

Managementsamenvatting onderzoek ontvlechting Evides d.d. 1 november 2020

15 april 2021



strategy&
Part of the PwC network

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties

Betreft: verstrekken managementsamenvatting onderzoek ontvlechting Evides aan Tweede Kamer

15 april 2021

Geachte,

Vanuit het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties hebben wij het verzoek ontvangen om de managementsamenvatting van ons eerdere rapport betreft de mogelijke ontvlechting van Evides d.d. 1 november 2020 te verstrekken, zodat Binnenlandse Zaken dit met de Tweede Kamer kan delen. Op basis van dit verzoek verstrekken we deze rapportage.

We hebben in deze rapportage de volgende onderdelen uit onze oorspronkelijke rapportage van 1 november 2020 opgenomen:

- Aanbiedingsbrief;
- Managementsamenvatting; en
- Geraadpleegde bronnen & interviews.

We vertrouwen er op u hiermee van dienst te zijn.

Hoogachtend,

PricewaterhouseCoopers Advisory N.V.

Disclaimer

In september 2020 is PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. (hierna: 'PwC', 'wij' of 'ons') door het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (hierna: 'Cliënt') verzocht om een onderzoek uit te voeren naar de mogelijke ontvlechting van Evides.

Op verzoek van Cliënt is door PwC een rapport opgesteld getiteld 'Onderzoek ontvlechting Evides', welk rapport is gedateerd op 1 november 2020 (hierna: het 'Rapport'). Het rapport is geadresseerd aan Cliënt en is uitsluitend opgesteld voor gebruik door Cliënt. Het rapport is niet bedoeld of bestemd voor derden. De managementsamenvatting waar deze disclaimer onderdeel van uitmaakt is zonder inhoudelijke wijzigingen overgenomen uit het Rapport.

PwC heeft zich bij het opstellen van het Rapport (mede) gebaseerd op documenten en informatie zoals PwC die van verschillende partijen (inclusief de Cliënt) heeft ontvangen (hierna: 'Informatie van Derden'). PwC heeft de Informatie van Derden gebruikt met de aanname dat deze informatie juist, volledig en niet misleidend is. De betrouwbaarheid van de Informatie van Derden is door PwC niet geverifieerd of vastgesteld. PwC heeft geen accountantscontrole uitgevoerd met betrekking tot de Informatie van Derden, noch een beoordeling gericht op het vaststellen van volledigheid en juistheid daarvan conform internationale audit- of reviewstandaarden. PwC verstrekt geen enkele expliciete of impliciete verklaring of garantie ten aanzien van de juistheid of volledigheid van de Informatie van Derden of de daaraan gerelateerde referenties in het Rapport.

PwC aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid (ook niet voor nalatigheid) jegens derden (d.w.z. andere partijen dan Cliënt) voor de gevolgen van enig handelen of nalaten op basis van (de inhoud van) het Rapport, en wijst iedere verantwoordelijkheid, zorgplicht en/of aansprakelijkheid - contractueel, op basis van onrechtmatige daad (inclusief nalatigheid) of anderszins - af voor enig besluit en/of enige beslissing waaraan (de inhoud van) het Rapport ten grondslag ligt.

Het Rapport alsmede enig geschil voortvloeiende uit of verband houdend met (de inhoud van) het Rapport worden uitsluitend beheerst door Nederlands recht.

Al onze conclusies zijn gebaseerd op de feiten, informatie en assumpties zoals toegelicht in deze managementsamenvatting. Wij hebben onze werkzaamheden t.a.v. dit rapport op 8 oktober 2020 gefinaliseerd. Informatie die nadien beschikbaar is gekomen, is niet meegenomen in dit Rapport.

De mogelijke impact van COVID-19 (en van de maatregelen die de autoriteiten hebben genomen om de verspreiding van COVID-19 in te dammen en/of te voorkomen) op deze analyse maakte geen deel uit van onze scope. Hoewel het denkbaar is dat COVID-19 invloed heeft gehad op de uitkomsten, is deze impact voornamelijk volstrekt onzeker en het is voor PwC niet mogelijk om met enige zekerheid de gevolgen en/of invloed van COVID-19 in te schatten, zowel in het algemeen met betrekking tot de duur van de huidige crisis als meer specifiek met betrekking tot de impact ervan op de Nederlandse industrie en de vermogenskosten. Tevens kunnen, afhankelijk van toekomstige ontwikkelingen, de werkelijk gerealiseerde resultaten afwijken van geprognosticeerde resultaten. De verschillen kunnen, met name op lange termijn, aanzienlijk zijn en hebben daarom mogelijk een materiële impact op getoonde uitkomsten.

