

Provincie Zeeland

Analyse dividendvoorstel van ZEH

Deloitte Financial Advisory B.V., 6 maart 2024

Dit rapport is vervaardigd op basis van (1) informatie die aan ons is verstrekt tot en met 21 februari 2024 en (2) de beperkingen zoals beschreven in de aanbiedingsbrief op de hierna volgende pagina en in de sectie *Achtergrond, Doel & Scope*.

Zoals overeengekomen in de Opdrachtbevestiging is dit rapport uitsluitend opgesteld ten behoeve van Provincie Zeeland in het kader van het in dit rapport beschreven doel. Tenzij anders overeengekomen in de Opdrachtbevestiging mag u, zonder voorafgaande schriftelijk toestemming van Deloitte, dit rapport niet voor andere doeleinden gebruiken, (geheel of ten dele) publiceren, aan derden ter beschikking stellen of aan refereren. Geen enkele partij heeft het recht om te vertrouwen op het rapport voor welk doel dan ook en wij aanvaarden geen enkele plicht, verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid voor de inhoud ervan jegens welke partij dan ook.

Aan:
Provinciale Staten van Zeeland
Abdij 6
4331 BK Middelburg

Geachte heer/mevrouw,

Hierbij hebben wij het genoegen ons rapport uit te brengen inzake onze analyse van een door ZEH N.V. ("ZEH") voorgestelde tussentijdse dividenduitkering, zoals beschreven in een notitie door ZEH d.d. 21 februari 2024.

Dit rapport is opgesteld door Deloitte Financial Advisory B.V. (hierna "Deloitte", "wij", "ons" of "onze") op verzoek van de Provincie Zeeland ("u" of "Opdrachtgever") en betreft een analyse ten aanzien van een door ZEH opgesteld dividendvoorstel ("Analyse"), in overeenstemming met de voorwaarden en reikwijdte van de werkzaamheden zoals beschreven in onze opdrachtbevestiging van 13 oktober 2023 met kenmerk MvM23-058/MW/KA ("Opdrachtbevestiging"), met als doel om de Provinciale Staten van Zeeland inzicht te verschaffen in het door ZEH opgestelde dividendvoorstel ("Doel").

Datum:
6 maart 2024

Bij het opstellen van ons rapport hebben wij, conform de reikwijdte van onze werkzaamheden zoals overeengekomen in de Opdrachtbevestiging ("Scope"), onder andere gebruik gemaakt van informatie die wij hebben verkregen via (gesprekken met) het management van ZEH en dochteronderneming EPZ N.V. ("EPZ"). Bij de informatievergaring heeft Deloitte vertrouwd op de juistheid en volledigheid van alle informatie die ons door of namens ZEH en EPZ ter beschikking is gesteld. Deloitte accepteert geen verantwoordelijkheid met betrekking tot de juistheid en volledigheid van de aangeleverde informatie.

Kenmerk:
MvM24-017/MW/KA

Waar onze werkzaamheden betrekking hebben op toekomstgerichte financiële informatie ("TFI"), becommentariëren wij die op basis van onderliggende aannames die hieraan te grondslag liggen. De TFI is bepaald door en enkel de verantwoordelijkheid van het management van ZEH dan wel EPZ. Wij accepteren geen verantwoordelijkheid voor prognoses of de realisatie ervan.

De prognoses hebben betrekking op de toekomst en omvatten schattingen, aannames en onzekerheden ten tijde van het opstellen. Een prognose zal geen onvoorziene gebeurtenissen bevatten die plaats vinden na het opstellen ervan, inclusief, maar niet beperkt tot, veranderingen in marktomstandigheden, wet- en regelgeving, overheidsbeleid of verslaggevingsstandaarden. Het realiseren van de prognose hangt af van een succesvolle implementatie van de onderliggende strategieën en plannen door het management van de onderneming en tevens door gebeurtenissen buiten de invloed van dit management. Dit kan resulteren in verschillen tussen de geprognosticeerde en de werkelijke resultaten. Dergelijke verschillen zijn gebruikelijk en kunnen significant zijn.

Onze Analyse omvat geen inschatting van de risico's of de mogelijke impact van de sancties - opgelegd aan of opgelegd door - Rusland en Wit-Rusland ("Sancties") op de bedrijfsvoering, de financiële prestaties, de financiële positie en de continuïteit van de ZEH (en dochterondernemingen). De risico's en de (in)directe impact van de Sancties kunnen niet nauwkeurig worden ingeschat of gekwantificeerd. Gebruikers van ons rapport dienen zelf een inschatting te maken van de mogelijke gevolgen van de Sancties voor ZEH en de gevolgen daarvan voor hun eigen doeleinden.

Onze werkzaamheden zijn uitgevoerd onder richtlijn COS5500N (Transactiegerelateerde Adviesdiensten). De scope van onze werkzaamheden verschilt wezenlijk van de scope van een controle op basis van algemeen aanvaarde grondslagen voor accountantscontroles. Verder omvatten onze werkzaamheden geen beoordeling van (historische of toekomstgerichte) financiële informatie in overeenstemming met hiertoe uitgegeven algemene standaarden. Wij zullen derhalve op geen enkele manier een opinie verstrekken op enige financiële informatie betreffende ZEH en EPZ. Voor nadere informatie verwijzen wij naar de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (www.NBA.nl).

Zoals overeengekomen in de Opdrachtbevestiging is dit rapport uitsluitend opgesteld ten behoeve van Provincie Zeeland in het kader van het in dit rapport beschreven doel. Tenzij anders overeengekomen in de Opdrachtbevestiging mag u, zonder voorafgaande schriftelijk toestemming van Deloitte, dit rapport niet voor andere doeleinden gebruiken, (geheel of ten dele) publiceren, aan derden ter beschikking stellen of aan refereren. Wij accepteren geen aansprakelijkheid ten opzichte van derden die dit rapport inzien.

Dit rapport houdt rekening met ontvangen informatie en gebeurtenissen tot 21 februari 2024, toen het voornaamste deel van onze werkzaamheden is afgerond. Wij hebben geen verantwoordelijkheid voor en zullen geen werkzaamheden verrichten over de periode na deze datum.

Het kan zijn dat dit document in elektronisch formaat of als kopie aan u ter beschikking is gesteld. Dientengevolge is het mogelijk dat meerdere versies van dit document bestaan. We merken op dat dit document, welke geen vermelding van '*concept*' op de voorzijde heeft, aangemerkt kan worden als het finale document.

Met vriendelijke groet,

Was getekend,

Deloitte Financial Advisory B.V.

Achtergrond, doel & scope



01

02

03

Achtergrond, doel & scope

ZEH houdt een vermogensbuffer aan om risico's omtrent een vroegtijdige permanente sluiting van de kerncentrale Borssele op te vangen. Het toekomstige dividend van ZEH is daarmee mede afhankelijk van de naar verwachting stapsgewijze afbouw van de buffer tot de geplande sluiting van de kerncentrale eind 2033

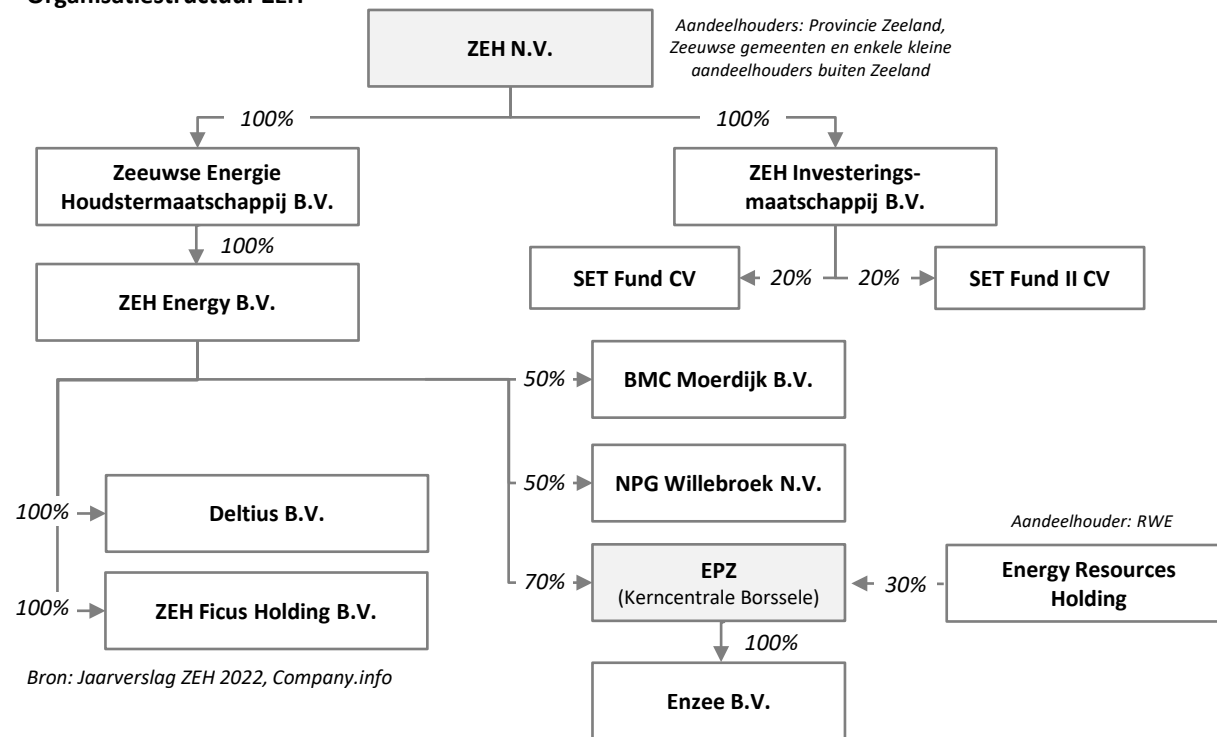
Achtergrond

- De Zeeuwse Energie Houdstermaatschappij N.V. of afgekort ZEH N.V. ("ZEH") is in 2022 ontstaan bij de herstructurering van de Provinciale Zeeuwse Energie Maatschappij N.V. of afgekort PZEM N.V. ("PZEM") ("Herstructurering"). Een belangrijke stap in de Herstructurering was de ontvlechting van de nucleaire en niet-nucleaire commerciële onderdelen van PZEM. Na de verkoop van de niet-nucleaire commerciële activiteiten, inclusief de naam PZEM, door ZEH in 2023, bleef het door ZEH gehouden 70% aandelenbelang in N.V. EPZ ("EPZ"), de eigenaar van de kerncentrale in Borssele ("KCB") over, naast belangen in de biomassa energiecentrale in Moerdijk ("BMC Moerdijk"), een zonnepark in Willebroek ("NPG Willebroek"), Deltius B.V., ZEH Investeringsmaatschappij B.V. en een power purchase agreement met het offshore windmolenpark Gemini.
- De aandelen van ZEH worden gehouden door de provincie Zeeland, Zeeuwse gemeenten en enkele kleine publieke aandeelhouders buiten Zeeland. Deze aandelen zijn op dit moment conform statutaire bepalingen niet vrij verhandelbaar en zullen in handen moeten zijn van publieke organen.
- ZEH beschikte op 31 december 2022, dat is vóór de verkoop van de niet-nucleaire commerciële onderdelen, over een eigen vermogenspositie van EUR 1,6 miljard, waarbij ZEH heeft aangegeven dat het niet mogelijk is dit vermogen (grotendeels) uit te keren als dividend omdat het aangehouden dient te worden als buffer om financiële risico's in het geval van een ongeplande vroegtijdige (permanente) sluiting van de KCB te kunnen opvangen.
- De sluiting van de KCB staat gepland eind 2033. Om de kosten van de ontmanteling van de kerncentrale te dekken, worden door de eigenaar van de kerncentrale (EPZ) jaarlijkse stortingen gedaan in een amoveringsfonds. Echter, indien de kerncentrale (ongepland) vroegtijdig sluit, dan is het amoveringsfonds (mogelijk) niet toereikend voor de ontmantelingskosten, aangezien er naar verwachting additionele kosten zijn in verband met het ontbinden van contracten in de splijtstofcyclus, financiering van de resterende boekwaarde van de kerncentrale op dat moment en de doorlopende exploitatiekosten (aangezien de veilige situatie met betrekking tot de aanwezige splijtstofelementen gehandhaafd dient te worden en afvoer niet meteen mogelijk is vanwege een afkoelingsperiode). ZEH, als aandeelhouder van EPZ, houdt daarom een vermogenspositie aan om eventuele tekorten bij een vroegtijdige permanenten sluiting van KCB. Het is de verwachting van ZEH dat naar mate de geplande sluiting dichterbij komt, de aan te houden buffer voor een vroegtijdige sluiting jaarlijkse afneemt, waardoor de vermogenspositie van ZEH stapsgewijs als dividend kan worden uitgekeerd.

