une hausse des rendements des obligations au cours des prochaines années, mais un mélange complexe de facteurs internationaux et nord américains déterminera le parcours réel des taux d'intérêt. En attendant, le rendement des obligations du gouvernement demeure une source de grande incertitude sur les marchés financiers et dans les processus réglementaires.

Rendement autorisé des capitaux propres pour les distributeurs canadiens et américains de gaz et d'électricité¹

	Rendement de l'avoir des actionnaires ordinaires (%)			Ratio des capitaux propres ordinaires (%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Distributeurs de gaz canadiens²						
AltaGas Utilities Inc. ³	8,30	8,30	8,50	42,00	41,00	41,00
ATCO Gas ³	8,30	8,30	8,50	38,00	37,00	37,00
Centra Gas Manitoba Inc.	n.d.	n.d.	n.d.	30,00	30,00	30,00
Enbridge Gas Distribution Inc. ⁴	9,30	9,19	8,78	36,00	36,00	36,00
Enbridge Gas New Brunswick	10,90	10,90	10,90	45,00	45,00	45,00
FortisBC Energy Inc.	8,75	8,75	8,75	38,50	38,50	38,50
Société en commandite Gaz Métro	8,90	8,90	8,90	38,50	38,50	38,50
Gazifère Inc.	9,10	9,10	9,10	40,00	40,00	40,00
Heritage Gas Limited	11,00	11,00	11,00	45,00	45,00	45,00
Pacific Northern Gas Ltd.	9,50	9,50	9,50	46,50	46,50	46,50
Pacific Northern Gas (N.E.) Ltd. (Fort St. John/Dawson Creek)	9,25	9,25	9,25	41,00	41,00	41,00
Pacific Northern Gas (N.E.) Ltd. (Tumbler Ridge)	9,50	9,50	9,50	46,50	46,50	46,50
SaskEnergy Inc.	8,75	8,30	8,30	37,00	37,00	37,00
Union Gas Limited ⁵	8,93	8,93	8,93	36,00	36,00	36,00
Moyenne	9,27	9,22	9,22	40,00	39,86	39,86
Médiane	9,10	9,10	8,93	39,25	39,25	39,25
Distributeurs de gaz américains⁴						
Moyenne de tous les dossiers tarifaires réglés dans l'année	9,60	9,49	9,60	49,93	49,69	51,57
Médiane de tous les dossiers tarifaires réglés dans l'année	9,68	9,50	9,25	50,40	50,00	51,00
Distributeurs canadiens d'électricité²						
ATCO Electric Ltd. ³	8,30	8,30	8,50	38,00	37,00	37,00
ENMAX Power Corporation ³	8,30	8,30	8,50	40,00	37,00	37,00
EPCOR Distribution Inc. ³	8,30	8,30	8,50	40,00	37,00	37,00
FortisAlberta Inc. ³	8,30	8,30	8,50	40,00	37,00	37,00
FortisBC Inc.	9,15	9,15	9,15	40,00	40,00	40,00
Hydro-Québec Distribution	8,20	8,20	8,20	35,00	35,00	35,00
Manitoba Hydro	n.d.	n.d.	n.d.	25,00	25,00	25,00
Maritime Electric Company Limited	9,75	9,35	9,35	41,90	40,90	40,00
Newfoundland and Labrador Hydro	8,80	8,50	8,50	25,20	25,20	25,20
Newfoundland Power Inc.	8,80	8,50	8,50	45,00	45,00	45,00
Nova Scotia Power Inc.	9,00	9,00	9,00	37,50	37,50	37,50
Ontario's Electric Distributors ⁴	9,30	9,19	8,78	40,00	40,00	40,00
Saskatchewan Power Corporation	8,50	8,50	8,50	40,00	40,00	40,00
Moyenne	8,73	8,63	8,67	37,51	36,66	36,59
Médiane	8,65	8,50	8,50	40,00	37,00	37,00
Distributeurs d'électricité américains⁶						
Moyenne de tous les dossiers tarifaires réglés dans l'année	9,60	9,60	9,68	49,26	48,60	47,42
Médiane de tous les dossiers tarifaires réglés dans l'année	9,53	9,60	9,60	50,00	49,55	49,40