Onderdelen oorspronkelijke rapportage

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties

Betreft: onderzoek ontvlechting Evides

1 november 2020

Geachte,

Bijgaand treft u onze finale rapportage aan naar aanleiding van uw opdracht 'onderzoek ontvlechting Evides'. Wij hebben dit rapport opgesteld voor u als Opdrachtgever ter vertrouwelijke bespreking met de betrokken departementen, regionale overheden en partijen, zoals vastgelegd en overeengekomen in de Nadere Overeenkomst met kenmerk 2713258. Hierbij hebben de betrokken departementen (het Rijk) en de Regio gezamenlijk gefungeerd als materieel opdrachtgever in de ambtelijke stuurgroep.

Conform de wensen van uw uitvraag, gaat deze rapportage nader in op de volgende onderwerpen:

- Een waardebeoordeling van de Evides;
- Een financiële en juridische impactanalyse wat betreft de gevolgen van een eventuele afsplitsing van Evides; en
- Een governance model ter belegging van mogelijke risico's en vervolgstappen indien gekozen wordt voor ontvlechting.

Wij baseren onze bevindingen en uitspraken op interviews, nadere gesprekken en documentstudie van ontvangen documentatie gedurende de periode 31 augustus 2020 tot en met 21 oktober 2020.

Voorts mag dit rapport niet zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van PwC gekopieerd worden of aan derden (geheel of gedeeltelijk) ter beschikking worden gesteld of op andere wijze (geheel of gedeeltelijk) geciteerd of aan gerefereerd worden. PwC aanvaardt geen aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid jegens enige partij met betrekking tot de inhoud van dit document. Verder verwijzen wij u naar de disclaimer zoals opgenomen op de voorlaatste pagina van dit rapport.

Hoogachtend,

PricewaterhouseCoopers Advisory N.V.

Managementsamenvatting



Managementsamenvatting (1/6)

Achtergrond en aanleiding

Het Rijk, de provincie Zeeland en betrokken regionale overheden (laatste twee genoemde voorts 'de Regio') hebben als onderdeel van het compensatiepakket aangegeven te onderzoeken of het Rijk de Regio kan ondersteunen om tot een financieringsconstructie te komen die de Regio in staat stelt afsplitsing van Evides N.V. ('Evides') (uit PZEM N.V. ('PZEM')) te realiseren. De ontvlechting van Evides uit PZEM leidt tot aandeelhouderschap van (o.a.) de Regio, waardoor de dividenden van Evides ingezet kunnen worden voor een economische impuls in de Regio.

PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. ('PwC', 'wij') heeft geopereerd onder het gezamenlijk opdrachtgeverschap vanuit de ambtelijke stuurgroep met daarin vertegenwoordiging van Provincie Zeeland en ministeries Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, Economische Zaken en Klimaat, Financiën en Infrastructuur en Waterstaat. BZK heeft opgetreden als formeel opdrachtgever. PwC heeft onderzoek gedaan naar (i) de marktconforme waarde van Evides, (ii) de financiële en juridische impact van een eventuele ontvlechting van Evides, en (iii) het governance model en vervolgstappen om ontvlechting te realiseren. Hierbij dient rekening gehouden te worden met enkele randvoorwaarden, zijnde dat de ontvlechting van Evides:

1. het nakomen van het contract tussen PZEM en het Elektriciteits-Produktie maatschappij Zuid-Nederland ('EPZ'), en daarmee de bekostiging van de amovering door vergunninghouder EPZ, niet in gevaar mag brengen;
2. het de mogelijkheden tot een eventuele verlenging van de levensduur van de kerncentrale niet mag inperken.

Om de ontvlechting te simuleren en de impact hiervan inzichtelijk te maken gaan wij in ons onderzoek uit van een verkoop door PZEM van de aandelen in Evides aan de Regio. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de keuze voor daadwerkelijke ontvlechting nog gemaakt moet worden en dat de juridische techniek (waarbij wij dus uitgaan van koop/verkoop) ook nog nader uitgewerkt dient te worden.

Gelet op de korte doorlooptijd van onze opdracht (7 weken) hebben wij op hoofdlijnen analyses uitgevoerd die op basis van eventuele wensen en besluiten nadere detaillering vragen. Dit is afhankelijk van de bestuurlijke besluitvorming, de financieringsconstructie, en de timing van de ontvlechting.

Waardebepaling aandelen Evides

Evides is in 2004 ontstaan na de fusie tussen Waterbedrijf Europort en Delta Waterbedrijf. De aandelen van Evides worden momenteel voor 50% gehouden door PZEM en voor 50% door B.V. Gemeenschappelijk Bezit Evides ('GBE'). Evides is actief in drinkwater en industriewater. De omzet van Evides bedroeg €335mln in 2019 met een bedrijfsresultaat van €50mln.