Achtergrond (vervolg)

- Vanaf september 2021 hanteert ZEH een dividendbeleid waarbij volgens een door ZEH vastgestelde systematiek op basis van een balans- en uitkeringstoets wordt bepaald welk gedeelte van de vermogenspositie van ZEH als dividend kan worden uitgekeerd. Hierbij wordt door ZEH rekening gehouden met verplichtingen voor een voortijdige sluiting van KCB, de winst van EPZ en ZEH, beleggingsresultaten in het amoveringsfonds en overige relevante omstandigheden.

Organisatiestructuur ZEH



Bron: Jaarverslag ZEH 2022, Company.info

Achtergrond, doel & scope

De Provinciale Staten van Zeeland hebben de wens om het voorstel voor een tussentijdse dividenduitkering van ZEH, zoals beschreven in een notitie d.d. 21 februari 2024, te laten analyseren door een onafhankelijke adviseur en heeft Deloitte gevraagd om een analyse uit te voeren ten aanzien van dit dividendvoorstel

Vraagstelling

- De Provinciale Staten van Zeeland (“Provinciale Staten”), de grootste aandeelhouder van ZEH, heeft de wens om een voorstel voor een tussentijdse dividenduitkering van ZEH te laten analyseren door een onafhankelijke adviseur, waarbij rekening wordt gehouden met het risicoprofiel van- en een eventuele mate van conservatisme van de ramingen, om inzicht te verschaffen in het door ZEH opgestelde dividendvoorstel.
- De Provincie Zeeland (“Opdrachtgever”) heeft vervolgens, namens Provinciale Staten, aan Deloitte Financial Advisory B.V. (“Deloitte”) gevraagd om een analyse uit te voeren ten aanzien van een door ZEH voorgestelde tussentijdse dividenduitkering (“Analyse”, “Opdracht”). De basis voor onze Analyse is de *Notitie tussentijdse dividenduitkering* van de Raad van Bestuur van ZEH, gedateerd 21 februari 2024, met daarin het voorstel voor een dividenduitkering van EUR 479 miljoen (“Dividend Notitie”).

Scope

- Onze werkzaamheden (de Analyse) bestonden uit een analyse van:
 - de wijze van totstandkoming van de dividendberekening van ZEH en het bedrag dat benodigd is voor een eventuele vroegtijdige sluiting van KCB;
 - op welke manier de uitgangspunten in de dividendberekening zijn onderbouwd;
 - de rekenkundige en conceptuele juistheid van de dividendberekening;
 - op welke manier eventuele risico’s (conservatisme), maar wellicht ook kansen in de dividendberekening zijn opgenomen;
 - op welke manier er gevoeligheidsanalyses zijn uitgevoerd om de effecten zichtbaar te maken voor veranderende omstandigheden (en parameters) om de robuustheid van de dividendberekening te onderzoeken; en
 - of er indicaties zijn dat er relevante financiële elementen buiten beschouwing zijn gelaten in de dividendberekening.waarbij wij, op verzoek van Opdrachtgever, geen herrekening hebben gemaakt van (elementen van) de dividendberekening van ZEH.

Geraadpleegde bronnen en gesprekken

- In de periode van 8 januari 2024 tot en met 16 februari 2024 hebben wij op diverse momenten gesproken met het projectteam van de Provincie Zeeland en vertegenwoordiging van het management van ZEH en EPZ. In deze gesprekken is ontvangen informatie doorgesproken om onze begripsvorming ten aanzien van het dividendvoorstel van ZEH te vergroten en hebben wij vragen gesteld met betrekking tot de analyses en berekening onderliggend aan het dividendvoorstel van ZEH. In navolging van de gesprekken is door ons bij ZEH en EPZ additionele informatie opgevraagd en hebben wij van ZEH een herziene Dividend Notitie ontvangen.
- Wij hebben onze Analyse, naast de gesprekken, gebaseerd op documentatie die ZEH en EPZ gedeeld hebben of waarvan wij door ZEH en EPZ de mogelijkheid hebben gehad om deze in te zien:
 - De Dividend Notitie;
 - Notitie van de Raad van Bestuur van (destijds) PZEM aan de AvA van PZEM, gedateerd 28 april 2022, met daarin het voorstel van een dividenduitkering van EUR 92m over het boekjaar 2021
 - Notitie aan de aandeelhouders van (destijds) PZEM, gedateerd 22 september 2021, met daarin beschreven het dividendbeleid van (destijds) PZEM (“Dividendbeleid”);
 - Excelspreadsheet (met uitsluitend harde waarden) met de berekeningen onderliggend aan de Dividend Notitie, opgesteld door ZEH, inclusief de (ongecontroleerde) winst-en-verliesrekening en balans van ZEH per 31 december 2023 en prognoses per 30 juni 2024 en 30 juni 2025;
 - Management maandrapportage ZEH december 2023;
 - Tollingovereenkomst tussen EPZ en haar tollers (ZEH en RWE);
 - Jaarrekening 2023 EPZ;
 - Jaarbericht 2023 Enzee B.V.;
 - Print-screen van de begrote winst-en-verliesrekening van EPZ voor 2024 voor de nucleaire activiteiten, door EPZ;
 - Print-screen van de vergelijking van de begrote en gerealiseerde enkelvoudige winst-en-verliesrekening van EPZ voor 2023 uit de managementrapportage voor december 2023 van EPZ, door EPZ;

Achtergrond, doel & scope

Het dividendvoorstel van ZEH is gebaseerd op een scenario waarin KCB acuut en definitief sluit per 1 juli 2024 en ZEH verantwoordelijkheid neemt voor de additionele kosten die hieruit voortkomen. Een eventuele reparatie of bedrijfsduurverlening van de kerncentrale kan invloed hebben op sluitingskosten

Geraadpleegde bronnen en gesprekken (vervolg)

- Excelspreadsheet met de berekening van de voorziening amovering kerncentrale (inclusief restkern en opwerkings- en opslagkosten) per 31 december 2023 opgesteld door EPZ;
- Excelspreadsheet met de berekening van de geprognosticeerde investeringen in de periode 1 januari 2024 t/m 31 december 2033 bij een vroegtijdige sluiting van de KCB per 1 juli 2024 opgesteld door EPZ; en
- Excelspreadsheet met de berekening van de kosten van een vroegtijdige sluiting van KCB per 1 juli 2024 opgesteld door EPZ.

Beperkingen

- Het dividendvoorstel van ZEH, zoals beschreven in de Dividend Notitie, is gebaseerd op een scenario waarin KCB acuut en definitief sluit per 1 juli 2024. In het geval van reparatie of bedrijfsduurverlening van de kerncentrale, kan dit van invloed zijn op de liquiditeits- en vermogenspositie van ZEH en de hoogte van een mogelijke dividenduitkering door ZEH. Er is op moment door ZEH en haar aandeelhouders nog geen besluit genomen over de bedrijfsduurverlening, waardoor eventuele gevolgen die hiermee samen hangen ook niet in de Dividend Notitie zijn betrokken.
- De onderliggende informatie met betrekking tot de raming van de sluitingskosten van KCB in het geval van een ongeplande vroegtijdige sluiting is strikt vertrouwelijk, aangezien het om bedrijfsgevoelige informatie van EPZ gaat. Dit geldt in zekere mate ook voor de informatie van ZEH. In onze Analyse hebben wij derhalve opgevraagde stukken van met name EPZ veelal slechts op locatie bij EPZ kunnen inzien. Dit gegeven heeft onze Analyse beperkt op het gebied van het vergelijken van aannames en cijfermateriaal met onderliggende bronnen:
 - Wij hebben niet alle berekeningen die ten grondslag liggen aan de Dividend Notitie ingezien of in ons bezit maar we hebben waar mogelijk geprobeerd gehanteerde cijfers te vergelijken met informatie uit jaarrekeningen, bedrijfsplannen etc. waarover wij wel konden beschikken; en
 - Wij hebben geen contracten, met uitzondering van de tollingovereenkomst tussen EPZ, ZEH en RWE, ingezien. Van EPZ begrijpen wij dat in deze contracten niet is voorzien in een onverwachte en permanente sluiting van de kerncentrale, waardoor wij volgens EPZ uit deze contracten geen additionele informatie voor onze Analyse zouden kunnen ontleenen.

Beperkingen (vervolg)

- Gezien de vertrouwelijkheid van met name de informatie van EPZ, omdat a) geheimhouding is geregeld in de contracten tussen EPZ en derden en b) EPZ geen bedrijfsgevoelige informatie in de openbaarheid wil brengen, is de informatie omtrent de sluitingskosten in ons rapport op een geaggregeerd niveau weergegeven, zodat geen, naar de mening van EPZ, bedrijfsgevoelige informatie openbaar wordt. Wij hebben derhalve alleen op dit geaggregeerde niveau de sluitingskosten van de kerncentrale kunnen analyseren. Dit betekent dat als wij op een gedetailleerder niveau hadden kunnen analyseren, de uitkomst van onze Analyse mogelijk anders geweest kan zijn.
- Het voorgestelde dividend van ZEH in de Dividend Notitie gaat uit van informatie en verwachtingen ten aanzien van de toekomst tot en met 21 februari 2024, en houden derhalve geen rekening met nieuwe feiten en omstandigheden die zich na deze datum hebben voorgedaan of zich zullen voordoen. Ook merken wij op dat de Dividend Notitie gebaseerd is op de voorlopige jaarcijfers van ZEH omdat het traject voor het opstellen en afronden van de jaarrekening 2023 nog loopt. In het geval de werkelijke cijfers voor 2023 afwijken van de aan ons voor de Analyse verstrekte informatie, dan zou de uitkomst van onze Analyse mogelijk anders geweest kunnen zijn.
- Het voorgestelde dividend in de Dividend Notitie is gebaseerd op verwachtingen ten aanzien van de toekomst waarvan nog ongewis is of deze zullen uitkomen.
- Voor een nadere beschrijving van de reikwijdte en beperkingen van onze Analyse, verwijzen wij naar de Opdrachtbevestiging.

