

Provincie Zeeland

Analyse dividendvoorstel van PZEM

Deloitte Accountants B.V., 20 mei 2022
Strikt vertrouwelijk en persoonlijk

Strikt persoonlijk en vertrouwelijk

Dit rapport is vervaardigd op basis van (1) informatie die aan ons is verstrekt tot en met 10 mei 2022 en (2) de beperkingen zoals beschreven in de aanbestedingsbrief 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. Voor uw gemak is dit document mogelijk zowel in elektronische als in papieren vorm aan u verstrekt.

Aan:
Provinciale Staten van Zeeland

Geachte heer/mevrouw,

Hierbij hebben wij het genoegen ons rapport uit te brengen inzake onze analyse van het dividendvoorstel van PZEM N.V. ("PZEM") over het boekjaar 2021.

Datum:
20 mei 2022

Dit rapport is opgesteld door Deloitte Accountants B.V. (hierna "Deloitte", "wij", "ons" of "onze") op verzoek van de Provincie Zeeland ("u" of "Opdrachtgever") en betreft een analyse van bevindingen ten aanzien van het PZEM opgestelde dividendvoorstel over het boekjaar 2021 ("Analyse"), in overeenstemming met de voorwaarden en reikwijdte van de werkzaamheden zoals beschreven in onze opdrachtbevestiging van 5 april 2022 met kenmerk 2022-Prov-WA/jd ("Opdrachtbevestiging"), met als doel om de Provinciale Staten van Zeeland inzicht te verschaffen in het door PZEM opgestelde dividendvoorstel ("Doel").

Kenmerk:
2022-WdL/jd

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 PZEM 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 PZEM en EPZ ter beschikking is gesteld. Deloitte accepteert geen verantwoordelijkheid met betrekking tot de juistheid en volledigheid van de aangeleverde informatie.

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 PZEM dan wel EPZ. Wij accepteren geen verantwoordelijkheid voor prognoses of de realisatie ervan.

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 PZEM 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 10 mei 2022, 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. De getekende versie van het rapport is definitief en bepalend.*

Met vriendelijke groet,

Was getekend,

W.A. de Leeuw MGA RA

Deloitte Accountants B.V.

Samenvatting



01

02

03

Samenvatting

Inleiding

- PZEM is een Nederlands energiebedrijf en houdt (indirect) een 70% belang in EPZ, de eigenaar van de kerncentrale in Borssele.
- PZEM beschikt over een eigen vermogenspositie van EUR 1,651 miljard (per 31 december 2021). Het is op dit moment niet mogelijk om dit vermogen, bijvoorbeeld als dividend, volledig uit te keren aan aandeelhouders omdat het deels aangehouden dient te worden als buffer om risico's in het geval van een (acute) ongeplande vroegtijdige sluiting van de kerncentrale op te vangen.
- In een notitie van de Raad van Bestuur van PZEM aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van PZEM, gedateerd 28 april 2022, wordt een voorstel voor een dividenduitkering van EUR 92 miljoen over het boekjaar 2021 van PZEM beschreven.
- Volgens de notitie is het bedrag van de voorgenomen dividenduitkering (EUR 92 miljoen) tot stand gekomen op basis van een eerder door PZEM gegeven commitment aan aandeelhouders in combinatie met een afweging van diverse risico's, en is dit bedrag door PZEM beoordeeld op grond van o.a. wettelijke vereisten, statutaire bepalingen en het dividendbeleid van PZEM.
- De Provinciale Staten van Zeeland, de grootste aandeelhouder van PZEM, heeft de wens om het dividendvoorstel van PZEM over het boekjaar 2021 te laten analyseren door een onafhankelijke adviseur, waarbij rekening wordt gehouden met het risicoprofiel en de mate conservatisme van de ramingen, om inzicht te verschaffen in het door PZEM opgestelde dividendvoorstel.
- De Provincie Zeeland heeft vervolgens, namens Provinciale Staten, aan Deloitte gevraagd om een analyse van bevindingen ten aanzien van het door PZEM opgestelde dividendvoorstel over het boekjaar 2021 uit te voeren.

Onze analyse


- In de periode van 5 april tot en met 10 mei 2022 hebben wij op diverse momenten gesproken met het projectteam van de Provincie Zeeland en vertegenwoordiging van PZEM en EPZ.
- In deze gesprekken hebben wij vragen gesteld en is ontvangen informatie doorgesproken om onze begripsvorming ten aanzien van het dividendvoorstel van PZEM te vergroten. In navolging van de gesprekken is door ons bij PZEM en EPZ additionele informatie opgevraagd en hebben wij van PZEM herziene berekeningen ontvangen.

- In onze analyse van het dividendvoorstel van PZEM hebben we een opdeling gemaakt naar een aantal onderdelen:
 - Deel I: Een analyse van de te verwachten uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van KCB per 30 juni 2022, opgesteld door EPZ;
 - Deel II: Een analyse van de (verwachte) vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 (gebaseerd op jaarrekening 2021, gerealiseerde resultaten/financiering PZEM tot en met februari 2022, en een inschatting voor de periode maart tot en met juni 2022) en – bij verschillende toetsen, op basis van wettelijke vereisten en statutaire bepalingen en het dividendbeleid van PZEM – het bedrag dat als dividend zou kunnen worden uitgekeerd; en
 - Deel III: Een beschouwing op het voorgestelde dividend van EUR 92 miljoen.
- In dit rapport hebben wij gepresenteerd hoe we de hierboven genoemde onderdelen van het dividendvoorstel van PZEM hebben geanalyseerd en wat onze bevindingen zijn. Waar mogelijk hebben we het gepresenteerde cijfermateriaal vergeleken met onderliggende bronnen en hebben we berekeningen nagerekend. Aangezien de raming van de sluitingskosten van de kerncentrale in het geval van een ongeplande vroegtijdige sluiting strikt vertrouwelijk is, hebben wij niet alle onderliggende stukken ingezien of in ons bezit; waar dit het geval is, hebben we dat beschreven in dit rapport. In een enkel geval hebben we naar aanleiding van onze bevindingen (op onderdelen) een alternatieve berekening opgesteld; ondanks dat de cijfermatige uitkomst van deze alternatieve berekening afwijkt van de berekening van EPZ / PZEM, heeft dit geen impact op de conclusie van PZEM omtrent de hoogte van de voorgestelde dividenduitkering.
- De reikwijdte van onze opdracht, de door ons gebruikte informatie en beperkingen ten aanzien van onze werkzaamheden staan beschreven in de sectie *Achtergrond, Doel en Scope* van dit rapport.
- De analyses in dit rapport zijn, hoewel op hoofdlijnen, kunnen ook gebruik worden om de uitkomsten van de onderliggende berekeningen van de komende jaren (dividendvoorstel 2022 e.v.) te analyseren en om een vergelijking tussen de jaren op te stellen.