De Drinkwaterwet merkt Evides N.V. aan als drinkwaterbedrijf. Specifiek vallen de niet-commerciële activiteiten van Evides onder de Drinkwaterwet. Deze niet-commerciële activiteiten vallen volledig binnen Evides Drinkwater ('EDW') en in dit rapport zullen we hier als zodanig aan refereren. De commerciële, niet-gereguleerde activiteiten zijn ondergebracht onder Evides Industriewater ('EIW'). Voor de levering aan enkele commerciële klanten wordt ook een deel van de activa van EDW gebruikt, waardoor ook binnen EDW een beperkt deel commerciële omzet wordt gerealiseerd. Omdat de Drinkwaterwet directe implicaties heeft voor het rendement dat het drinkwaterbedrijf jaarlijks over haar activa basis mag verdienen, wordt EDW apart gewaardeerd van de niet-wettelijke activiteiten middels een specifieke aanpak die recht doet aan deze context. De ondernemingswaarde van de niet-wettelijke activiteiten wordt gebaseerd op de Discounted Cash Flow ('DCF') methode, waarbij de verwachte toekomstige kasstromen contant gemaakt worden middels een marktconforme disconteringsvoet.

Waarderingsuitkomsten

Aangezien de mogelijke ontvlechting in de toekomst ligt is als waarderingsdatum 31 december 2020 aangehouden en betreft deze dus een prognose. Het middelpunt van de ondernemingswaarde van Evides per 31 december 2020 bedraagt €1.330mln. Na aftrek van de marktwaarde van de schulden, contracten en overtollige liquide middelen bedraagt de aandeelhouderswaarde van Evides €733mln. Op basis van het 50% belang van PZEM komt de waardering van het 50% aandeel van PZEM in Evides uit op een bandbreedte van €353mln tot €383mln, met een middelpunt van €367mln. De bandbreedte van de waardering is bepaald door de disconteringsvoet ('WACC') voor de commerciële activiteiten te variëren (5,85% +/- 0,5%). De gereguleerde drinkwateractiviteiten vertegenwoordigen circa 70% van de waarde van Evides.

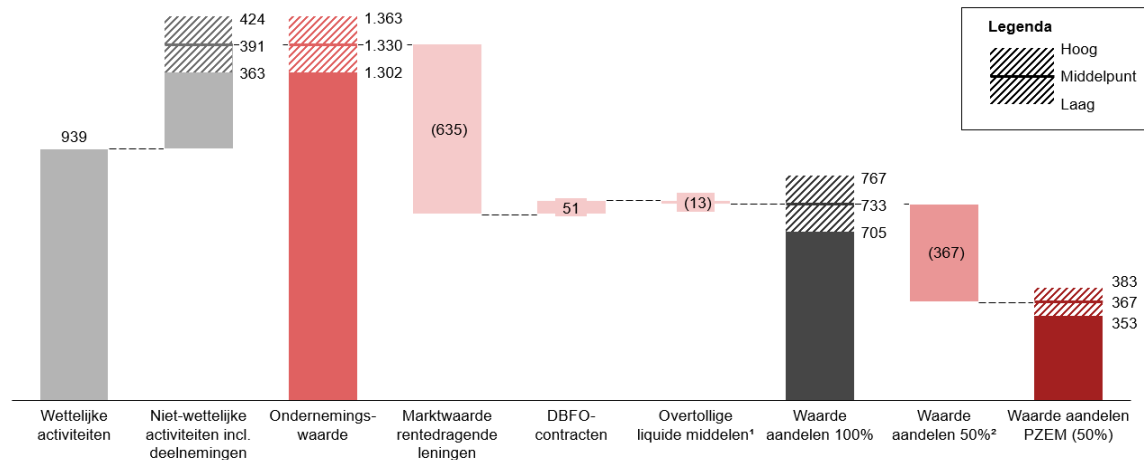
Managementsamenvatting (2/6)

Waardebepaling aandelen Evides (vervolg)

Teneinde de waarderingsuitkomst beter te kunnen plaatsen hebben wij de waardering vergeleken met zowel een aantal boekwaarden als alternatieve waarderingsmethode die kunnen dienen als referentiepunten. Daarnaast is voor elk van de onderliggende onderdelen van de waardering de boekwaarde van de activa (of van de deelneming) vergeleken met de ondernemingswaarde.

Wanneer wordt overgegaan tot het finaliseren van de waardering achten wij het wenselijk om de waardering bij te werken voor het nog uit te brengen Ondernemingsplan 2021 van Evides, eventuele bevindingen van een financiële *due diligence* en de werkelijke stand van een aantal balansposten per jaareinde waarvoor wij nu een inschatting van management van Evides hebben gehanteerd.

Opbouw waarde PZEM aandeel in Evides, in €mln



1) Negatief i.v.m. rekening-courantschulden; 2) aandelen B.V. Gemeenschappelijk bezit Evides.