Analyse

01

02

03

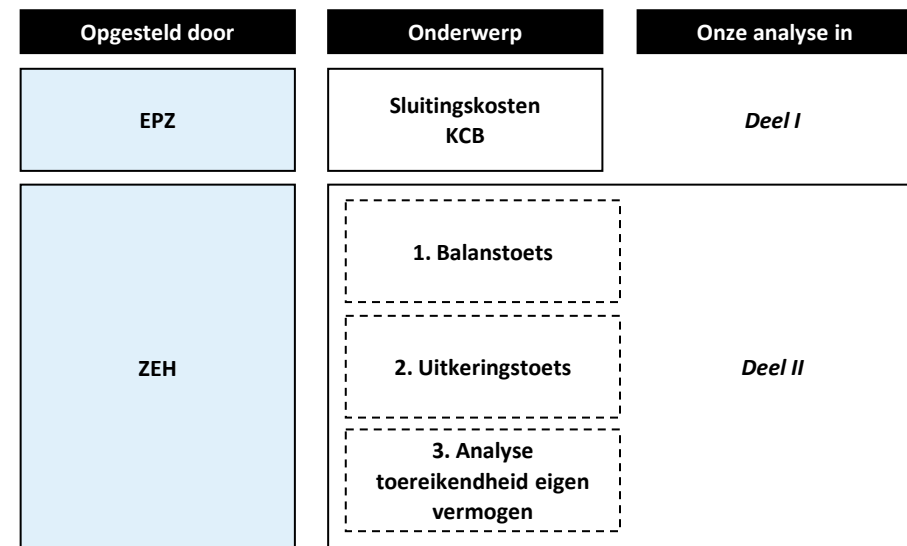
Analyse – Introductie en aanpak

De Dividend Notitie bevat een dividendvoorstel door ZEH met een uitkering van EUR 479 miljoen, een bedrag dat volgens ZEH tot stand is gekomen op basis van een zorgvuldige afweging van diverse risico's die er op dit moment zijn

Introductie en aanpak

- De Dividend Notitie, opgesteld door de Raad van Bestuur van ZEH, bevat een voorstel voor een dividenduitkering uit de algemene reserves van ZEH ter grootte van EUR 479 miljoen en betaalbaar te stellen aan aandeelhouders daags na de algemene vergadering die gepland staat voor 19 juni 2024.
- We begrijpen van ZEH dat de Dividend Notitie een uitwerking is van het dividendbeleid van ZEH.
- Volgens de Dividend Notitie is het bedrag van de voorgenomen dividenduitkering tot stand gekomen op basis van een zorgvuldige afweging van diverse risico's die er op dit moment zijn, en is dit bedrag door ZEH beoordeeld op grond van o.a. wettelijke vereisten, statutaire bepalingen en het dividendbeleid van ZEH.
- Onze Analyse van het dividendvoorstel van ZEH is op te delen in een aantal onderdelen:
 - Deel I: Een analyse van de te verwachten kosten bij een ongeplande vroegtijdige sluiting van KCB per 1 juli 2024, opgesteld door EPZ;
 - Deel II: Een analyse van de (verwachte) vermogenspositie van ZEH op 30 juni 2024 (gebaseerd op de conceptcijfers 2023 en een inschatting van ZEH voor de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024) en – bij verschillende toetsen, op basis van wettelijke vereisten en statutaire bepalingen en het dividendbeleid van ZEH – het bedrag dat als dividend zou kunnen worden uitgekeerd; en
 - Tot slot: Een beschouwing op het voorgestelde dividend van EUR 479 miljoen.
- Op de navolgende pagina's presenteren wij de hiervoor beschreven onderdelen en de observaties die voortkomen uit onze Analyse.

Schematisch overzicht onderdelen van het door ZEH voorgestelde dividend



Analyse – Introductie en aanpak

De berekening in de Dividend Notitie, als onderbouwing van de voorgestelde dividenduitkering door ZEH, wijkt af van de uitgangspunten in het Dividendbeleid van ZEH. De Dividend Notitie beoogt beter rekening te houden met alle vermogenscomponenten van ZEH en ontwikkelingen op de energiemarkt

Dividendbeleid september 2021 (het *Dividendbeleid*)

- Het dividendbeleid van ZEH, zoals gecommuniceerd naar aandeelhouders in september 2021 en vastgesteld door de AvA van ZEH d.d. 18 november 2022, gaat uit van een liquiditeitstoets gebaseerd op EUR 1,1 miljard liquide middelen, waarbij het uitgangspunt is dat ZEH voldoende liquide middelen dient te hebben om de uitgaven van een vroegtijdige permanente sluiting van KCB te kunnen voldoen. Het meerdere zou vervolgens het dividendbeleid als dividend kunnen worden uitgekeerd.

Dividendvoorstel februari 2024 (de *Dividend Notitie*)

- De berekening in het dividendbeleid van ZEH is gebaseerd op een beschikbaar bedrag aan liquiditeiten op enig moment, echter de kosten van een vervroegde permanente sluiting van de kerncentrale behoeven niet op één moment te worden betaald en zullen volgens EPZ over de jaren tot en met 2033 verschuldigd zijn.
- Dat betekent ook dat gerekend kan worden met vermogenscomponenten van ZEH die nog niet liquide zijn, maar in de toekomst in liquide middelen kunnen worden omgezet, zoals bijvoorbeeld materiële vaste activa en werkkapitaal.
- Dit heeft ertoe geleid dat ZEH (destijds PZEM) ten behoeve van het dividendvoorstel over het boekjaar 2021 heeft gerekend met het beschikbare eigen vermogen, waarbij verondersteld wordt dat dit eigen vermogen (na enkele correcties, welke in sectie *Analyse – Deel II* van dit rapport nader worden beschreven) tot en met 2033 kan worden omgezet in liquide middelen en derhalve kan worden uitgekeerd. Deze veronderstelling is voortgezet in de Dividend Notitie.
- Additioneel kijkt ZEH in haar uitgevoerde toetsen naar de situatie per 30 juni 2024 in plaats van 31 december 2023, aangezien 30 juni 2024 dichterbij het moment van daadwerkelijke uitkering ligt. Hierdoor is naar verwachting van ZEH de uitkering hoger vanwege een hogere liquiditeitspositie (door een verwachte positieve kasstroom over het eerste halfjaar van 2024) en lagere sluitingskosten voor de KCB in het geval van een vroegtijdige sluiting vanwege het dichterbij komen van de geplande sluitingsdatum (31 december 2033).

Dividendvoorstel februari 2024 (de *Dividend Notitie*) (vervolg)

- Wij begrijpen de motivatie van ZEH om te komen tot een andere grondslag voor de toets of ZEH in staat is de verplichting van een vervroegde permanente sluiting van KCB te kunnen voldoen en naar onze mening is deze methode in overeenstemming met de doelstelling van het Dividendbeleid om te bezien welke bedrag ZEH kan uitkeren zonder dat zij niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen. In de (aangepaste) toets van ZEH:
 - worden alle vermogenscomponenten van ZEH waarvan ZEH verwacht dat deze kunnen worden omgezet in liquide middelen worden in ogenschouw genomen, dus niet alleen liquide middelen; en
 - wordt rekening gehouden met de gevolgen van de ontwikkelingen op de energiemarkt. Het betreft hier het in ogenschouw nemen van leveringsverplichtingen die gerelateerd zijn aan reeds verkochte elektriciteit.

Analyse – Deel I

EPZ wordt door haar aandeelhouders vergoed voor de exploitatiekosten van de kerncentrale, evenals de kosten van brandstof, afschrijvingen en de stortingen die gedaan worden in het fonds dat wordt opgebouwd om de ontmantelingskosten van de kerncentrale te dekken bij de geplande sluiting op 31 december 2033

Introductie

- De KCB is voor ZEH de enige productiefaciliteit van belang. Dit maakt dat ZEH voor haar inkomsten afhankelijk is van de kerncentrale. Via de afgesloten tollingovereenkomst met EPZ, waarin is vastgelegd dat in ruil voor het beschikbaar stellen van de kerncentrale door EPZ aan ZEH (voor 70% en RWE voor 30%), is ZEH verantwoordelijk voor het vergoeden van haar aandeel in de exploitatiekosten (vermeerderd met een opslag) plus de kosten van brandstof, afschrijvingen en dotatie aan de amoveringsvoorziening van de kerncentrale tot en met 2033.
- In de tollingovereenkomst is niet afzonderlijk opgenomen dat ZEH (voor 70% en RWE voor 30%) de kosten dient te vergoeden aan EPZ bij een onverwachte vervroegde sluiting van de kerncentrale. EPZ heeft ons medegedeeld dat de kern van de tollingovereenkomst is dat de tollers de risico's van het ter beschikking stellen dragen en dat de tollers de kosten die EPZ maakt of in de toekomst moet maken, vergoeden. De tollers hebben bijvoorbeeld in het verleden op basis van de tollingovereenkomst de extra kosten van vervroegde sluiting van de kolencentrale van EPZ betaald. Voor de brandstofkosten is afzonderlijk bepaald dat die vergoed zullen worden door de tollers.
- ZEH heeft ons aangegeven het ook tot haar maatschappelijke verantwoordelijkheid te rekenen om in haar aandeel in de sluitingskosten te voorzien (zoals doorgaande exploitatiekosten) bij een onverwachte vervroegde sluiting van de kerncentrale. Derhalve vindt ZEH het van belang het risico vanwege een onverwachte vervroegde sluiting te kwantificeren om te bezien of zij na een voorgestelde dividenduitkering in staat is om de financiële gevolgen van een dergelijke sluiting te dragen. Het is EPZ of ZEH niet bekend of RWE ook eenzelfde verantwoordelijkheid voelt.
- Een voortijdige sluiting van de kerncentrale kan worden veroorzaakt door: van buiten komend onheil of een technische storing, waarbij geconstateerd wordt dat de reactor niet meer gerepareerd kan worden of dit economisch niet meer haalbaar is en/of politieke besluitvorming. Bij een onverwachte vervroegde sluiting van de kerncentrale is ten opzichte van de geplande sluiting (31 december 2033) sprake van doorlopende kosten, additionele uitgaven en nog af te wikkelen bedragen die nog niet zijn vergoed door de tollers van EPZ en waarvoor nog geen vermogen is gevormd in het amoveringsfonds.
- Door EPZ is een opstelling gemaakt van de (jaarlijkse) bedragen die ZEH naar verwachting zal moeten voldoen aan EPZ, in het geval van sluiting van de kerncentrale op 1 juli 2024, zodanig dat EPZ de resterende exploitatie van de kerncentrale inclusief amovering en de afwikkeling van de splijtstofelementen kan betalen.