Samenvatting

Afwegingen

- PZEM concludeert dat zowel volgens statuten als aan de wettelijke vereisten van een dividenduitkering van deze omvang wordt voldaan. Echter, volgens het dividendbeleid van PZEM, waarin rekening wordt gehouden met een ongeplande vervroegde (en permanente) sluiting van KCB, is een maximale uitkering van EUR 80 miljoen toegestaan; een tekort van EUR 12 miljoen in vergelijking met het voorgestelde dividend van EUR 92 miljoen (zie *Analyse deel II* op pagina 24).
- De kostenraming van een mogelijke vervroegde sluiting van de kerncentrale is door EPZ onderbouwd, waarbij het schattingselement hoog is, omdat een vervroegde sluiting in belangrijke mate specifieke kosten met zich brengt (zie voor toelichting *Analyse deel I*).
- Het tekort van EUR 12 miljoen wordt verder in belangrijke mate veroorzaakt doordat PZEM de elektriciteit die door EPZ wordt opgewekt reeds heeft verkocht voor de periode tot en met 31 december 2024, om marktrisico te ontlopen. Het dividendbeleid van PZEM dateert september 2021 en sindsdien is de elektriciteitsprijs ten opzichte van prijs ten tijde van het afsluiten van de leveringscontracten gestegen. Mocht de kerncentrale uitvallen, dan dient PZEM alsnog aan haar leveringsverplichting te voldoen en de benodigde elektriciteit tegen de dan geldende marktprijs in te kopen, wat aanzienlijke bedragen vergt.
- Op basis van de elektriciteitsprijzen per 28 februari 2022 berekent PZEM een totale waarde van de leveringsverplichting van EUR 321 miljoen op 30 juni 2022. Bij gelijkblijvende elektriciteitsprijzen zal deze verplichting afnemen. Niettemin is er een prijsrisico. PZEM berekent dat de waarde van de leveringsverplichting (o.b.v. marktprijzen op per 10 mei 2022) per 30 juni 2022 EUR 447 miljoen bedraagt in plaats van EUR 321 miljoen, per saldo dus EUR 126 miljoen meer. Dit toont de volatiliteit van de energiemarkt aan op dit moment. Het bedrag van de leveringsverplichting neemt met de tijd af, omdat geen nieuwe verplichtingen door PZEM worden aangegaan. Per 31 december 2022 bedraagt de leveringsverplichting op basis van het bedrag van EUR 321 miljoen ca. EUR 146 miljoen.
- De ontwikkeling in de energieprijzen en de druk die dit heeft gelegd op de liquide middelen heeft er mede toe geleid dat PZEM in het dividendvoorstel niet meer uitgaat van het bedrag aan beschikbare liquiditeiten volgens het dividendbeleid van september 2021 (€ 1,1 miljard), maar dat dit is aangepast door uit te gaan van het eigen vermogen van PZEM van ruim € 1,6 miljard (zie verder pagina 12).
- Volgens de huidige inzichten van PZEM zal het komende jaar de uitkomst van de eigen vermogenstoets positiever worden:
 - De verplichting ten aanzien van vroegtijdige sluiting van de kerncentrale zal naar verwachting jaarlijks afnemen aangezien de overbruggingsperiode tot en met eind 2033 korter wordt;
 - De verplichting inzake de levering van elektriciteit van kerncentrale zal naar verwachting afnemen, omdat er geen nieuwe verplichtingen bijkomen en de bestaande aflopen. Een kanttekening hierbij betreft het risico dat prijzen stijgen, met als gevolg dat de verplichting tijdelijk stijgt;
 - Tegelijkertijd verwacht PZEM dat het – op basis van de reeds overeengekomen verkoopprijs en de huidige marktprijzen voor elektriciteit – in de komende maanden winstgevend is, waardoor het eigen vermogen verder wordt versterkt.
- Ten aanzien van de kans dat de kerncentrale vervroegd zal moeten sluiten is het volgende op te merken:
 - De kans dat de kerncentrale vervroegd permanent zal moeten sluiten, lijkt beperkt gezien de beschikbaarheid in bijna 50 jaar dat de kerncentrale in exploitatie is. Helemaal uit te sluiten is dit echter niet.
 - Daarnaast lijkt de kans op een vervroegd permanent sluiting beperkt vanuit de huidige relatief hoge elektriciteitsprijzen. Reparatie bij hogere elektriciteitsprijzen is aantrekkelijk, immers de te behalen opbrengsten wegen eerder op tegen de reparatiekosten dan bij relatief lage elektriciteitsprijzen. Bij een tijdelijke sluiting dient rekening te worden gehouden met extra lasten vanwege mogelijke leveringsverplichtingen, gederfde inkomsten doordat de kerncentrale niet kan produceren en de reparatiekosten.
- Resumerend blijkt naar de huidige inzichten van PZEM dat uit de eigen vermogenstoets een tekort ontstaat (volgens PZEM EUR 12 miljoen, maar rekening houdend met prijzen per 10 mei 2022 hoger). PZEM geeft aan dat dit tekort naar verwachting afneemt en het risico van een vervroegde permanente sluiting op basis van de argumenten van PZEM beperkt is.
- Uit onze analyse is niet gebleken dat de argumenten om tot uitkering van dividend over te gaan onredelijk zijn.



Achtergrond, doel & scope

01

02

03

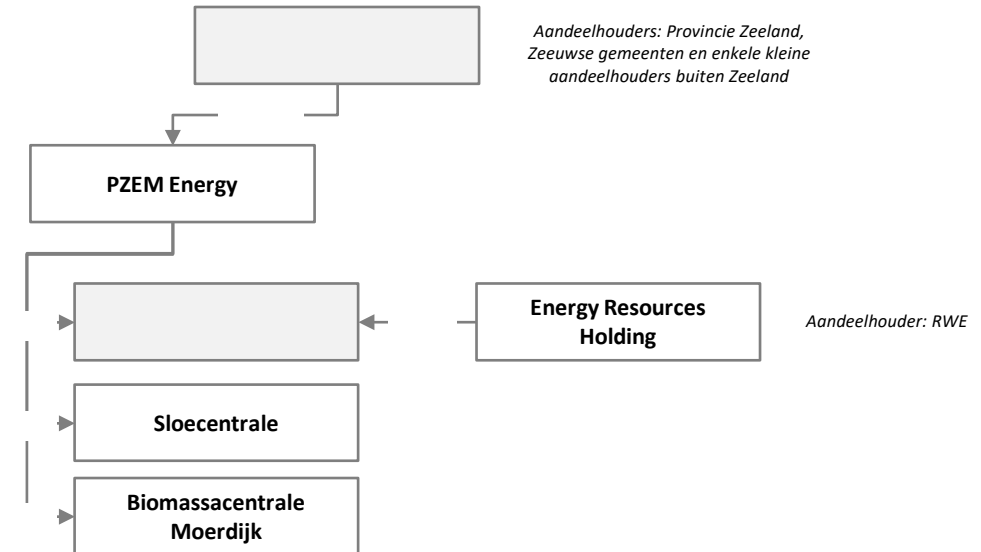
Achtergrond, doel & scope

PZEM dient een vermogensbuffer aan te houden om risico's omtrent een (on geplande) vroegtijdige sluiting van de kerncentrale Borssele op te vangen. Het toekomstige dividend van PZEM is afhankelijk van de naar verwachting stapsgewijze afbouw van de buffer tot de voorgenomen sluiting van de kerncentrale in 2033