Financiële impact

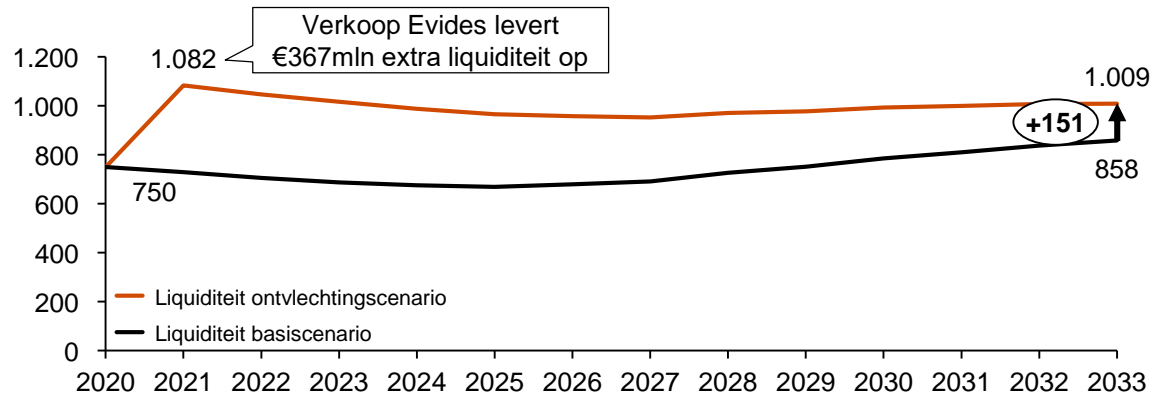
De financiële gevolgen van een eventuele ontvlechting van Evides zijn in kaart gebracht aan de hand van een doorrekening van de PZEM winst- en verliesrekening, balans, kasstromen, en liquiditeitspositie voor de periode van 2020 tot het voorgenomen jaar van de sluiting of verlenging van de kerncentrale in 2033. Hierbij is gebruik gemaakt van het financieel model van PZEM. Om de impact van een ontvlechting te kwantificeren zijn op basis van interviews met alle stakeholders de voornaamste risico's en financiële omvang hiervan in kaart gebracht over de looptijd tot 2033. Bij een verkoop van Evides aan de Regio ontvangt PZEM een eenmalige verkoopopbrengst (ingeschat op €367mln, zijnde het middelpunt van de waarde bandbreedte), maar verliest PZEM hiermee toekomstige dividendopbrengsten. Aan de hand van de risico's is onderzocht hoe de liquiditeitspositie van PZEM zich over tijd ontwikkelt – met en zonder Evides.

PZEM heeft momenteel een eigen vermogenspositie van circa €1,2mrd op een balanstotaal van €1,4mrd, met een liquiditeitspositie van circa €750mln (voor ontvlechting). Bij verkoop stijgt de liquiditeit in 2021. Door de geprojecteerde lage elektriciteitsprijzen en de relatief vaste contractuele verplichtingen in met name de contracten met EPZ daalt de geprojecteerde liquiditeit tot 2025 in de situatie waar Evides deel uitmaakt van PZEM, en tot 2027 zonder Evides, om vervolgens weer te stijgen. In 2033 projecteren wij een liquiditeitspositie van €858mln met Evides (basisscenario) en €1.009mln zonder Evides (ontvlechtingsscenario) – zie grafiek op volgende pagina.

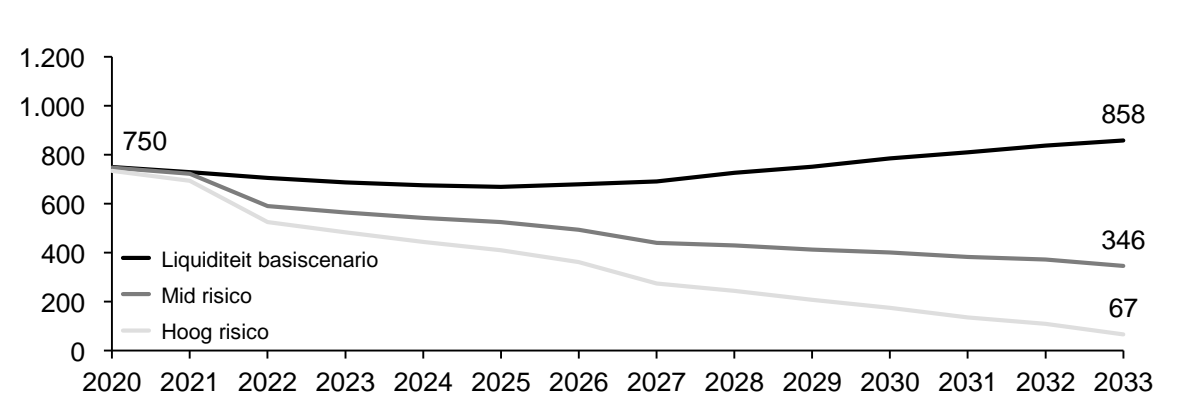
In totaal hebben wij elf kernrisico's geïdentificeerd waar rekening mee gehouden dient te worden bij de ontvlechting van Evides en de impact die dit heeft op de liquiditeitspositie van PZEM. Voor elk kernrisico hebben wij in kaart gebracht wanneer het zich kan voordoen en wat de financiële omvang van het risico is. Waar mogelijk hebben wij naast de deze inschatting – op basis van alle interviews en onze analyses – ook een aanvullend, en conservatiever, scenario gehanteerd. Verder gaan wij er in onze projecties van uit dat alle risico's zich zullen manifesteren. Eventuele interactie-effecten of acties die ondernomen kunnen worden door management om risico's te mitigeren en/ of te beperken, nemen wij niet mee. Hiermee ontstaat, uitgaande van de geïdentificeerde risico's, een conservatief beeld van de financiële positie van PZEM over de looptijd. Uiteraard geldt hier dat er mogelijke risico's zijn die momenteel niet, onvolledig, of onvoldoende, in kaart gebracht zijn.