- De opstelling van EPZ bevat de volgende vier elementen, welke hieronder nader zijn toegelicht:

- 1 *Resterende opbouw van de amoveringsvoorziening;*
- 2 *Terugverdienen van historische en toekomstige investeringen;*
- 3 *Afwikkelen van splijtstofelementen (brandstofkosten);*
- 4 *Dekking van resterende doorlopende exploitatiekosten.*

Overzicht van de kosten van EPZ bij ongeplande vroegtijdige sluiting van de kerncentrale

- 1 **Resterende opbouw van de amoveringsvoorziening**
 - De voorziening voor amovering van de kerncentrale wordt opgebouwd in de periode tot en met 2033. Als de kerncentrale vervroegd sluit, moet de opbouw van de voorziening tot het verwachte bedrag voor de geplande ontmanteling vanaf 2034 alsnog plaatsvinden.
- 2 **Terugverdienen van historische en toekomstige investeringen**
 - EPZ houdt rekening met investeringen tot en met 2033 die worden afgeschreven tot en met 2033, waarna de boekwaarde nihil is. Deze afschrijving wordt betaald door de tollers, als vergoeding van de gedane investeringen die door EPZ zijn voorgefinancierd. Bij een vervroegde sluiting is dit bedrag nog niet volledig door de tollers betaald aan EPZ en zal dit bedrag volgens ZEH alsnog door de tollers moeten worden betaald.
- 3 **Afwikkelen van splijtstofelementen (brandstofkosten)**
 - Er zijn contracten afgesloten door EPZ voor de aanschaf en fabricage van splijtstoffen voor nagenoeg de volledige periode tot en met 2033. Ook zijn er contracten afgesloten voor de opwerking en de opslag van (hoogradioactieve) afvalstoffen die bij een vervroegde sluiting niet volledig kunnen worden benut. Het ligt volgens EPZ in de lijn der verwachting dat de contractpartijen compensatie eisen voor de gemiste inkomsten ingeval van een vroegtijdige sluiting van KCB.
 - Volgens EPZ zijn de contracten niet zo specifiek dat voor alle situaties een vergoeding is te berekenen.

Analyse – Deel I

Bij een ongeplande vroegtijdige sluiting van de kerncentrale, is er nog niet voldoende vermogen opgebouwd in het fonds om de ontmantelingskosten van de centrale te dekken en is er o.a. sprake van doorlopende exploitatiekosten omdat naar verwachting niet eerder dan in 2034 met de ontmanteling kan worden gestart

Overzicht van de kosten van EPZ bij ongeplande vroegtijdige sluiting van de kerncentrale (vervolg)

3 Afwikkelen van splijstofelementen (brandstofkosten) (vervolg)

- Bij een geplande sluiting kan EPZ toewerken naar een optimaal gebruik van de beschikbare brandstofelementen, alsmede afvoer ervan. Bij een vervroegde sluiting is dit niet mogelijk, wat tot gevolg heeft dat:
 - a) nieuwe splijstofelementen al besmet zijn, omdat ze via het splijstofbassin in aanraking zijn gekomen met de ontladen bestraalde splijstofelementen die daar ook zijn opgeslagen,
 - b) de afvoer van bestraalde elementen mogelijk niet optimaal is vanwege het in korte tijd relatief hoge aantal af te voeren splijstofelementen; en er
 - c) nog splijstofelementen in de reactor aanwezig zijn die ook afgevoerd moeten worden.
- Naast de reguliere restkosten voor de gebruikte elementen, vormen met name de onbestraalde splijstofelementen die besmet zijn volgens EPZ een probleem. Het is niet duidelijk hoeveel de opwerking (recycling) van deze elementen moet kosten (volgens EPZ heeft de contractpartij momenteel geen vergunning om dergelijke elementen op te werken) en is er ook geen duidelijkheid over hoe dergelijke elementen naar de contractpartij dienen te worden vervoerd.
- Volgens EPZ is het denkbaar dat een nieuwe transportcontainer voor het vervoer van deze elementen naar de contractpartij zal moeten worden ontworpen. Deze transportcontainer moet worden gecertificeerd en vergunningen moeten worden verkregen voor de transporten met deze containers door Nederland, België en Frankrijk. EPZ verwacht dat dit proces een zeer geruime tijd kan vergen.
- Door het hogere aantal splijstofelementen, de benodigde afkoelperiode, maar vooral de complicaties om met name de onbestraalde maar besmette splijstofelementen af te voeren en op te werken gaat EPZ er van uit dat deze procedure even lang zal gaan duren als de periode voor de geplande reguliere sluiting van de kerncentrale op 31 december 2033.
- Daarnaast heeft EPZ met COVRA een contract afgesloten dat het hoogradioactief afval van de gehele exploitatieperiode van de kerncentrale omvat. Nog niet alle contractuele verplichtingen zullen bij een voortijdige sluiting zijn betaald en dientengevolge resteert ook hier een verplichting. Dit temeer daar de basis voor het contract is een verdeling van de kosten van de door COVRA geboden faciliteit over de contractpartijen en de kosten niet (evenredig) dalen bij het wegvallen van een contractpartij.

- EPZ heeft een inschatting gemaakt van de uitgaven die benodigd zijn om de splijstofelementen finaal af te wikkelen. Deze inschatting is niet exact te onderbouwen, conform de toelichting door EPZ, met name vanwege de onbekendheid, en de aard en onzekerheden verbonden aan de diverse oplossingsrichtingen voor het afwikkelen van de splijstofelementen.

4 Dekking van resterende exploitatiekosten

- Bij een vroegtijdige sluiting van de kerncentrale blijven de veiligheidsmaatregelen en daarmee gemoeide kosten grotendeels van kracht zolang er bestraalde splijstofelementen op het complex aanwezig zijn, wat naar verwachting van EPZ de gehele periode tot en met 2033 het geval zal zijn. Daarmee blijven diverse kosten van toepassing, hoewel de kosten door EPZ in de loop van de jaren wel lager worden ingeschat (i.e. er hoeft bijvoorbeeld niet meer periodiek brandstof verwisseld te worden en er wordt minder slijtage en vervolgens lagere onderhoudskosten verwacht).

Analyse – Deel I

Volgens een raming van EPZ bedragen de additionele kosten, voor 70%-aandeelhouder ZEH, EUR 1,066 miljoen bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2024

Beschrijving raming sluitingskosten, zoals opgesteld door EPZ

- EPZ heeft de hiernaast gepresenteerde raming van de sluitingskosten van KCB per 1 juli 2024 opgesteld, gebaseerd op voor EPZ bekende gegevens tot en met 26 januari 2024 (de publicatiedatum van de EPZ jaarrekening 2023 en de datum van de berekening door EPZ).
- In de raming van de sluitingskosten is door EPZ verondersteld dat er uitgaven zullen zijn tot en met 2033 en dat daarna, conform de reguliere voortzetting van de exploitatie, de amoveringsfase intreedt, waarvoor een separate voorziening wordt gevormd.
- De opzet van de raming is gebaseerd op de tollingovereenkomst, waaronder ZEH over de kerncentrale kan beschikken tot en met 2033, met daartegenover de maatschappelijke verplichting van ZEH om de kosten van de kerncentrale voor 70%, zijnde haar belang in EPZ, te vergoeden.
- In de raming zijn de te betalen bedragen exclusief de kostenopslag weergegeven, wat derhalve de netto te betalen bedragen reflecteert. Aangezien ZEH voor 70% eigenaar is van EPZ en ook voor 70% gerechtigd is tot het gebruik van de kerncentrale, komen naar verwachting ook de kosten van een voortijdige sluiting in de raming voor 70% ten laste van ZEH.
- De kostenvergoeding van ZEH aan EPZ zal niet onmiddellijk voor het gehele bedrag zijn, maar zal gespreid in de tijd tussen 1 juli 2024 en 31 december 2033 plaatsvinden.
- Op de volgende pagina's geven wij een nadere beschrijving van de verschillende onderdelen in de raming van de sluitingskosten, zoals opgesteld door EPZ.

Raming kosten bij een onverwachte vroegtijdige sluiting per 01 juli 2024

In EUR m

1	Exploitatiekosten	634
2	Brandstofkosten	407
3	Dotaties voorzieningen	378
4	Vergoeding voor afschrijvingen	176
	Sluitingskosten	1,595
5	Afwikkeling werkkapitaal per 1 juli 2024 (inkomsten)	-44
6	Boekwaarde overige activa per 1 juli 2024 (opbrengst)	-28
	Waarde overige bezittingen	-72
	TOTALE KOSTEN (op een 100%-basis)	1,523
	AANDEEL ZEH (70%)	1,066

* In aanvulling op de reeds aanwezige middelen in het amoveringsfonds van EPZ op 1 juli 2024

Bron: EPZ

Analyse – Deel I

De door EPZ geraamde sluitingskosten vanwege een voortijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2024 zijn vergelijkbaar met het dividendvoorstel van ZEH over het boekjaar 2021, ondanks dat er reeds twee jaren zijn verstreken. Dit wordt met name verklaard door een hoger kostenniveau (vanwege inflatie)

Beschrijving raming sluitingskosten, zoals opgesteld door EPZ (vervolg)

- 1 Exploitatiekosten:** In het geval van een vroegtijdige productiestop van de kerncentrale, verwacht EPZ dat de exploitatiekosten grotendeels zullen doorlopen vanwege de doorlopende bedrijfsvoeringsvergunning, zolang er geen ontmantelingsvergunning is verkregen en een veilige situatie met betrekking tot de aanwezige splijtstoffen gehandhaafd dient te worden.

De exploitatiekosten voor 2024 zijn door EPZ gebaseerd op de begroting uit het Bedrijfsplan 2024 van EPZ en zijn qua hoogte vergelijkbaar met het bedrag volgens de jaarrekening 2023 van EPZ.

In navolgende jaren worden de exploitatiekosten verondersteld allereerst toe te nemen met inflatie (2% per jaar) en vervolgens verminderd met verwachte besparingen bij een voortijdige sluiting (minder onderhoud en slijtage), een geleidelijke afname tot 70% van de kosten bij volledige exploitatie in 2033. Het resterende jaarlijkse bedrag komt volgens EPZ overeen met wat in de eerste jaren na 2033 volgens de onderbouwing van de amoveringsvoorziening benodigd is.

- 2 Brandstofkosten:** De brandstofkosten zijn door EPZ bepaald op basis van een inschatting van de reguliere uitgaven gemoeid met de recycling (opwerken) van de in het splijtstofbassin en in reactor opgenomen splijtstofelementen en het opruimen van de afvalstoffen daaruit, verminderd met de opgebouwde bedragen in de voorziening restkosten/restkern, en vermeerderd met de waarde van de voorraad volgens de balans per 31 december 2023.

Daarenboven verwacht EPZ relatief hoge kosten met betrekking tot de afkoop van doorlopende contracten en extra kosten die gemoeid zijn met de afvoer en opruiming van de nog niet bestraalde elementen die al wel radioactief besmet zijn. Deze kosten zijn, omdat deze deels betrekking hebben op nog niet afgesloten opwerkmethoden en transportmogelijkheden, door EPZ ingeschat met significante onzekerheid.

- 3 Dotaties voorzieningen:** Dit betreft onder meer de dotatie aan de voorziening voor de amovering van de kerncentrale en de jaarlijkse kosten voor het afwikkelen van laag en middel radioactief afval. De dotatie aan de voorziening is over de gehele periode (juli 2024 tot en met december 2033) gelijk aan het door EPZ ingeschatte benodigde doelvermogen voor ontmanteling per 31 december 2023.