Achtergrond

- PZEM N.V. ("PZEM") is een Nederlands energiebedrijf. Via dochteronderneming PZEM Energy B.V. houdt PZEM een belang van 70% in EPZ B.V. ("EPZ"), de eigenaar van de kerncentrale Borssele ("KCB"), een 50% belang in de Sloecentrale, een 50% belang in de biomassacentrale Moerdijk en neemt het duurzaam opgewerkte energie af via een Purchase Power Agreement met het Gemini offshore windpark.
- De aandelen van PZEM worden gehouden door de Provincie Zeeland, Zeeuwse gemeenten en enkele kleine publieke aandeelhouders buiten Zeeland.
- PZEM beschikt over een eigen vermogenspositie van EUR 1,651 miljard (per 31 december 2021). Het is op dit moment niet mogelijk om dit vermogen, bijvoorbeeld als dividend, volledig uit te keren aan aandeelhouders omdat het deels aangehouden dient te worden als buffer om risico's omtrent KCB op te vangen.
- De sluiting van de KCB staat gepland in 2033. Om de kosten van de ontmanteling van de kerncentrale te dekken, worden jaarlijkse stortingen gedaan in een amoveringsfonds. Indien de kerncentrale (on gepland) vroegtijdig sluit, dan is het amoveringsfonds niet toereikend voor de ontmantelingskosten. PZEM dient daarom een liquiditeitspositie aan te houden om tekorten in het amoveringsfonds aan te vullen. Bovendien dient rekening te worden gehouden met de (aanvullende) kosten van ontbinding contracten in de splijststofcyclus, financiering van de resterende boekwaarde van de centrale op het moment van een (on geplande) vroegtijdige sluiting en de doorlopende exploitatiekosten, aangezien de veilige situatie met betrekking tot de aanwezige splijststoffen gehandhaafd dient te worden (N.B. afvoer van de splijststoffen kan niet meteen gezien afkoelingsperiode). Het is de verwachting dat de aan te houden buffer voor een vroegtijdige sluiting jaarlijks afneemt, aangezien de te overbruggen periode tot de geplande sluiting korter wordt en er meer stortingen in het amoveringsfonds zijn gedaan, waardoor de vermogenspositie van PZEM stapsgewijs als dividend kan worden uitgekeerd.
- In het kader van de verkoop van de aandelen Evides door PZEM, heeft PZEM in september 2021 het dividendbeleid van PZEM vanaf het boekjaar 2021 bepaald. Middels de in dit dividendbeleid vastgestelde systematiek zal op basis van een balans- en uitkeringstoets door PZEM worden bepaald welk gedeelte van de vermogenspositie als dividend kan worden uitgekeerd.

Organisatiestructuur PZEM



Achtergrond, doel & scope

De Provinciale Staten van Zeeland hebben de wens om het dividendvoorstel van PZEM over het boekjaar 2021 te laten analyseren door een onafhankelijke adviseur en heeft vervolgens Deloitte gevraagd om een analyse van bevindingen uit te voeren ten aanzien van het dividendvoorstel van PZEM

Vraagstelling

- De Provinciale Staten van Zeeland, de grootste aandeelhouder van PZEM, heeft de wens om het dividendvoorstel van PZEM over het boekjaar 2021 te laten analyseren door een onafhankelijke adviseur, waarbij rekening wordt gehouden met het risicoprofiel en de mate conservatisme van de ramingen, om inzicht te verschaffen in het door PZEM opgestelde dividendvoorstel.
- De Provincie Zeeland (“Opdrachtgever”) heeft vervolgens, namens Provinciale Staten, aan Deloitte Accountants B.V. (“Deloitte”) gevraagd om een analyse van bevindingen ten aanzien van het door PZEM opgestelde dividendvoorstel over het boekjaar 2021 uit te voeren (“Analyse”).
- De basis voor onze Analyse is de Notitie van de Raad van Bestuur van PZEM aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van PZEM, gedateerd 28 april 2022, met daarin het voorstel voor een dividenduitkering van EUR 92 miljoen (“Dividend Notitie”)

Scope

- Onze werkzaamheden ten behoeve van de Analyse bestonden uit een analyse van:
 - de wijze van totstandkoming van de dividendberekening van PZEM en het bedrag dat benodigd is voor een eventuele vroegtijdige sluiting van KCB;
 - in hoeverre en op welke manier de uitgangspunten in de dividendberekening zijn onderbouwd;
 - de rekenkundige en conceptuele juistheid van de dividendberekening;
 - in hoeverre en op welke manier risico’s (conservatisme), maar wellicht ook kansen in de dividendberekening zijn opgenomen;
 - in hoeverre en 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;
 - of er indicaties zijn dat er relevante elementen buiten beschouwing zijn gelaten in de dividendberekening;waarbij wij, op verzoek van Opdrachtgever, geen herrekening hebben gemaakt van (elementen van) de dividendberekening.