Managementsamenvatting (3/6)

Liquiditeitspositie PZEM met en zonder ontvlechting Evides, in €mln



Liquiditeitspositie PZEM basisscenario, in €mln

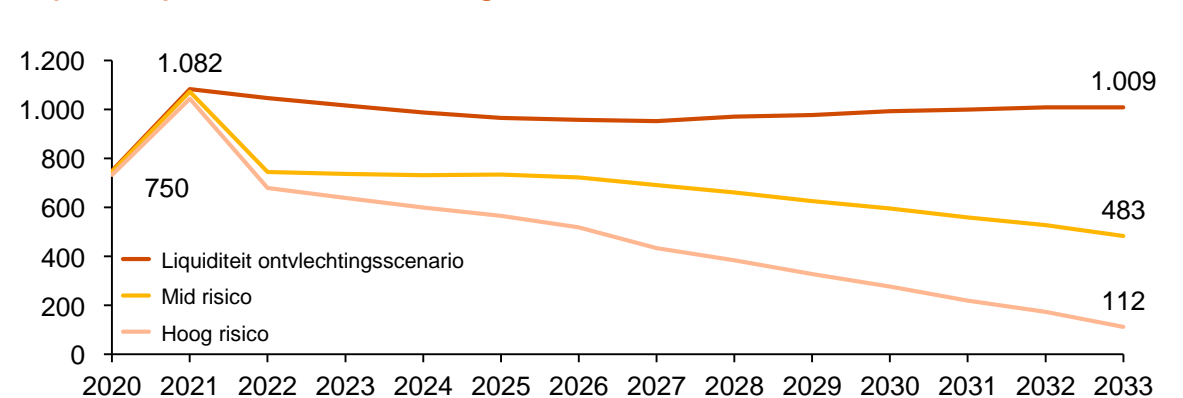


Financiële impact (vervolg)

Op basis van voornoemde risico analyse is gekeken naar de impact op de liquiditeitspositie van PZEM tot en met 2033, zowel in het geval van verkoop van Evides en zonder verkoop (zie grafieken op de rechterzijde van de pagina). Zonder verkoop van Evides (basisscenario) daalt de liquiditeitspositie van PZEM van circa €750mln in 2020 naar €67-346mln in 2033 – afhankelijk van de mate waarin de risico's zich manifesteren. In het geval van een verkoop van Evides (ontvlechtingsscenario) projecteren wij de liquiditeitspositie van PZEM op €112-483mln in 2033 – afhankelijk van de mate waarin de risico's zich manifesteren.

In alle scenario's leidt verkoop van Evides tot een verbetering in de liquiditeitspositie, doordat het merendeel van de risico's niet gerelateerd is aan de ontvlechting van Evides (bijvoorbeeld elektriciteitsprijzen) en over de looptijd de verkoopopbrengst groter is dan de verwachte dividendopbrengst.

Liquiditeitspositie PZEM ontvlechtingsscenario, in €mln



Managementsamenvatting (4/6)

Juridische overwegingen

De juridische gevolgen van de mogelijke ontvlechting van Evides zijn geïnventariseerd aan hand van interviews met de betrokkenen en documentstudie. Wij hebben daarbij gekeken naar enerzijds de veranderingen van de structuur van rechtspersonen van PZEM en anderzijds naar de juridische duiding van de benoemde risico's bij de ontvlechting. Belangrijke randvoorwaarden zijn het naleven van de Tollingovereenkomst (de leverings-/afnameovereenkomst tussen EPZ en PZEM inzake energie van de Kerncentrale Borssele) en het mogelijk houden van de eventuele bedrijfsduurverlenging van de kerncentrale.