- 4 Vergoeding voor afschrijvingen:** Het totaalbedrag aan afschrijvingen is gelijk aan de boekwaarde per 31 december 2023 volgens de jaarrekening van EPZ vermeerderd met nog EUR 50 miljoen aan verwachte investeringen in de periode 2024-2027 ondanks een vroegtijdige sluiting.

- 5 Afwijking werkkapitaal:** In aanvulling op de geraamde kosten bij een voortijdige sluiting, verwacht EPZ ook nog kasstromen (inkomsten en uitgaven) uit overige bedrijfsactiviteiten, zoals het afwikkelen van het werkkapitaal (het innen van vorderingen en voldoen van schulden), de amovering van de voormalige kolencentrale en personeelsbeloningen. De door EPZ geïdentificeerde positie per 1 juli 2024 bedraagt EUR 44,2m (positief) en bestaat uit:

	31 dec 2023	1 juli 2024
Vorderingen	EUR 12,0m	EUR 67,1m
Liquide middelen	EUR 141,7m	EUR 82,3m
Voorziening amovering conventionele eenheid	EUR -/- 1,5m	EUR -/- 0,8m
Voorziening liquidatiekosten deelnemingen	EUR -/- 1,1m	EUR -/- 0,4m
Voorziening personeelsbeloningen	EUR -/- 3,7m	EUR -/- 3,5m
<u>Kortlopende schulden</u>	<u>EUR -/- 80,7m +</u>	<u>EUR -/- 40,5m +</u>
Totaal:	EUR 66,6m	EUR 44,2m <i>Bron: EPZ</i>

De gepresenteerde posities reflecteren de som van EPZ (enkelvoudig) en 100% dochteronderneming Enzee B.V. ("Enzee").

- 6 Boekwaarde overige activa:** Naast de kerncentrale, bezit EPZ ook een zonne- en windturbinepark, gehouden in Enzee, welke bij een vroegtijdige sluiting van de kerncentrale haar waarde behoudt en bijvoorbeeld zou kunnen worden verkocht ter dekking van de sluitingskosten. EPZ heeft als waardering van deze activa de verwachte boekwaarde per 1 juli 2024 gehanteerd (EUR 28,1m).
- 7 Uit de door EPZ opgestelde raming volgt op basis van de beschreven onderdelen een verplichting voor ZEH in verband met een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale op 1 juli 2024 van EUR 1.066 miljoen (70% van totaalbedrag).**

In het dividendvoorstel van ZEH over het boekjaar 2021 werd een verplichting voor ZEH verondersteld van EUR 1.081. Ondanks dat de geplande sluiting dichterbij is gekomen, is de verplichting vergelijkbaar in omvang. Dit wordt met name verklaard door een hoger kostenniveau; de inflatie bedroeg 10,0% in 2022 en 3,8% in 2023 (bron: CBS).

Analyse – Deel I

De door EPZ opgestelde raming veronderstelt dat de kerncentrale definitief buiten bedrijf wordt gesteld. Er zijn economische scenario's denkbaar waarin het haalbaar kan zijn om de centrale in het geval van een technische storing te repareren, met lagere kosten als gevolg in vergelijking met een permanente sluiting

Onze observaties

- De door EPZ opgestelde raming van de kosten die verband houden met een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale veronderstelt dat de kerncentrale definitief buiten bedrijf wordt gesteld. We begrijpen dat de huidige elektriciteitsprijs het kostenniveau van de kerncentrale overstijgt, waardoor het in het geval van een technische storing mogelijk economisch haalbaar is om te kiezen voor reparatie in plaats van definitieve buiten bedrijfstelling. Een technische storing zou derhalve niet te repareren moeten zijn, wil de storing tot een (definitieve) voortijdige sluiting van de kerncentrale leiden. Het risico op een definitieve sluiting zal groter zijn in tijden van lage elektriciteitsprijzen dan in tijden met hogere prijzen.
- We merken op dat de door EPZ opgestelde raming van de kosten rekening houdt met een indexatie van 2% vanaf 2025. Voor de periode 2025 tot en met 2028 observeren we op basis van meerdere bronnen (IMF (International Monetary Fund) en EIU (Economic Intelligence Unit)) een verwachte (jaarlijkse) inflatie tussen 2,0% en 2,2%. De door EPZ gehanteerde inflatieveronderstelling valt binnen deze bandbreedte, waardoor wij geen nadere analyses hebben uitgevoerd met betrekking tot inflatie.
- Ten aanzien van de verschillende onderdelen van de kostenraming door EPZ hebben wij de volgende observaties:

- 1 **Exploitatiekosten:** Van relatief groot belang voor de inschatting van de toekomstige exploitatiekosten is de logistieke operatie om de splijtstofelementen uit het complex te verwijderen. EPZ veronderstelt dat dit de periode tot tenminste 2033 zal beslaan. Hoe sneller dit kan, hoe sneller exploitatiekosten kunnen worden afgebouwd en wellicht deels het benodigde bedrag voor de amoveringsvoorziening. Hier geldt dat dit proces afhankelijk is van veel onzekerheden, met name de ontwikkeling van een opwerkingsroute voor de onbestraalde splijtstofelementen. Dit zal volgens EPZ de nodige tijd vragen die moeilijk is in te schatten, waarbij EPZ uit recente ervaringen heeft aangegeven dat het ontwikkelen en leveren van een nieuwe transportcontainer meer dan 10 jaar heeft geduurd en dat een vergunningsproces veelal minstens 5 jaar duurt (overigens gebeurt deels overlappend tijdens de ontwikkelfase).

De exploitatiekosten voor 2024 in de kostenraming van EPZ sluit aan bij het bedrag dat is opgenomen in het aan ons getoonde Bedrijfsplan 2024 van EPZ.

- 2 **Brandstofkosten:** De inschattingen van EPZ zijn (zeer) onzeker vooral met betrekking tot de brandstofkosten. Dit hangt samen met het feit dat de gevolgen van een vervroegde sluiting globale inschattingen van EPZ zijn, wat gezien de gevolgen van met name hoe om te gaan met doorlopende contracten in geval van sluiting, respectievelijk de onbestraalde (radioactieve) splijtstofelementen niet eenvoudig lijkt en op onderdelen pas duidelijk zal worden als contracten ter zake worden uit onderhandeld.

De brandstofkosten voor 2024 in de kostenraming van EPZ zijn, rekening houdende met een gedeeltelijke verschuiving van brandstofkosten naar dotatie voorzieningen, gelijk aan met de betreffende kosten in het ons getoonde Bedrijfsplan 2024 van EPZ. De brandstofkosten voor 2025 zijn afkomstig uit de brandstofadministratie; wij hebben deze administratie niet in gezien.

De kosten die verbandhouden met het recyclen van de voorraad onbestraalde maar besmette splijtstofelementen, de afkoop van lopende contractverplichtingen voor inkoop elementen, opwerkingskosten, verwerking restproducten en extra afval zijn een globale inschatting van EPZ; we hebben daarom geen nadere analyses uitgevoerd op deze door EPZ ingeschatte kostenelementen.

Gezien de onzekerheden met betrekking tot brandstofkosten is een afwijking van de werkelijke kosten ten opzichte van de door EPZ opgestelde raming, indien daadwerkelijk de voortijdige sluiting aan de orde is, volgens EPZ mogelijk aanzienlijk. Deze afwijking kan zowel positief als negatief zijn.

In de inschatting van de brandstofkosten heeft EPZ rekening gehouden met de 3-jaarlijkse cyclus van groot onderhoud, met daarbij minder verbruik van brandstof.

- 3 **Dotatie voorzieningen:** Het benodigde bedrag voor de amovering is onzeker omdat dit tot en met einde amovering in 2045 door hogere of lagere (inschatting van) uitgaven nog kan wijzigen.

We observeren dat het bedrag ten aanzien van dotatie aan de voorziening amovering kerncentrale (inclusief restkern en opwerkings- en opslagkosten) in de raming van de sluitingskosten gelijk is aan het bedrag is aan een door EPZ verstrekte berekening van deze voorziening.

Analyse – Deel I

Voor zover wij de door EPZ uitgevoerde berekeningen van de kosten bij een vroegtijdige sluiting van KCB per 1 juli 2024 konden analyseren, hebben wij geen rekenkundige of conceptuele fouten gevonden

Onze observaties (vervolg)

- 4 **Vergoeding voor afschrijving:** De vergoeding voor afschrijving heeft betrekking op het afschrijven van de aanwezige materiële vaste activa van EPZ per 1 juli 2024 (exclusief grond) en in totaal EUR 50 miljoen investeringen die, ondanks een vroegtijdige sluiting, nog zullen plaatsvinden in de periode 2024 tot en met 2033. We observeren dat het bedrag ten aanzien van afschrijvingen in de raming van de sluitingskosten gelijk is aan een door EPZ verstrekte samenvatting van de investeringsplanning. Het is ons onbekend waarop de toekomstige investeringen betrekking hebben.
 - 5 **Afwikkeling werkkapitaal:** Wij hebben de af te wikkelen positie van het werkkapitaal vergeleken met de overeenkomstige bedragen in de enkelvoudige jaarrekening 2023 van EPZ en het jaarbericht 2023 van Enzee, en mondelinge toelichting op de verwachte mutaties naar 1 juli 2024, en hebben geen indicaties dat er posten die de kostenraming ten aanzien van het werkkapitaal had kunnen verlagen buiten beschouwing zijn gelaten.
 - 6 **Boekwaarde overige activa:** De verwachte waarde van het wind- en zonnepark van Enzee is gelijk gesteld aan de boekwaarde van de materiële vaste activa zoals vermeld in het jaarbericht 2023 van Enzee. We zien de boekwaarde als de minimale waarde van deze activiteiten. Indien de marktwaarde lager is dan de boekwaarde, dan schrijven de boekhoudregels voor dat er een bijzondere waardevermindering moet worden verantwoord, wat niet het geval is in de jaarrekeningen van Enzee. Tegelijkertijd, wanneer de marktwaarde hoger is dan de boekwaarde volgt niet vanzelfsprekend een positieve herwaardering in de jaarrekening. Het is mogelijk dat de exploitatie van het wind- en zonnepark kasstromen voortbrengt waarvan de netto contante waarde de boekwaarde overstijgt. De door EPZ gehanteerde waarde voor Enzee kan als hier sprake van is daarom als conservatief worden gezien.
- Voor zover wij de door EPZ uitgevoerde berekeningen van de kosten bij een vroegtijdige sluiting van KCB per 1 juli 2024 konden analyseren, hebben wij geen rekenkundige of conceptuele fouten gevonden.
 - We merken op dat EPZ in haar berekening geen gevoeligheidsanalyses heeft uitgevoerd om effecten zichtbaar te maken voor mogelijk veranderende omstandigheden.