Geraadpleegde bronnen en gesprekken

- In de periode van 5 april tot en met 10 mei 2022 hebben wij op diverse momenten gesproken met het projectteam van de Provincie Zeeland en vertegenwoordiging van het management van PZEM en EPZ.
- In deze gesprekken hebben wij vragen gesteld en is ontvangen informatie doorgesproken om onze begripsvorming ten aanzien van het dividendvoorstel van PZEM te vergroten. In navolging van de gesprekken is door ons bij PZEM en EPZ additionele informatie opgevraagd en hebben wij van PZEM herziene berekeningen ontvangen.
- Wij hebben onze Analyse, naast de gesprekken, gebaseerd op documentatie die PZEM en EPZ gedeeld hebben en waarvan wij de mogelijkheid hebben gehad om deze in te zien:
 - De Dividend Notitie;
 - Notitie aan de aandeelhouders van PZEM, gedateerd 22 september 2021, met daarin beschreven het dividendbeleid van PZEM (“Dividendbeleid”);
 - Excelspreadsheet (met uitsluitend harde waarden) met de berekeningen onderliggend aan de Dividend Notitie;
 - Management maandrapportage PZEM februari 2021;
 - Jaarrekening 2021 PZEM (voorzien van een goedkeurende controleverklaring);
 - Ondernemingsplan 2022 PZEM (inclusief zichtjaren 2023-2026);
 - Kasstroomoverzicht 2023 PZEM;
 - Tollingovereenkomst tussen EPZ en haar tollers (PZEM en RWE).
 - Jaarrekening 2021 EPZ (voorzien van een goedkeurende controleverklaring);
 - Bedrijfsplan EPZ 2022-2024;
 - Management rapportage EPZ december 2021;

Achtergrond, doel & scope

Het dividendvoorstel van PZEM is gebaseerd op een scenario waarin KCB acuut en definitief sluit per 1 juli 2022 en waarbij de activiteiten van PZEM zijn verondersteld voort te gaan. In het geval van o.a. reparatie of levensduurverleningen van de kerncentrale kan dit invloed hebben op onze bevindingen

Geraadpleegde bronnen en gesprekken (vervolg)

- Excelspreadsheet met de berekening van de voorziening amovering kerncentrale per 31 december 2021;
- Excelspreadsheet met de berekening van de toekomstige brandstofkosten in het geval van een voortijdige sluiting;
- Excelspreadsheet met de berekening van de kosten van een vroegtijdige sluiten van KCB per 1 juli 2022;
- Commissie Holtkamp: Rapport betreffende de validatie van de onderliggende aannames m.b.t. de operationele kosten en kosten van mogelijke sluitingsscenarios van de kerncentrale Borssele, d.d. 15 september 2016 (“Holtkamp Rapport”).

Beperkingen

- Het dividendvoorstel van PZEM, zoals beschreven in de Dividend Notitie, is gebaseerd op een scenario waarin KCB acuut en definitief sluit per 1 juli 2022 en waarbij de handelsactiviteiten (Trading) en de Wholesale activiteiten PZEM zijn verondersteld voort te zullen gaan in handen van PZEM. In het geval van reparatie of levensduurverlenging van de kerncentrale of wanneer bedrijfsactiviteiten van PZEM worden stopgezet of verkocht, kan dit van invloed zijn op de liquiditeits- en vermogenspositie van PZEM en de hoogte van een mogelijke dividenduitkering door PZEM.

Beperkingen (vervolg)

- De onderliggende informatie met betrekking tot de raming van de sluitingskosten van KCB in het geval van een onverwachte ongeplande sluiting is strikt vertrouwelijk, aangezien het om bedrijfsgevoelige informatie gaat. Dit geldt in zekere mate ook voor de informatie van PZEM. 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;
 - Wij hebben geen contracten, met uitzondering van de tollingovereenkomst tussen EPZ, PZEM en RWE, ingezien. Van PZEM en EPZ begrijpen wij dat in deze contracten niet is voorzien in een onverwachte en permanente sluiting van de kerncentrale, waardoor wij uit deze contracten geen additionele informatie voor onze Analyse zouden kunnen ontlenen.
- 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 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.
- Het voorgestelde dividend van PZEM in de Dividend Notitie gaat uit van informatie en verwachtingen ten aanzien van de toekomst tot en met 10 mei 2022, en houden derhalve geen rekening met nieuwe feiten en omstandigheden die zich na deze datum hebben voorgedaan of zich zullen voordoen.
- 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

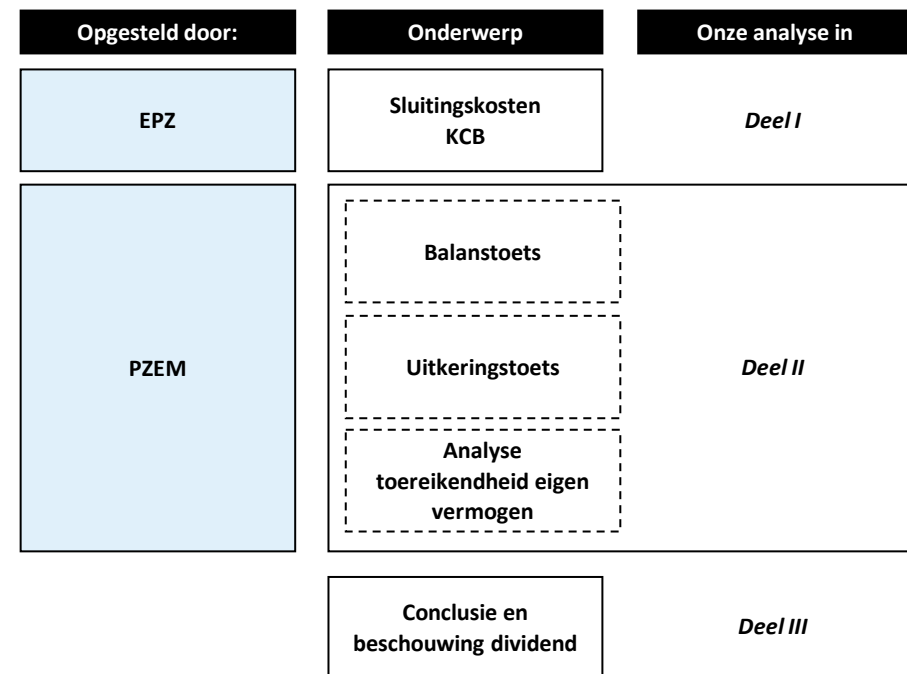
Analyse – Introductie en aanpak

Het door PZEM voorgestelde dividend over boekjaar 2021 bedraagt EUR 92 miljoen, een bedrag dat tot stand is gekomen op basis van een eerder door PZEM gegeven commitment aan aandeelhouders in combinatie met een afweging van diverse risico's en het uitvoeren van een aantal (wettelijke) toetsen