Wij constateren dat verdere gevolgen voor de ontvlechting van Evides voor de structuur van rechtspersonen er feitelijk niet of zeer beperkt zijn. Evides is louter een financiële deelneming van PZEM en niet juridisch bij de groep betrokken. Uit de gehouden interviews en aangeleverde documenten, begrijpen wij dat er in de afgelopen jaren al de nodige voorbereidingen zijn getroffen voor de ontvlechting, waarbij de gezamenlijke activiteiten geleidelijk zijn afgebouwd, en juridische en financiële relaties waar nodig zijn ontvlochten. In de governance van PZEM en Evides is (informeel) al een praktijk ontstaan waarin is voorgesorteerd op de ontvlechting van Evides. Met deze kennis kan de overdracht van de aandelen vanuit een juridisch perspectief relatief eenvoudig – zonder belemmeringen – worden gerealiseerd. Hierbij gaan wij ervan uit dat GBE toestemming verleent voor de aandelenoverdracht en de aandelen (in)direct aan een publiekrechtelijke lichaam of rechtspersoon worden overgedragen, overeenkomstig de daarvoor geldende eisen op basis van wetgeving en statuten.

De gestelde randvoorwaarden bij dit onderzoek omtrent de naleving van de Tollingovereenkomst en het mogelijke scenario van bedrijfsduurverlenging van de kerncentrale, zijn vanuit juridisch perspectief dan ook niet belemmerend. Vanuit juridisch perspectief zijn er op basis van ons onderzoek geen redenen om aan te nemen dat deze randvoorwaarden in het scenario met ontvlechting niet nageleefd kunnen worden. Wij raden wel aan om de andere aandeelhouder van EPZ, RWE Generation Holding B.V ('RWE') op de hoogte te brengen van de beoogde ontvlechting. Wij voorzien eveneens geen juridische risico's voor het amoveringsfonds van EPZ op basis van bestaande wet- en regelgeving en de bestaande Tollingovereenkomst tussen EPZ en PZEM.

Juridische overwegingen (vervolg)

De juridische risico's die wij op basis van de gevoerde gesprekken en aangeleverde documentatie hebben geïdentificeerd zijn risico's samenhangende met de financiële verandering als gevolg van de ontvlechting (zie ook de financiële analyse) en risico's uit het feit dat PZEM een winstgevende deelneming verkoopt.

Met de verkoop van Evides, verkoopt PZEM een winstgevende deelneming in ruil voor (niet direct noodzakelijke) contanten/ liquiditeit. In de besluitvorming daarover, dient rekening te worden gehouden met de kaders van bestuurdersaansprakelijkheid en de actio pauliana. Van bestuurdersaansprakelijk kan sprake zijn indien, kort samengevat, een redelijk handelend bestuurder in de gegeven omstandigheden anders gehandeld zou hebben. Van een actio pauliana kan gesproken worden als schuldeisers in hun verhaalsmogelijkheden beperkt worden.

Ter voorkoming van deze risico's dienen bestuurders en toezichthouders zich ervan te vergewissen dat ze geen afstand doen van een winstgevende deelneming zonder dat daar passende compensatie (zoals een marktconforme verkoopprijs) tegenover staat. Anders kan er sprake zijn van het verarmen van de onderneming wat de bestuurders of toezichthouders later tegengeworpen kan worden. Indien de ontvlechting plaatsvindt onder marktconforme omstandigheden en de besluitvorming daarover gedegen voorbereid, onderbouwd en vastgelegd is, zijn de risico's beperkt. Dit temeer daar de ontvlechting past binnen de bredere strategische visie van de aandeelhouders, RvC en RvB zowel als het wettelijk kader voor drinkwaterbedrijven.

Managementsamenvatting (5/6)

Juridische overwegingen (vervolg)

Voorts is het ook relevant hierbij de vraag te stellen ten opzichte van wie de eventuele aansprakelijkheid zou gelden. Met andere woorden, wie of welke schuldeiser zou de bestuurder of toezichthouder eventueel aansprakelijk kunnen stellen? Op basis van ons onderzoek zijn geen directe schuldeisers bekend waarbij dit een rol kan spelen. Alleen bij Sloe is sprake van een projectfinanciering die eventueel kan worden afgelost. Hierdoor dient het risico van een externe schuldeiser met name gezocht te worden bij een eventueel tekort in het amoveringsfonds. Dat is dan immers de enige (ons bekende) mogelijke externe schuldeisersrelatie. Daarbij blijft, uitgaande van een transactie tegen marktwaarde, de vraag in hoeverre de mogelijke ontvlechting hierin een rol speelt. Immers, een transactie tegen marktwaarde veronderstelt dat PZEM de facto niet armer of rijker wordt, maar dat een vermogensbestanddeel (de gehouden aandelen) wordt omgezet in een ander vermogensbestanddeel (liquide middelen).

De overige risico's, zijnde de risico's die voortvloeien uit de financiële veranderingen zoals door ons geanalyseerd, dienen in het verdere ontvlechtigingsproces nader te worden benoemd en geïdentificeerd. Overwogen kan worden om een 'waiver' of vrijwaring op te stellen voor de bestuurders en/of toezichthouders die akkoord dienen te gaan met de mogelijke ontvlechting, voor risico's die een direct gevolg zijn van de ontvlechting en niet beïnvloedbaar zijn door de bestuurders en toezichthouders.