Analyse – Deel II

ZEH heeft drie verschillende toetsen uitgevoerd ter onderbouwing van de voorgestelde dividenduitkering van EUR 479 miljoen. ZEH heeft in de balanstoets berekend dat de vrije reserves van ZEH per 1 juli 2024 het voorgestelde dividend met EUR 1,2 miljard overstijgt

Introductie

- Alvorens ZEH dividend kan uitkeren, zal aan een aantal wettelijke eisen moeten worden voldaan:
 - In eerste instantie dient op grond van art. 2:105 lid 2 BW getoetst te worden of het eigen vermogen van ZEH voldoende ruimte biedt om een uitkering te kunnen doen, dit betreft de balanstest (toets 1); en
 - Uit de volgende test, de uitkeringstoets (toets 2), zal op grond van art 2:216 lid 3 BW moeten blijken of de onderneming na de dividenduitkering voor een voorzienbare periode kan voldoen aan het betalen van haar verplichtingen (crediteuren).
- Vanwege het bijzondere karakter van de KCB, het feit dat ZEH voor haar exploitatie afhankelijk is van het functioneren van deze centrale en dat ZEH de gevolgen van het niet functioneren van de kerncentrale op basis van haar afweging moet kunnen opvangen, heeft ZEH zichzelf een additionele toets opgelegd in het vastgestelde dividendbeleid: *het aanwezige vermogen in ZEH, na dividenduitkering, zal voldoende moeten zijn om bij een onverwachte en vervroegde permanente sluiting van KCB alle daarmee verband houdende verplichting te dekken* (toets 3).
- In het dividendbeleid van ZEH is vastgelegd dat de voornoemde toetsen per balansdatum (in casu 31 december 2023) moeten worden uitgevoerd. In de Dividend Notie kijkt ZEH in haar uitgevoerde toetsen echter naar de situatie per 30 juni 2024, aangezien dit dichterbij het moment van daadwerkelijke uitkering ligt. Hierdoor is naar verwachting van ZEH de uitkering hoger vanwege een hogere liquiditeitspositie (door een verwachte positieve kasstroom over het eerste halfjaar van 2024) en lagere sluitingskosten voor de KCB in het geval van een vroegtijdige sluiting vanwege het dichterbij komen van de geplande sluitingsdatum (31 december 2023). Additioneel neemt ZEH het totaal in liquiditeiten om te zetten vermogen in ogenschouw in plaats van de aanwezige kasmiddelen op de peildatum, aangezien eventuele sluitingskosten niet onmiddellijk voor het gehele bedrag benodigd zijn op de peildatum maar gespreid door de tijd.
- De drie toetsen zijn door ZEH uitgevoerd en beschreven in de Dividend Notitie. We begrijpen dat de toetsen rekening houden met gebeurtenissen en beschikbare informatie tot en met 21 februari 2024 en dat de gepresenteerde balansposities per 31 december 2023 gebaseerd zijn op conceptcijfers, aangezien de jaarrekening 2023 van ZEH nog niet gepubliceerd is ten tijden van dit rapport.

1

1. Balanstoets

Beschrijving analyse van ZEH

- De AvA is bevoegd tot vaststelling van uitkeringen voor zover het eigen vermogen groter is dan de reserves die krachtens de wet of de statuten moeten worden aangehouden (de niet-uitkeerbare reserves / beklemd vermogen), tenzij de statuten de bevoegdheid van de algemene vergadering inperken. Met behulp van een zogenaamde balanstoets kan worden vastgesteld dat een voorgenomen uitkering er niet toe leidt dat het eigen vermogen kleiner wordt dan de niet uitkeerbare reserves.
- De door ZEH opgestelde balanstoets begint met de presentatie van de vrij uitkeerbare reserves per 31 december 2023, verminderd met correcties op de wettelijke reserves, vervolgens vermeerderd met het verwachte resultaat in de periode 1 januari 2024 tot en met 1 juli 2024, resulterend in een vrij uitkeerbaar vermogen op 1 juli 2024 van EUR 1.687m.
- De correcties op de wettelijke reserve hebben betrekking op mutaties die ZEH verwacht, maar die nog niet zijn verwerkt in de gehanteerde vrij uitkeerbare reserves per 31 december 2023, namelijk het aandeel van ZEH in het resultaat van EPZ en overige deelnemingen BMC en SET Fund, welke niet zijn uitgekeerd als dividend aan ZEH.
- ZEH concludeert in de Dividend Notitie dat de vrij uitkeerbare reserves van ZEH de beoogde dividenduitkering van EUR 479m (ruimschoots) overstijgen en dat er derhalve, op basis van deze toets, geen belemmering is voor de beoogde dividenduitkering.

Balanstoets (opgesteld door ZEH)	in EUR miljoen
Vrij uitkeerbare reserves ZEH per 31 december 2023	1.673
+ correctie wettelijke reserve EPZ	-/- 16
+ correctie wettelijke reserve overige deelnemingen (BMC en SET Fund)	4
+ verwacht resultaat ZEH in de periode 1 januari 2024 tot en met 30 juni 2024	26
Vrij uitkeerbare reserves ZEH per 1 juli 2024	1.687

Bron: ZEH

Analyse – Deel II

Wij hebben geen indicaties dat onze observatie en (niet-kwantificeerbare) aandachtspunten de door ZEH berekende vrije reserves van ZEH per 1 juli 2024 met EUR 1,2 miljard (negatief) zullen overstijgen

1. Balanstoets (vervolg)

Onze observaties en overwegingen

- 1 Vrij uitkeerbare reserves ZEH per 31 december 2023:** Van ZEH begrijpen wij dat het totale eigen vermogen van ZEH per 31 december 2023 EUR 1.720m bedraagt en dat dit bestaat uit EUR 1.570m *overige reserves* en EUR 103m *onverdeeld resultaat*, tezamen de vrij uitkeerbare reserves van EUR 1.673m. Het overige vermogen heeft betrekking op gestort aandelenkapitaal, wettelijke reserves, hedge reserves en overige niet-uitkeerbare reserves (samen EUR 48m).
- Aandachtspunt:** Het gehanteerde bedrag voor de vrij uitkeerbare reserves van ZEH per 31 december 2023 is gelijk aan het bedrag dat is opgenomen in de aan ons door ZEH ter beschikking gesteld Excel-spreadsheet met de (ongecontroleerde) winst-en-verliesrekening en balans voor ZEH per 31 december 2023. Wij begrijpen van ZEH dat deze informatie ook de basis vormt voor de conceptjaarrekening 2023 van ZEH, maar we merken op dat wij voor onze Analyse geen jaarrekening 2023 van ZEH hebben ontvangen omdat deze nog niet beschikbaar was ten tijde het uitvoeren van onze werkzaamheden.
- Van ZEH begrijpen wij dat de cijfers in de definitieve jaarrekening 2023 van ZEH mogelijk kunnen afwijken van de cijfers die zijn gehanteerd in de Dividend Notitie vanwege o.a. enkele balansposten die op het moment van onze werkzaamheden, naar wij van ZEH begrijpen, nog worden gewaardeerd.
- 2 Correcties wettelijke reserve:** We merken op dat de wettelijke reserves van ZEH per 31 december 2023 worden aangevuld met het volledige resultaat van EPZ over 2023, oftewel EUR 16m, aangezien dit resultaat niet is uitgekeerd als dividend per 31 december 2023.
- Observatie:** In het aan ons ter beschikking gestelde eerder benoemde Excel-spreadsheet zien wij een verwacht resultaat voor EPZ, op een 70%-basis, van EUR 15,7m, wat overeenkomt met de opstelling van ZEH. We observeren echter in de jaarrekening 2023 van EPZ dat het werkelijke resultaat van EPZ over 2023 EUR 27,3m (100%) bedroeg, wat resulteert in EUR 19,1m voor het 70%-belang, oftewel een verschil van EUR 3,4m ten opzichte van de opstelling van ZEH. We begrijpen van ZEH dat deze observatie niet zal leiden tot een hogere uitkeerbare reserve of mogelijk hogere dividenduitkering, omdat het verschil van EUR 3,4m in de wettelijke reserve komt.

- 3 Verwacht resultaat ZEH in de periode 1 januari t/m 30 juni 2024:** De eerder benoemde Excel-spreadsheet toont een verwacht resultaat van EUR 26m voor ZEH (bestaande uit EPZ enkelvoudig en het 70%-aandeel in EPZ) in de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024, wat gelijk is aan de opstelling van ZEH.

Aandachtspunt: We merken op dat het verwachte resultaat in de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024 toeziet op de toekomst en dat omstandigheden zich anders kunnen voordoen als op voorhand verwacht.

- Artikel 2:105 lid 4 BW schrijft voor dat de vermogensopstelling betrekking dient te hebben op de (daadwerkelijke) stand van het vermogen op ten vroegste de eerste dag van de derde maand voor de maand waarin het besluit tot uitkering bekend wordt gemaakt. Deze vermogensopstelling moet uiterlijk acht dagen na het bekend maken van het dividendbesluit worden gedeponereerd bij het handelsregister. Aangezien de gehanteerde vrije uitkeerbare reserves in de opstelling van ZEH niet is gebaseerd op de jaarrekening van het ZEH en het resultaat in de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024 een prognose van ZEH is, kan een geüpdatet vermogensopstelling afwijken, in zowel positieve als negatieve zin.
- * Conclusie:** De door ZEH opgestelde balanstoets laat een vrij uitkeerbare reserve van c. EUR 1.687m per 1 juli 2024 zien. In vergelijking met het voorgestelde dividend van EUR 479m, zal een eventuele afwijking groter moeten zijn dan EUR 1.208m (negatief) voordat de balanstoets (toets 1) faalt.
- Na het bespreken van onze observatie en (niet-kwantificeerbare) aandachtspunten, hebben wij, binnen de reikwijdte van de Analyse, geen indicaties dat deze punten de door ZEH berekende vrije reserves van ZEH per 1 juli 2024 met EUR 1,2 miljard (negatief) zullen overstijgen.

Wij hebben geen rekenkundige of conceptuele fouten gevonden in de door ZEH opgestelde balanstoets, maar merken op dat ZEH in haar berekening (vanwege de relatief hoge verwachte vrije reserve van ZEH per 1 juli 2024 ten opzichte van het voorgestelde dividend) geen gevoeligheidsanalyses heeft uitgevoerd om effecten zichtbaar te maken voor mogelijk veranderende omstandigheden.

Analyse – Deel II

ZEH heeft in de uitkeringstoets berekend dat de beschikbare liquiditeiten van ZEH per 1 juli 2024 het voorgestelde dividend met EUR 1,0 miljard overstijgt. Wij hebben geen indicaties dat onze observatie en (niet-kwantificeerbare) aandachtspunten EUR 1,0 miljard (negatief) zullen overstijgen

2

2. Uitkeringstoets

Beschrijving analyse van ZEH

- De uitkeringstoets houdt in dat het bestuur van een onderneming beoordeelt of de vennootschap na een dividenduitkering kan blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.
- De wet geeft een norm maar geen gedetailleerde voorschriften over de wijze waarop de uitkeringstoets moet worden gedaan. In de praktijk wordt dit veelal verkregen door een schatting van de toekomstige kasstromen voor een redelijke periode te maken. Algemeen geaccepteerd is dat de redelijke periode zich beperkt tot één jaar na de dividenduitkering.
- De analyse van ZEH start met de presentatie van de beschikbare liquiditeit op 31 december 2023, bestaande uit liquide middelen, deposito's en effecten, voor een totaal bedrag van EUR 1.466m.
- Vervolgens stelt ZEH dat deze positie zal aangroeien tot EUR 1.526m (vóór dividenduitkering) tot en met 30 juni 2024 en dat de verwachte kasstroom in de periode 1 juli 2024 tot en met 30 juni 2025 EUR 149 miljoen zal bedragen.
- ZEH concludeert in de Dividend Notitie dat de beoogde dividenduitkering van EUR 479m mogelijk is op basis van de uitkeringstoets.