Introductie en aanpak

- De Dividend Notitie, opgesteld door de Raad van Bestuur van PZEM, bevat een voorstel voor een dividenduitkering uit de algemene reserves van PZEM in 2022 ter grootte van EUR 92 miljoen en betaalbaar te stellen aan aandeelhouders daags na de algemene vergadering die gepland staat voor 1 juni 2022.
- We begrijpen van PZEM dat de Dividend Notitie een uitwerking is van het dividendbeleid van PZEM.
- Volgens de Dividend Notitie is het bedrag van de voorgenomen dividenduitkering (EUR 92 miljoen) tot stand gekomen op basis van een eerder door PZEM gegeven commitment aan aandeelhouders in combinatie met een afweging van diverse risico's, en is dit bedrag door PZEM beoordeeld op grond van o.a. wettelijke vereisten, statutaire bepalingen en het dividendbeleid van PZEM.
- Onze Analyse van het dividendvoorstel van PZEM is op te delen in een aantal onderdelen:
 - Deel I: Een analyse van de te verwachten uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van KCB per 30 juni 2022, opgesteld door EPZ;
 - Deel II: Een analyse van de (verwachte) vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 (gebaseerd op jaarrekening 2021, gerealiseerde resultaten/financiering PZEM tot en met februari 2022, en een inschatting voor de periode maart tot en met juni 2022) en – bij verschillende toetsen, op basis van wettelijke vereisten en statutaire bepalingen en het dividendbeleid van PZEM – het bedrag dat als dividend zou kunnen worden uitgekeerd; en
 - Deel III: Een beschouwing op het voorgestelde dividend van EUR 92 miljoen.
- Op de navolgende pagina's presenteren wij de hiervoor beschreven onderdelen en de bevindingen en overwegingen die voortkomen uit onze Analyse. Alvorens dit te doen geven wij een korte beschrijving van het verschil tussen de toets in het dividendbeleid van PZEM d.d. september 2021 (Dividendbeleid) en de vermogenstoets in de Dividend Notitie.

Schematisch overzicht onderdelen van het door PZEM voorgestelde dividend



Analyse – Introductie en aanpak

De berekening in de Dividend Notitie, als onderbouwing van de voorgestelde dividenduitkering van EUR 92 miljoen door PZEM, wijkt af van de berekening in het Dividendbeleid van PZEM. De Dividend Notitie beoogt beter rekening te houden met alle vermogenscomponenten van PZEM en ontwikkelingen op de energiemarkt

Dividendbeleid september 2021 (het *Dividendbeleid*)

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

Ontwikkelingen sinds september 2021

- Sinds september 2021 zijn elektriciteitsprijzen sterk gestegen. Dat heeft invloed op de liquiditeitspositie van PZEM. Er is sprake van hogere debiteurenstanden en daarnaast dienen meer bedragen als zekerheid te worden gesteld voor het handelen op de beurs (ter waarborg dat PZEM haar leveringsverplichting kan nakomen, zogenaamde margin-verplichtingen). Dit betekent dat PZEM over een lager bedrag aan liquide middelen beschikt als verwacht in september 2021. Overigens is dit laatste probleem naar verwachting tijdelijk aangezien PZEM vanaf december 2021 de productie van elektriciteit van de kerncentrale niet meer van te voren verkoopt.
- Het gevolg hiervan is dat op basis van de berekening van de beschikbare liquide middelen (per 31 december 2021 EUR 766 miljoen) en de geactualiseerde sluitingskosten van de kerncentrale (EUR 1.081 miljoen) niet tot een dividendvoorstel zou kunnen worden gekomen, immers het bedrag aan mogelijke verplichting is hoger dan het bedrag aan beschikbare liquiditeiten.

Dividendvoorstel mei 2022 (de *Dividend Notitie*)

- De berekening in het dividendbeleid van PZEM 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 worden.
- Dat betekent ook dat gerekend kan worden met vermogenscomponenten van PZEM die nog niet liquide zijn, maar in de toekomst in liquide middelen kunnen worden omgezet, zoals bijvoorbeeld materiële vaste activa en werkkapitaal.

- Naar wij hebben begrepen is PZEM met deze kennis in het achterhoofd na gaan denken hoe het dividendbeleid verder gepreciseerd kan worden om toch tot een dividenduitkering van EUR 92 miljoen over te kunnen gaan.
- Dit heeft ertoe geleid dat in de Dividend Notitie wordt gerekend met het beschikbare eigen vermogen van PZEM, waarbij verondersteld wordt dat dit eigen vermogen tot en met 2033 (€ 1,6 miljard) kan worden omgezet in liquide middelen en derhalve kan worden uitgekeerd.
- De tegenhanger is dat er nieuwe verplichtingen zijn vanwege de hogere elektriciteitsprijzen, doordat bij een sluiting van de kerncentrale, PZEM wel elektriciteit moet kunnen leveren tegen de afgesproken vaste prijzen met tegenpartijen die lager zijn dan waarvoor PZEM de elektriciteit dan moet kopen.
- Van het resultaat van PZEM in 2021 (EUR 235,1 miljoen) is EUR 150,3 miljoen gerelateerd aan een opwaardering van EPZ. Als de KCB vervroegd wordt gesloten, zal dit bedrag tezamen met de reguliere waarde van EPZ in de boeken van PZEM niet worden terugverdiend.

Onze observaties

- Wij begrijpen de motivatie van PZEM om te komen tot een andere grondslag voor de toets of PZEM in staat is de verplichting van een vervroegde permanente sluiting van KCB te kunnen voldoen en naar onze mening is deze methode meer passend met de doelstelling van het Dividendbeleid om te bezien welke bedragen PZEM kan uitkeren zonder dat zij niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen:
 - alle vermogenscomponenten van PZEM worden in ogenschouw genomen, dus niet alleen liquide middelen;
 - er wordt rekening gehouden met de gevolgen van de ontwikkelingen op de energiemarkt die, naar is gebleken, een zeer grote invloed op PZEM kunnen hebben.

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

Introductie

- De KCB is voor PZEM – afgezien van wholesale / SLOE centrale die momenteel in de verkoop staan – de enige productiefaciliteit van belang. Dit maakt dat PZEM afhankelijk is voor haar inkomsten 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 PZEM (voor 70% en RWE voor 30%), PZEM verantwoordelijk is voor het vergoeden van 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 PZEM (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 betaald. Voor de brandstofkosten is afzonderlijk bepaald dat die vergoed zullen worden door de tollers. PZEM heeft ons aangegeven het ook tot haar maatschappelijke verantwoordelijkheid te rekenen om in haar aandeel in de sluitingskosten te voorzien (zoals doorgaande exploitatiekosten). PZEM vindt 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 sluiting te dragen. Of RWE ook eenzelfde verantwoordelijkheid voelt is niet bekend bij EPZ of PZEM, maar wel belangrijk als het risico daadwerkelijk optreedt.
- Een voortijdige sluiting van de kerncentrale kan worden veroorzaakt door: van buiten komend onheil, een technische storing, waarbij geconstateerd wordt dat de reactor niet meer gerepareerd kan worden en/of politieke besluitvorming. Bij een onverwachte vervroegde sluiting van de kerncentrale is ten opzichte van de geplande sluiting in 2033 sprake van doorlopende kosten, additionele uitgaven en nog af te wikkelen bedragen die nog niet zijn vergoed door de tollers van EPZ.
- Door EPZ is een opstelling gemaakt van de jaarlijkse bedragen die PZEM moet voldoen aan EPZ, in het geval van sluiting van de kerncentrale op 1 juli 2022, zodanig dat EPZ de exploitatie van de kerncentrale inclusief amovering en de afwikkeling van de splijstofelementen kan betalen.