De inhoud van die vrijwaring en de vrij te waren en vrijwarende partijen, dienen in het vervolgtraject nader onderzocht en uitgediept te worden zodat de vrijwaring daarop specifiek ingericht kan worden. Het ligt daarbij voor de hand om de vrijwaring onderdeel te maken van de samenvoeging van het financiële en het juridische/governance- model van de mogelijke ontvlechting.

Governance en routekaart

In het governancemodel voor de ontvlechting dient met deze mogelijke vrijwaring rekening te worden gehouden, indien besloten wordt tot ontvlechting en daarbij ook het geven van een mogelijke vrijwaring. Dit governancemodel, alsmede de governance na ontvlechting, moet nog nader verfijnd worden en zal met name goed moeten aansluiten op het financiële model dat de ontvlechting mogelijk maakt. Op basis van het financiële model moet immers de financiële en juridische werking van de transactie bij elkaar worden gebracht, waarin ook de benoemde risico's geadresseerd kunnen worden.

Wij gaan er daarbij vanuit dat het financiële model en de governance worden ingericht op een holdingmaatschappij die het 50% belang in Evides zal verkrijgen, om te voorkomen dat dit 50% belang in Evides versnipperd raakt bij de diverse aandeelhouders van PZEM. Bij een rechtstreekse overdracht aan de aandeelhouders van PZEM ontstaat een ongewenste versnippering die governance-technisch ook tot complexe besturing en besluitvorming kan leiden. Dit omdat de 50% aandelen niet meer als "één pakket" zijn gebundeld, maar versnipperd zijn over de diverse aandeelhouders. Besluitvorming over Evides in bijv. de algemene vergadering (van aandeelhouders) zou daardoor niet langer tussen twee partijen zijn (Aandeelhouders PZEM en GBE), maar tussen 20+ partijen.

In de routekaart wordt een mogelijk proces geschetst dat een samenvatting geeft van de bestuurlijke, juridische en financiële processen die nodig zijn om de besluitvorming over de mogelijke ontvlechting verder te brengen. Het spreekt voor zich en volgt uit de scope van ons onderzoek dat deze routekaart een algemeen duidend karakter heeft, maar wel de nodige vervolgstappen, besluitvorming en daarbij relevante gespreksonderwerpen inzichtelijk maakt.

Managementsamenvatting (6/6)

Conclusies

Wij concluderen een waardering voor het Evides-belang dat door PZEM wordt gehouden tussen de €353mln en €383mln met een middelpunt van €367mln, gebaseerd op een waarderingsdatum per 31 december 2020. Deze waarde wijkt beperkt af van de huidige boekwaarde van Evides op de balans van PZEM. Hiermee ontstaat bij een eventuele verkoop geen significante boekwinst of -verlies.

De huidige en geprojecteerde liquiditeitspositie van PZEM is solide. PZEM is hiermee in staat om de geïdentificeerde risico's op te vangen zonder in directe financiële problemen te komen. In het meest conservatieve scenario, waar alle risico's zich manifesteren, resteert een liquiditeitspositie van circa €112mln in 2033 indien de aandelen van Evides wordt verkocht voor €367mln. De aanwending van de aanwezige financiële middelen is aan het bestuur van PZEM in samenspraak met haar commissarissen en aandeelhouders.

Verkoop van Evides heeft geen directe relatie met de keuze over een eventuele verlenging van de bedrijfsduur van de kerncentrale. De financiële positie van PZEM wordt door de verkoop van Evides versterkt, voor zover dit een factor is in de keuze over de bedrijfsduur van de kerncentrale is er geen negatief effect te verwachten op basis van de Evides verkoop. Een eventuele verlenging van de bedrijfsduur van de kerncentrale is een opzichzelfstaand bedrijfseconomisch besluit. De bedrijfseconomische afweging zal door de aandeelhouders van EPZ gemaakt dienen te worden. Ook PZEM zal in die omstandigheid, als een van de aandeelhouders en als zelfstandige rechtspersoon, daarover een afweging moeten maken. Eventuele aanwending van financiële middelen door PZEM voor toekomstige investeringen en/of een dividendbeleid beïnvloedt de liquiditeitspositie en kan daarmee ook de toekomstige mogelijkheid tot financiering vanuit PZEM voor de verlenging van de bedrijfsduur van de kerncentrale van EPZ, alsook de mogelijkheden tot het nakomen van de Tollingovereenkomst en het opvangen van de risico's zoals geïdentificeerd in onze analyses beïnvloeden.

Op basis van onze juridische analyse zien wij geen risico's die niet opgelost kunnen worden bij een eventuele verkoop van de aandelen van Evides aan de Regio.