<u>Uitkeringstoets (opgesteld door ZEH)</u>	in EUR miljoen
Beschikbare liquiditeit van ZEH per 31 december 2023	1.466
Verwachte kasstroom 1 januari 2024 tot en met 30 juni 2024	60
Verwachte beschikbare liquiditeit van ZEH per 30 juni 2024 (vóór dividenduitkering)	1.526
Verwachte kasstroom 1 juli 2024 tot en met 30 juni 2025	149
Verwachte beschikbare liquiditeit van ZEH per 30 juni 2025 (vóór dividenduitkering)	1.675

Bron: ZEH

Onze observaties

- 1 Beschikbare liquiditeiten van ZEH per 31 december 2023:** Het startpunt van de uitkeringstoets, zoals opgesteld door ZEH, zijn de beschikbare liquiditeiten van ZEH op 31 december 2023 ad EUR 1.466m. We begrijpen dat dit alleen liquiditeiten betreft die onder controle staan van ZEH (c.q. de eigen kaspositie), wat inhoudt dat de liquiditeiten in EPZ en overige deelnemingen buiten beschouwing zijn gelaten.

We observeren dat het door ZEH gehanteerde bedrag voor beschikbare liquiditeiten van ZEH per 31 december 2023 gelijk is aan het bedrag in de aan ons ter beschikking gesteld Excel-spreadsheet met de (ongecontroleerde) balans voor ZEH per 31 december 2023.

- 2 Verwachte kasstroom 1 januari 2024 t/m 30 juni 2024:** ZEH verwacht in de periode 1 januari 2024 tot en met 30 juni 2024 een kasstroom van EUR 60m, wat resulteert in een verwachte beschikbare liquiditeit per 30 juni 2024, vóór dividenduitkeringen van EUR 1.526m.

Observatie: We observeren een verwachte kasstroom van EUR 62m in de voornoemde Excel-spreadsheet, oftewel een verschil van EUR 2m ten opzichte van de opstelling van ZEH. We merken op dat er in elk geval een onzekerheid zit in deze post, aangezien het betrekking heeft op verwachtingen van ZEH ten aanzien van de toekomst.

- 3 Verwachte kasstroom 1 juli 2024 t/m 30 juni 2025:** We observeren dat het door ZEH gehanteerde bedrag voor de verwachte kasstroom in de periode 1 juli 2024 tot en met 30 juni 2025 gelijk is aan het bedrag in de voornoemde Excel-spreadsheet.

- * Conclusie:** De door ZEH opgestelde uitkeringstoets laat een verwachte beschikbare liquiditeit zien van EUR 1.526m per 30 juni 2024 en EUR 1.675m per 30 juni 2025. In vergelijking met het voorgestelde dividend van EUR 479m, zal een eventuele afwijking groter moeten zijn dan EUR 1.047m (negatief) voordat de uitkeringstoets (toets 2) faalt.

De voor ons kwantificeerbare observatie (EUR 2m) is kleiner dan dit bedrag. Na het bespreken van deze observatie en (niet-kwantificeerbare) aandachtspunten met ZEH, hebben wij, binnen de reikwijdte van de Analyse, geen indicaties dat deze punten de door ZEH berekende verwachte beschikbare liquiditeiten van ZEH per 1 juli 2024 met EUR 1,0 miljard (negatief) zullen overstijgen.

Analyse – Deel II

De door ZEH voorgestelde dividenduitkering van EUR 479 miljoen is de facto gebaseerd op de derde toets: een analyse vanuit het eigen vermogen. Deze toets houdt rekening met dekking van de (additionele) kosten vanwege een onverwachte vroegtijdige sluiting van KCB

2. Uiterkeringstoets (vervolg)

- Wij hebben geen rekenkundige of conceptuele fouten gevonden in de door ZEH opgestelde uitkeringstoets (anders dan onze observatie ten aanzien van de verwachte kasstroom in de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024 ad EUR 2m), maar merken op dat ZEH in haar berekening (vanwege de relatief hoge verwachte beschikbare liquiditeit van ZEH per 30 juni 2024 ten opzichte van het voorgestelde dividend) geen gevoeligheidsanalyses heeft uitgevoerd om effecten zichtbaar te maken voor mogelijk veranderende omstandigheden.

3. Analyse vanuit eigen vermogen

Beschrijving analyse van ZEH

- Als laatste toets resteert een analyse op basis van het (meer restrictieve) dividendbeleid van ZEH. Hierin is bepaald dat bij een dividenduitkering ook rekening gehouden dient te worden met de benodigde middelen uit hoofde van een onverwachte vroegtijdige sluiting van de KCB.
- De analyse van ZEH veronderstelt een definitieve sluiting van KCB per 1 juli 2024. EPZ schat de benodigde kosten voortkomend uit de onverwachte en vroegtijdige sluiting van KCB, waarvoor ZEH stelt een maatschappelijke verplichting te hebben, op EUR 1.066m. De kosten zullen naar verwachting in een periode van 9,5 jaar gerealiseerd worden (zie voor een verdere beschrijving van deze kosten de paragraaf *Analyse – Deel I* van dit rapport).
- Om de kosten vanwege een onverwachte vroegtijdige sluiting van KCB (op 1 juli 2024) te kunnen voldoen, veronderstelt ZEH dat het op 30 juni 2024 aanwezige eigen vermogen van ZEH, exclusief de hedgereserve en vermogenselementen die betrekking hebben op EPZ, binnen een periode van 9,5 jaar gerealiseerd of te gelde gemaakt kan worden via de afwikkeling van het werkkapitaal, langlopende verplichtingen en verkoop van activa.
- De opstelling van ZEH start met het eigen vermogen van ZEH per 31 december 2023 ad EUR 1.720m. Met een verwacht resultaat in de periode 1 januari t/m 30 juni 2024, berekent ZEH een eigen vermogen van EUR 1.741m per 30 juni 2024.
- Voorts corrigeert ZEH het eigen vermogen per 30 juni 2024:
 - de raming voor kosten van een vroegtijdige sluiting van KCB per 1 juli 2024 ad EUR 1.066m;
 - de verwachte waarde van leveringsverplichtingen per 30 juni 2024; en

3. Analyse vanuit eigen vermogen (vervolg)

- de boekwaarde van EPZ per 30 juni ad EUR 187m, welke is inbegrepen in het eigen vermogen van ZEH, maar bij een vroegtijdige sluiting van KCB niet meer realiseerbaar zijn (anders dan de inkomsten en uitgaven die reeds in de sluitingskosten zijn opgenomen).
- ZEH berekent vervolgens in de Dividend Notitie dat een dividendcapaciteit van EUR 479m.
- ZEH heeft 25% van de verwachte productie van KCB reeds verkocht tegen relatief lage prijzen. Indien stroom reeds is verkocht, is er door ZEH zekerheid verkregen over de verkoopprijs van deze elektriciteit. Echter is er gelijktijdig een leveringsverplichting voor ZEH ontstaan. Indien ZEH niet aan de leveringsverplichting kan voldoen, wat zich voordoet als de productie van elektriciteit door de KCB stopt tijdens de duur van de betreffende leveringscontracten, moet ZEH de benodigde elektriciteit tegen de dan geldende marktprijs inkopen. Aangezien de marktprijzen (per 31 december 2023) hoger liggen dan de overeengekomen prijs in de leveringscontracten, resulteert er een negatief resultaat als ZEH elektriciteit op de markt moet inkopen om te voldoen aan haar leveringsverplichting in het geval van een vroegtijdige sluiting van KCB.
- De verwachtingen ten aanzien van de elektriciteitsprijzen veranderen van dag tot dag, waardoor ZEH er in de Dividend Notitie voor heeft gekozen om een forward curve voor toekomstige prijzen te hanteren zoals op 31 december 2023 bekend was.

Analyse toereikendheid eigen vermogen (opgesteld door ZEH)	in EUR miljoen
Eigen vermogen van ZEH per 31 december 2023	1.720
Af: hedgereserve (bruto) per 31 december 2023	-/- 5
Plus: verwacht resultaat ZEH 1 januari 2024 tot en met 30 juni 2024	26
Verwacht eigen vermogen van ZEH per 30 juni 2024	1.741
Af: sluitingskosten KCB per 30 juni 2024	-/- 1.066
Af: leveringsverplichtingen (o.b.v. marktdata per 31 december 2023)	-/- 9
Af: niet-realiseerbare activawaarde EPZ in het eigen vermogen	-/- 187
Beschikbaar voor dividend	479

Analyse – Deel II

De impact van de door ons beschreven aandachtspunten is (op dit moment) niet kwantificeerbaar en kunnen zowel een positief als negatief gevolg hebben voor de berekende dividendcapaciteit. We adviseren derhalve om daags voor de AvA de berekeningen ten aanzien van de analyse vanuit het vermogen te actualiseren

3

3. Analyse vanuit eigen vermogen (vervolg)

Onze observaties en overwegingen

- 1 Eigen vermogen van ZEH per 31 december 2023:** Het startpunt van de derde toets, zoals opgesteld door ZEH, is het eigen vermogen van ZEH per 31 december 2023 ad EUR 1.720m.

We observeren dat het door ZEH gehanteerde bedrag voor het eigen vermogen van ZEH per 31 december 2023 gelijk is aan het bedrag in de aan ons ter beschikking gesteld Excel-spreadsheet met de (ongecontroleerde) balans voor ZEH per 31 december 2023.

Aandachtspunt: Van ZEH begrijpen wij dat de cijfers in de definitieve jaarrekening 2023 van ZEH mogelijk kunnen afwijken van de cijfers die zijn gehanteerd in de Dividend Notitie vanwege o.a. enkele balansposten die op het moment van onze werkzaamheden, naar wij van ZEH begrijpen, nog worden gewaardeerd.

Aandachtspunt: Er is geen rekening gehouden met de aanvullende kosten die gepaard zouden gaan met het afbouwen van bedrijfsactiviteiten (zoals afkoopsommen personeel, opzeggen van contracten, etc.) en het te gelden maken van het eigen vermogen (zoals advieskosten, etc.). We merken op dat deze kosten kunnen oplopen tot tientallen miljoenen maar dat in de opstelling van ZEH ook geen rekening is gehouden met eventuele meevallers (indien de marktwaarde van deelnemingen in BMC Moerdijk, NPG Willebroek en/of de SET funds activa hoger is dan boekwaarde). ZEH vindt het daarom op dit moment niet onredelijk om saldo nul voor deze posten aan te houden in de berekening.

- 2 Verwacht resultaat ZEH 1 januari 2024 tot en met 30 juni 2024:** Het door ZEH in de opstelling opgenomen verwachte resultaat van ZEH in de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024 ad EUR 26m komt overeen met het bedrag dat is opgenomen in de balansstoets (toets 1).
- 3 Sluitingskosten KCB per 30 juni 2024:** Het door ZEH in de opstelling opgenomen bedrag voor de ongeplande vroegtijdige sluiting van KCB ad EUR 1.066m is overeenkomstig met hetgeen door ons beschreven in sectie *Analyse – Deel I* van dit rapport.
- 4 Leveringsverplichtingen:** De leveringsverplichtingen zien toe op reeds verkochte elektriciteit. ZEH berekent de marktwaarde van deze leveringsverplichtingen op EUR -/9m, voortkomend uit een lagere afgesproken prijs voor de verkochte elektriciteit en de verwachte marktprijs, conform een inschatting van de forward curve per 31 december 2023.