Rendement autorisé des capitaux propres pour les distributeurs canadiens et américains de gaz et d'électricité

	Rendement de l'avoir des actionnaires ordinaires (%)			Ratio des capitaux propres ordinaires (%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Sociétés canadiennes de transport d'électricité ²						
AltaLink Management Ltd. ³	8,30	8,30	8,50	36,00	37,00	37,00
ATCO Electric Ltd. ³	8,30	8,30	8,50	36,00	37,00	37,00
ENMAX Power Corporation ³	8,30	8,30	8,50	36,00	37,00	37,00
EPCOR Transmission Inc. ³	8,30	8,30	8,50	36,00	37,00	37,00
Hydro One Networks Inc. ⁴	9,30	9,19	8,78	40,00	40,00	40,00
Hydro-Québec TransÉnergie	8,20	8,20	8,20	30,00	30,00	30,00
Moyenne	8,45	8,43	8,50	35,67	36,33	36,33
Médiane	8,30	8,30	8,50	36,00	37,00	37,00
Indicateurs économiques (rendement en%)				2015	2016	2017
Rendement des obligations à long terme référence du gouvernement du Canada				2,19	1,92	2,36
Rendement des obligations du Trésor américain 30 ans				2,84	2,60	3,04
Rendement des obligations des services publics de cote A de Bloomberg Fair Value Canada				3,82	3,68	3,82
Indice de rendement des obligations des services publics de cote A de Moody's (États-Unis)				4,12	3,93	4,18



NOTES

1. Des données pour un groupe élargi de sociétés canadiennes de transport de gaz sont regroupées dans la base de données Concentric Energy Advisors Return on Equity.
2. Permis à des tarifs pour l'année correspondante; lorsque les années se chevauchent, le tarif/ratio présenté prévaut pour la majeure partie de l'année. Sources : décisions et documents de réglementation; notices annuelles; rapports annuels.
3. La décision de 2016 rendue par l'Alberta Utilities Commission dans la procédure sur les coûts génériques du capital était en vigueur pour le taux des années 2016 et 2017. Le rendement des capitaux propres ordinaires et les ratios de capitaux propres ordinaires ont été ajustés pour 2016. Cela touche également les moyennes de la catégorie pour 2016 comparativement à celles déclarées l'année dernière.
4. À compter de 2014, la Commission de l'énergie de l'Ontario effectue la mise à jour des paramètres du coût du capital en vue de l'établissement des tarifs pour les services qu'une fois par année.
5. RCP d'Union par accord de règlement dans son plan quinquennal de réglementation incitative pour 2014-2018.
6. Source : SNL Financial LC's Regulatory Research Associates Division. Les données pour 2017 comprennent les décisions jusqu'au 13 avril, 2017.
7. Moyenne de rendement quotidien. Source : Bloomberg Finance L.P. Données de 2017 jusqu'au 12 avril, 2017.

* n. d. signifie que les données ne sont pas disponibles. Au cours des dernières années, la Commission du Manitoba n'a pas établi de RCP autorisé pour Manitoba Hydro, mais a examiné si l'entreprise dispose d'un revenu suffisant pour atteindre certains ratios de couverture des intérêts et ratios de couverture de capital à son ratio d'endettement cible. De même, Centra Gas Manitoba exerçait auparavant ses activités selon une formule de rajustement du RCP associée au rendement des obligations du gouvernement. Dans le dépôt de son compte des ressources générales de 2013-2014, Centra Gas avançait que la formule ne générerait pas de rendements raisonnables. La Commission a invité Centra Gas à proposer une mise à jour au RCP, qui illustre un niveau approprié à utiliser dans l'étude de faisabilité.

Concentric Energy Advisors, Inc.

Pour obtenir de plus amples renseignements concernant ces données, veuillez communiquer avec :

Jim Coyne

Premier vice-président
jcoyne@ceadvisors.com
508.263.6255
www.ceadvisors.com

John Trogonoski

Gestionnaire principal de projet
jtrogonoski@ceadvisors.com
508.263.6258
www.ceadvisors.com