Gelet op het zojuist genoemde concluderen wij dat met de ontvlechting van Evides de gestelde randvoorwaarden kunnen worden geborgd, waarbij er wel een afhankelijkheid bestaat met de eventuele toekomstige aanwending van financiële middelen door PZEM.

Vervolgstappen

Wij voorzien de volgende vervolgstappen:

1. Uitvoeren van de finale waardering van Evides aan de hand van het Ondernemingsplan 2021 en eventuele due diligence bevindingen
2. Update van de prijsprojecties voor elektriciteit laten uitvoeren door gespecialiseerd bureau dat prijsprojecties opstelt voor PZEM en verwerken in de financiële projecties van PZEM
3. Nader onderzoek naar specifieke risico's indien gewenst door stakeholders
4. Uitvoeren van gerichte due diligence bij verkoop Evides aandelen indien gewenst¹
5. Nadere (gezamenlijke) uitwerking van het financieringsconstructie en juridische model van de ontvlechting
6. Verder uitwerken van de mogelijke juridische risico's en eventuele vrijwaring
7. Vervolledigen van het governance model voor de ontvlechting zelf en de structuur na ontvlechting

Indien gekozen wordt de ontvlechting te realiseren voorzien wij daarvoor een tijdsplan van ongeveer een jaar. Dit tijdsplan is gebaseerd op de zeven vervolgstappen die hiervoor genoemd zijn, plus de politiek bestuurlijke besluitvorming die voorbereid en genomen moet worden.

Wij benadrukken daarbij dat we ervan uitgaan dat er een algemeen akkoord is voor de ontvlechting in januari 2021. Dit is een randvoorwaarde om het benoemde tijdsplan mogelijk te maken. Bij positieve en tijdige bestuurlijke besluitvorming, verwachten wij dat het mogelijk moet zijn de ontvlechting tegen het einde van 2021 mogelijk te maken.

1) Deze due diligence kan de door partijen gewenste omvang en diepgang hebben, afhankelijk van de mate waarin zij behoefte hebben aan nadere informatie om hun uiteindelijke besluitvorming op te baseren. In dat kader kan bijvoorbeeld een zogenoemde 'red flag'-analyse worden uitgevoerd, waarbij een scan wordt gedaan op eventuele (grote) bezwaren of risico's.

Geraadpleegde bronnen & interviews

Gehouden interviews

In de periode van aanvang van onze opdracht tot en met 8 oktober 2020 hebben wij op diverse momenten gesproken met de verschillende betrokken partijen. Gegeven de COVID-19-maatregelen hebben de meeste gesprekken digitaal plaatsgevonden. We hebben met verschillende personen vanuit de volgende organisaties en organen contact gehad, middels 1-op-1 interviews of groepsgesprekken:

- Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
- Ministerie van Financiën
 - Inspectie der Rijksfinanciën
 - Publiek Private Investerings & Deelnemingen
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
- Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat
 - DG Milieu en Internationaal
 - Concerndirectie Financiën (CdF)
- Provincie Zeeland
- Evides
- PZEM
 - Bestuur
 - Raad van Commissarissen
 - Aandeelhouderscommissie
- EPZ
- Autoriteit Nucleaire Veiligheid en Stralingsbescherming

Bestudeerde documentatie

Wij hebben onze analyse, naast de interviews, gebaseerd op de onder andere onderstaande documentatie. Wij zijn hierbij van uitgegaan dat de ontvangen documentatie correct en waarheidsgetrouw is. Wij hebben geen due diligence gedaan, of activiteiten die het karakter hebben van een controle, op de juistheid of compleetheid van de ontvangen stukken.

- Tollingovereenkomst PZEM & EPZ
- Drinkwaterwet
- Statuten en relevante overeenkomsten van Evides
- Statuten en relevante overeenkomsten van PZEM
- Information Request List ('IRL'), o.a.:
 - Financiële informatie (e.g. ondernemingsplannen)
 - Onderzoeksrapportages
 - Bestuurlijke stukken

www.pwc.nl

'PwC' is het merk waaronder PricewaterhouseCoopers Accountants N.V. (KvK 34180285), PricewaterhouseCoopers Belastingadviseurs N.V. (KvK 34180284), PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. (KvK 34180287), PricewaterhouseCoopers Compliance Services B.V. (KvK 51414406), PricewaterhouseCoopers Pensions, Actuarial & Insurance Services B.V. (KvK 54226368), PricewaterhouseCoopers B.V. (KvK 34180289) en andere vennootschappen handelen en diensten verlenen. Op deze diensten zijn algemene voorwaarden van toepassing, waarin onder meer aansprakelijkheidsvoorwaarden zijn opgenomen. Op leveringen aan deze vennootschappen zijn algemene inkoopvoorwaarden van toepassing. Op www.pwc.nl treft u meer informatie over deze vennootschappen, waaronder deze algemene (inkoop)voorwaarden die ook zijn gedeponereerd bij de Kamer van Koophandel te Amsterdam.