- De opstelling van EPZ is voornamelijk gebaseerd op volgende vier elementen, welke hieronder nader zijn toegelicht:

- *Opbouw van de amoveringsvoorziening;*
- *Terugverdienen van investeringen;*
- *Afwikkelen van splijstofelementen (brandstofkosten);*
- *Dekking van resterende exploitatiekosten.*

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

Opbouw van de amoveringsvoorziening

- 1 De voorziening voor amovering van de kerncentrale wordt opgebouwd gedurende de exploitatie van de kerncentrale tot en met 2033. Als de kerncentrale vervroegd sluit, moet de opbouw van de voorziening tot het verwachte bedrag voor de amovering alsnog over de resterende periode tot en met 2033 worden betaald.

Terugverdienen van investeringen

- 2 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 derhalve alsnog moeten worden betaald.

Afwikkelen van splijstofelementen

- Er zijn contracten afgesloten door EPZ voor de aanschaf en fabricage van splijststoffen voor nagenoeg de volledige periode tot en met 2033 zijn contracten afgesloten), voor de opwerking en de opslag van (hoogradioactieve) afvalstoffen die bij een vervroegde sluiting niet volledig kunnen worden benut (contracten zijn voor de gehele periode tot en met 2033 afgesloten). Het ligt volgens EPZ in de lijn der verwachting dat de contractpartijen compensatie eisen voor de dan gemiste inkomsten. De contracten zijn niet zo specifiek dat voor alle situaties een vergoeding is te berekenen.

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

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

3 Afwikkelen van splijstofelementen (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 er:
 - a) nieuwe splijstofelementen zijn opgenomen in het splijststofopslagbassin die besmet zijn, omdat in dit bassin ook de ontladen bestraalde splijstofelementen zijn opgenomen,
 - b) de afvoer van bestraalde elementen niet optimaal is met een relatief hoog aantal af te voeren elementen; en
 - c) nog elementen in de reactor zijn die ook afgevoerd moeten worden
- Naast de reguliere restkosten voor de gebruikte elementen, vormen met name de onbestraalde nieuwe 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 de vergunningen worden verkregen voor de transporten met deze containers door Nederland, België en Frankrijk. EPZ verwacht dat dit proces een zeer geruime tijd vergen.
- Door het hogere aantal splijstofelementen, de benodigde afkoelperiode, maar vooral de complicaties van het traject om met name de (onbestraalde) 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 in 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 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.

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

Beschrijving raming sluitingskosten voor PZEM opgesteld door EPZ

- PZEM heeft, op basis van informatie aangereikt door EPZ, de hiernaast gepresenteerde raming van de sluitingskosten van KCB per 1 juli 2022 opgesteld.
- EPZ heeft twee sluitingscenario's gedefinieerd:
 - Scenario 1: een reguliere sluiting van de kerncentrale per 31 december 2033; en
 - Scenario 2: een acute ongeplande sluiting (op enige moment).
- Aan de raming van de sluitingskosten van KCB in de Dividend Notitie ligt Scenario 2 ten grondslag, specifiek in het geval van een acute ongeplande sluiting per 1 juli 2022.
- In de raming 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 PZEM over de kerncentrale kan beschikken tot en met 2033, met daartegenover de maatschappelijke verplichting van PZEM 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 PZEM voor 70% eigenaar is van EPZ en ook voor 70% gerechtigd is tot het gebruik van de kerncentrale, komen ook de kosten van een voortijdige sluiting naar verwachting voor 70% ten laste van PZEM.
- De kostenvergoeding van PZEM aan EPZ zal niet onmiddellijk voor het gehele bedrag zijn, maar zal gespreid in de tijd tussen 1 juli 2022 en 31 december 2033 (per 31 december 2033 start de amoveringsfase) 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/PZEM.

	Totaal
1 Exploitatiekosten	586
2 Brandstofkosten	462
3 Dotaties voorzieningen	398
4 Vergoeding voor afschrijvingen	159
5 Afwikkeling werkkapitaal per 1-7-2022	(40)
6 Boekwaarde overige activa	(21)
7 <u>Beleggingsresultaat</u>	<u>--</u>
Totale kasstroom (op een 100%-basis)	1.544
8 <u>Totaal benodigd voor EPZ door PZEM (op een 70%-basis)*</u>	<u>1.081</u>

** In aanvulling op de reeds aanwezige middelen in het amoveringsfonds van EPZ op 1 juli 2022*

Bron: EPZ / PZEM

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

Beschrijving raming sluitingskosten voor PZEM opgesteld door EPZ (vervolg)

1 Exploitatiekosten: De jaarlijkse exploitatiekosten zijn door EPZ gebaseerd op het budget 2022 van EPZ en is qua hoogte in lijn met het bedrag volgens de jaarrekening 2021.

- Over de jaren heen worden deze kosten geïndexeerd met 2%. Als gevolg van de veronderstelde sluiting per 1 juli 2022 nemen de exploitatiekosten geleidelijk af tot in 2032 een afname van 70% is gerealiseerd. Het resterende jaarlijkse bedrag komt overeen met wat in de eerste jaren na 2033 volgens de onderbouwing van de amoveringsvoorziening benodigd is.
- Ondanks de 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.

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 2021.

- Daarenboven verwacht EPZ aanzienlijke kosten met betrekking tot afkoop 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, ingeschat met significante onzekerheid.

3 Dotaties voorzieningen: Dit betreft onder meer de dotatie aan de voorziening voor de amovering van de kerncentrale (naast jaarlijkse kosten voor het afwickelen van laag en middel radioactief afval). De dotatie aan de voorziening amovering kerncentrale is over de gehele periode (juli 2022 tot en met december 2033) gelijk aan het benodigde doelvermogen per 31 december 2033 volgens de bijgestelde inschatting door een extern bureau in 2021 minus het reeds in de jaarrekening 2021 voorziene bedrag. Ook hier is gerekend met 2% inflatie.

- 4 Vergoeding voor afschrijvingen:** Het totaalbedrag aan afschrijvingen is gelijk aan de boekwaarde per 31 december 2021 volgens de jaarrekening van EPZ vermeerderd met nog EUR 5 miljoen aan investeringen in 2022.

5 Afwikkeling werkkapitaal: In punten 1 tot en met 4 worden toekomstige verwachte kasstromen opgesomd. Op de balans van EPZ staan echter ook posities die ontstaan zijn in het verleden en in de toekomst in een kasstroom zullen resulteren. De door EPZ geïdentificeerde positie per 31 december 2021 bedraagt EUR 39,9m (positief) en bestaat uit:

Vorderingen	EUR	7,6m
Liquide middelen	EUR	78,9m
Voorziening amovering conventionele eenheid	EUR -/-	6,0m
Voorziening personeelsbeloningen	EUR -/-	4,2m
Kortlopende schulden	EUR -/-	36,4m +
Totaal: (per 31 december 2021)	EUR	39,9m

- EPZ heeft aangegeven dat het niet verwacht dat deze positie op 1 juli 2022 materieel anders is.