Aandachtspunt: We observeren dat het gehanteerde bedrag voor de leveringsverplichting gelijk is aan het bedrag in de berekening van de marktwaarde van de leveringsverplichtingen door ZEH, maar we merken op dat we de rekenkundige juistheid van deze berekening niet hebben geanalyseerd als onderdeel van onze Analyse en we hebben geen onderliggende contracten ingezien.

- 5 Niet-realiseerbare activawaarde EPZ:** We begrijpen van EPZ en ZEH dat de raming van de sluitingskosten van KCB (zie sectie *Analyse – Deel 1* van dit rapport) alle nog te verwachte opbrengsten en kosten van EPZ in het geval van een ongeplande vroegtijdige sluiting van de kerncentrale bevat; in andere woorden, buiten het berekende bedrag worden geen overige opbrengsten en kosten meer verwacht. Wij begrijpen derhalve dat ZEH, om een dubbel telling te voorkomen, in de berekening van de dividendcapaciteit het eigen vermogen heeft verminderd voor zover dit betrekking heeft op bezittingen in EPZ. Aangezien het door ZEH gehanteerde verwachte resultaat van ZEH in de periode 1 januari tot en met 30 juni 2024 ook het resultaat deelneming EPZ en afschrijving op de (geherwaardeerde) materiële activa van EPZ bevat, is de niet-realiseerbare activawaarde EPZ door ZEH gebaseerd op de verwachte waarde van de deelneming in EPZ en de (geherwaardeerde) materiële vaste activa van EPZ per 30 juni 2024.

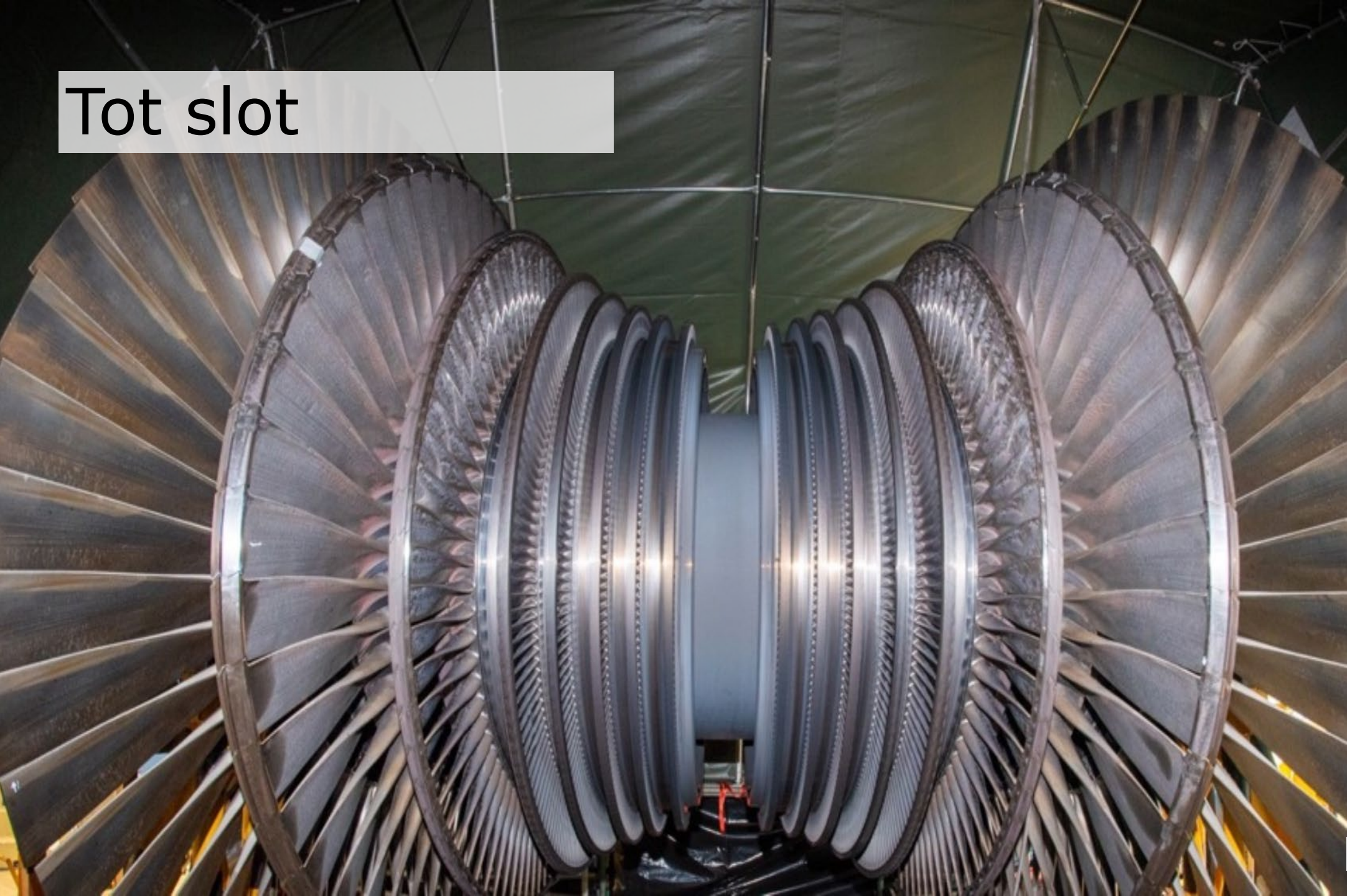
We observeren dat het door ZEH gehanteerde bedrag voor de niet-realiseerbare activawaarde van EPZ gelijk is aan de som van de deelnemingswaarde in EPZ en de post materiële vaste activa per 30 juni 2024 in het voornoemde Excel-spreadsheet met de prognosebalans van ZEH per 30 juni 2024.

- * Conclusie:** De door ZEH opgestelde analyse laat een dividendcapaciteit zien van EUR 479m, in overeenstemming met de voorgestelde dividenduitkering van ZEH in de Dividend Notitie.

Wij hebben geen rekenkundige of conceptuele fouten gevonden in de door ZEH opgestelde analyse vanuit het eigen vermogen. ZEH heeft in haar berekening geen gevoeligheidsanalyses heeft uitgevoerd om effecten zichtbaar te maken voor mogelijk veranderende omstandigheden.

De impact van de door ons beschreven aandachtspunten is (op dit moment) door ons niet kwantificeerbaar en kunnen zowel een positief als negatief gevolg hebben voor de berekende dividendcapaciteit. We adviseren derhalve om daags voor de AvA de berekeningen te actualiseren zodat de definitieve cijfers van ZEH over het boekjaar 2023 en laatste inzichten tot en met 30 juni 2023 in ogenschouw worden genomen bij een besluit over de uitkering van dividend door ZEH.

Tot slot



01

02

03

Tot slot – Een beschouwing op het voorgestelde dividend

Op basis van onze Analyse, behoudens onze beschreven observaties en aandachtspunten, hebben wij geen indicaties dat er relevante financiële elementen buiten beschouwing zijn gelaten in de dividendberekening door ZEH. Wel adviseren wij om de berekening daags voor de AvA te actualiseren

Beschouwing op het voorgestelde dividend

- De Dividend Notitie bevat een dividendvoorstel door ZEH met een uitkering van EUR 479 miljoen, een bedrag dat volgens ZEH tot stand is gekomen op basis van een zorgvuldige afweging van diverse risico's die er op dit moment zijn.
- De dividenduitkering is overeenkomstig met de door ZEH berekende maximale dividendcapaciteit op 1 juli 2024 wanneer volgens het dividendbeleid van ZEH rekening wordt gehouden met een ongeplande vroegtijdige (en permanente) sluiting van KCB. ZEH concludeert dat zowel volgens statuten als aan de wettelijke vereisten van een dividenduitkering van deze omvang wordt voldaan.
- In vergelijking met onze analyse van het dividendvoorstel van ZEH (destijds PZEM) over het boekjaar 2021, merken we op dat de raming voor de sluitingskosten bij een vroegtijdige sluiting van KCB vergelijkbaar zijn gebleven (EUR 1.066m ten opzichte van EUR 1.081m). Ondanks dat er twee jaren zijn verstreken, de geplande sluiting dichterbij is gekomen en de uitgangspunten rondom de ongeplande vroegtijdige sluiting van KCB in de berekening van de sluitingskosten door EPZ gelijk zijn gebleven, is het algemene kostenniveau gestegen ten opzichte van 2021 (de inflatie bedroeg 10,0% in 2022 en 3,8% in 2023, volgens CBS).
- Dat het voorgestelde dividend hoger toch hoger is dan het uitgekeerde bedrag over 2021 (EUR 92 miljoen) laat o.a. verklaren door:
 - een toegenomen eigen vermogen vanwege een gerealiseerd positief resultaat (de marktprijs voor elektriciteit ligt boven de kostprijs van de kerncentrale), ook na aftrek van boekverliezen vanwege de verkoop van activiteiten als onderdeel van de Herstructurering;
 - een afname in *margins calls* die worden aangehouden uit hoofde van leveringsverplichtingen (in 2021 werd een groter gedeelte van de in de toekomst op te wekken elektriciteit al reeds verkocht en was het verschil tussen de gecontracteerde leveringsprijs en de verwachte marktprijs groter).
- In onze werkzaamheden hebben we twee berekeningsverschillen gevonden, in de balanstoets en de uitkeringstoets. De geobserveerde verschillen hebben echter geen impact op de conclusie van ZEH dat een dividenduitkering van EUR 479m mogelijk is.
- In onze Analyse identificeren we een aantal aandachtspunten ten aanzien van de berekeningen onderliggende aan het dividendvoorstel van ZEH. Deze aandachtspunten hebben betrekking op:
 - Onzekerheden in schattingen (b.v. de afkoop van contracten en kosten voor het afvoeren van splijtstofelementen), waarbij het niet mogelijk is om op dit moment met zekerheid te kunnen stellen dat de werkelijke bedragen in de toekomst niet afwijken in positieve en/of negatieve zin. Deze onzekerheden zijn lastig kwantificeerbaar of vergen additionele analyses die buiten de reikwijdte van onze Analyse vallen; en
 - Mogelijke mutaties die nog kunnen optreden in de cijfers van ZEH per 31 december 2023 aangezien de Dividend Notitie gebaseerd is op de voorlopige jaarcijfers van ZEH en het traject voor het opstellen en afronden van de jaarrekening 2023 nog loopt.
- Op basis van onze Analyse, rekening houdende met de hiervoor genoemde punten, hebben wij geen indicaties dat er relevante financiële elementen buiten beschouwing zijn gelaten in de dividendberekening door ZEH.
- We adviseren, zoals ook door ZEH vermeld in de Dividend Notitie, om de berekeningen daags voor de AvA te actualiseren zodat de definitieve cijfers van ZEH over het boekjaar 2023 en laatste inzichten in ogenschouw worden genomen bij een besluit over de uitkering van dividend door ZEH.



Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee, and its network of member firms, each of which is a legally separate and independent entity. Please see www.deloitte.com/about for a detailed description of the legal structure of Deloitte Touche Tohmatsu Limited and its member firms.