6 Boekwaarde overige activa: Naast de kerncentrale, bezit EPZ ook een zonne- en windturbinepark. PZEM heeft de boekwaarde hiervan in aftrek gebracht van het totaalbedrag aan uitgaven.

7 Beleggingsresultaat: De middelen die verkregen worden van de tollers met betrekking tot de amovering van de kerncentrale worden door EPZ belegd. In de raming worden veiligheidshalve beleggingsopbrengsten buiten beschouwing gelaten. Hiermee wordt een buffer gecreëerd voor mogelijke tegenvallers in de amoveringsvoorziening bij latere herzieningen van de benodigde bedragen (indien mogelijk meer benodigd is dan in de huidige berekening van EPZ verwacht is) of negatieve beleggingsresultaten.

8 PZEM is voor 70% eigenaar van EPZ en deelnemer in de tollingovereenkomst en draagt ook 70% van de lasten conform de verwachting.

Uit de door EPZ opgestelde raming volgt op basis van de beschreven onderdelen een verplichting voor PZEM in verband met een acute sluiting van de kerncentrale op 1 juli 2022 van EUR 1.081 miljoen (70% van totaalbedrag).

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

Vergelijking met Holtkamp analyse

- In 2016 is in opdracht van de ANVS onderzoek gedaan naar de validatie van de onderliggende aannames m.b.t. de operationele kosten en kosten van mogelijke sluitingscenario's van de kerncentrale Borssele door de commissie Holtkamp (beschreven in het Holtkamp Rapport), waaronder Scenario 2, de grondslag voor de hiervoor beschreven raming door EPZ per 1 juli 2022.
- Een aanname die destijds door de commissie Holtkamp gevalideerd is betreft de additionele kosten, investeringen en besparingen in het geval van directe uitbedrijfname en ontmanteling van de kerncentrale per 2017. Dit scenario kwam uit op een extra benodigd bedrag van EUR 1 miljard tot EUR 1,3 miljard. Let wel, dit is een prognose van de kosten op centrale-niveau en een 100%-basis (terwijl PZEM voor 70% aandeelhouder van EPZ is).
- De commissie Holtkamp was van mening dat deze kosteninschattingen in het algemeen en de additionele kosten in het bijzonder op een adequate en goed onderbouwde wijze zijn uitgevoerd. Hierbij wordt wel gewezen op de grote onzekerheden die zijn verbonden aan de financiële gevolgen van de afkoop dan wel ontbinding van de lopende contracten m.b.t. de aankoop van de brandstoffen en de afvoer van de restproducten. Daarnaast wordt door de commissie Holtkamp benoemd dat door de langere duur van de post-operationele fase en de grote onzekerheid waarmee rekening moet worden gehouden, dit scenario een *'substantieel financieel risico'* met zich meebrengt.
- Wij hebben in het kader van onze Analyse aan EPZ verzocht om de ramingen ten tijde van Holtkamp (die leiden tot EUR 1 miljard tot EUR 1,3 miljard tekort) te vergelijken met de huidige inschatting. EPZ heeft niet de gedetailleerde onderbouwing van Holtkamp ter beschikking, alleen een globale onderbouwing (die onder strikte geheimhouding aan EPZ is verstrekt). EPZ heeft aangegeven dat destijds bouwstenen voor de bedragen zijn aangeleverd aan Holtkamp, maar niet de uiteindelijke opstelling die leidt tot de onderbouwing van gemiddeld € 1,15 miljard extra kosten voor de centrale. Een vergelijking op detailniveau heeft volgens EPZ derhalve weinig zin, aangezien de samenstelling van de onderliggende bedragen van Holtkamp niet bekend is.
- Op totaalniveau kan gesteld worden dat het kostenniveau dat door EPZ wordt ingeschat op EUR 1,544 miljard hoger ligt dan het bedrag ten tijde van Holtkamp ad EUR 1,15 miljard.
- Op hoofdlijnen is het bedrag dat EPZ in de Dividend Notitie calculeert (gebaseerd op 100%) circa EUR 400 miljoen hoger. Belangrijke oorzaken hiervan zijn:
 - Er wordt nu gerekend met een langere post-operationele fase (in 2016 7-9 jaar, nu feitelijk tenminste 11,5 jaar (tot en met 2033, maar in de voorziening amovering wordt ook nog gerekend met 3 jaar afvoer)). Wij hebben begrepen van EPZ dat er nog veel onduidelijk is ten aanzien van de ontmanteling van de kerncentrale en dat zij, mede vanwege de ervaringen met de kolencentrale, de ervaringen die in ander landen worden opgedaan met amovering en de onzekerheden met betrekking tot de afvoer van onbestraalde elementen, de termijn hebben verlengd.
 - De extra benodigde bedragen voor brandstofkosten lijken nu lager te zijn dan destijds. Een belangrijk verschil is wel dat in de periode vanaf 2016 de extra kosten voor een deel van het restproduct, dat voortvloeit uit de opwerking voor de gehele contractperiode tot en met 2033, is afgerekend in de periode 2017 tot en met heden.
 - De uitgaven inzake de voorziening amovering /restkern zijn in Holtkamp tegen contante waarde berekend, maar aan de andere kant was in 2016 minder opgebouwd en zijn er 2 herzieningen van het benodigd doelvermogen geweest die tot hogere dotaties leiden. Het nu benodigd bedrag is gebaseerd op basis van de huidige inzichten ten aanzien van de bedragen die PZEM uiteindelijk moet betalen en dus op een andere basis. In verband hiermee zijn de uiteindelijke uitgaven hoger.
 - In 2016 is uitgegaan van de uitgaven die EPZ moet doen, waarbij er geen rekening mee lijkt te zijn gehouden dat er ook toen voorzieningen waren voor amovering/restkosten die (gedeeltelijk) belegd waren in vaste activa. Om uiteindelijk het bedrag van de voorziening liquide beschikbaar te krijgen moeten de afschrijvingen in de exploitatie worden terugverdiend. Als dat niet kan vanwege een acute sluiting zijn deze bedragen alsnog te dekken. In de berekeningen van EPZ is hier nu wel rekening mee gehouden.
- Zoals aangegeven is een gedetailleerd vergelijking tussen het Holtkamp Rapport en de Dividend Notitie niet mogelijk. Na vergelijking van de berekening van EPZ met de kosten van de huidige exploitatie zien wij geen aanleiding om te veronderstellen dat er in de berekening relevante elementen ontbreken.

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

Vergelijking met notitie Dividendbeleid PZEM vanaf het boekjaar 2021 d.d. 22 september 2021

- Per 22 september 2021 heeft PZEM het dividendbeleid vanaf het boekjaar 2021 neergelegd in een notitie (het Dividendbeleid).
- In deze notitie wordt een bedrag aan actuele sluitingskosten genoemd van EUR 964 miljoen.
- Een belangrijke aanpassing in de Dividend Notitie in vergelijking met het Dividendbeleid betreft de mogelijke datum van acute sluiting. In het Dividendbeleid was deze nog op 1 januari 2023 als eerste mogelijke datum ingeschat. In de Dividend Notitie is consequent gerekend met alle bedragen naar de datum 1 juli 2022 en vandaar dat de sluitingskosten ook hoger uitvallen vanwege de langere exploitatieperiode tot en met 31 december 2033 (reguliere sluitingsdatum).
- Vervolgens wordt in de Dividend Notitie niet gerekend met beleggingsopbrengsten (in het Dividendbeleid werd 50% van de verwachte opbrengst inbegrepen). PZEM merkt het niet meenemen van beleggingsopbrengsten in de dividendberekening aan als het meest conservatieve scenario en vind dit passend in het licht van een herziening van de tollingovereenkomst. Het niet meenemen van beleggingsopbrengsten houdt in dat eventuele tegenvallers in de amoveringsvoorziening bij toekomstige herzieningen kunnen worden gedekt uit de mogelijke beleggingsopbrengsten.
- Daarnaast zijn er aanpassingen vanwege actualisatie aan de hand van de balanspositie materiële vaste activa per 31 december 2022 (EUR 8 miljoen), herziening van het doelvermogen van de amoveringsvoorziening (EUR 32 miljoen), beschikbaar werkkapitaal EPZ (voordeel EUR 28 miljoen) en waardering resterende activa EPZ zonne- en windpark (voordeel EUR 15 miljoen).

Analyse op hoofdlijnen van het verschil bedrag in Dividendbeleid en Dividend Notitie	in EUR miljoen
Bedrag benodigd voor acute sluiting KCB volgens Dividendbeleid	964
Aanpassing voor sluiting per 1 juli 2022 in plaats van 1 januari 2023	35
Aanpassing voor het niet meerekenen van beleggingsopbrengsten	84
Overige aanpassingen, met name actualisatie van bedragen	-2
Totaal aanpassingen	117
Bedrag benodigd voor acute sluiting KCB volgens Dividend Notitie	1.081

Analyse – Deel I

Een analyse van de door PZEM te verwachte uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale per 1 juli 2022

Onze bevindingen en overwegingen

- * 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 merken op dat vanwege de huidige (relatief hoge elektriciteitsprijzen) eventuele reparatiekosten van een technische storing van de kerncentrale mogelijk kunnen worden terugverdiend zodat het 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 dit 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.
- 1 Van groot belang voor de inschatting van de toekomstige exploitatiekosten is de logistieke operatie om de splijtstofelementen uit het complex te verwijderen. Nu wordt er van uitgegaan 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 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 dit tijdens de ontwikkelfase).
- 2 De inschattingen van EPZ zijn per definitie (zeer) onzeker vooral met betrekking tot de brandstofkosten. Dit hangt samen met het feit dat de gevolgen van een vervroegde sluiting globale inschattingen zijn, wat gezien de gevolgen van met name hoe om te gaan met doorlopende contracten in geval van sluiting, respectievelijk de onbestraalde (radioactieve) elementen niet eenvoudig lijkt en op onderdelen pas duidelijk zal worden als contracten ter zake worden uitonderhandeld.

Gezien de onzekerheden met betrekking tot brandstofkosten is een afwijking ten opzichte van de door EPZ opgestelde raming, indien daadwerkelijk de voortijdige sluiting aan de orde is, mogelijk aanzienlijk. Dit kan zowel positief als negatief zijn.
- 3 Wij hebben de raming van de post dotatie voorzieningen en afschrijvingen vergeleken met de overeenkomstige bedragen in de jaarrekening 2021 van EPZ (voor amoveringsvoorziening op het bedrag dat als doelvermogen voor de voorziening is gehanteerd) en hebben geen afwijking geconstateerd. Niettemin blijft het benodigde bedrag voor de amovering onzeker omdat dit tot en met einde amovering in 2045 bij herzieningen nog kan wijzigen. Uit een door ons uitgevoerde gevoeligheidsanalyse blijkt dat indien de jaarlijks veronderstelde inflatie niet 2% maar 3% is, de amoveringskosten EUR 91 miljoen hoger zullen zijn dan door EPZ begroot.
- 4
- 5 Wij hebben de af te wikkelen positie van het werkkapitaal vergelijken met de overeenkomstige bedragen in de jaarrekening 2021 van EPZ en hebben geen indicaties dat er overige posten buiten beschouwing zijn gelaten.
- 6 De verwachte waarde van het wind- en zonnepark is gelijk gesteld aan de boekwaarde van de desbetreffende materiële vaste activa. Gezien het relatief beperkte belang hebben wij dit niet verder geanalyseerd.
- 7 In de kostenraming van EPZ is geen rekening gehouden met beleggingsopbrengsten. Ons is uitgelegd dat eventuele beleggingsopbrengsten kunnen dienen als buffer voor mogelijk hogere daadwerkelijke amoveringskosten. In de herziening van de tollingovereenkomst wordt om deze reden ook pas uitgegaan van het vrijkomen van de beleggingsopbrengsten na afloop amovering..
- * De nu gemaakte berekening van de uitgaven bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale is in vergelijking met de Holtkamp berekening meer inzichtelijk door de structuur van de tollingovereenkomst te volgen voor de jaarlijks te betalen bedragen door PZEM. De Holtkamp berekening is een zelfstandige berekening van de uitgaven gerekend naar één tijdstip (2017).
- * Ten opzichte van het berekende bedrag in het Dividendbeleid (september 2021) is de huidige berekening consistent voor wat betreft datum inschatting beschikbare middelen bij PZEM en de mogelijke verplichting bij een onverwachte vroegtijdige sluiting van de kerncentrale door beide op 1 juli 2022 te bepalen. Een belangrijk verschil is het niet meer rekenen met beleggingsopbrengsten conform wat wij bij 7 hebben vermeld.
- * Zoals hiervoor is vermeld, zijn diverse componenten van de uitgaven zeer onzeker, maar deze biedt wel een basis om de inschatting komende jaren kritisch te volgen.

Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

Introductie

- Alvorens dividend te kunnen uitkeren, zal aan een aantal wettelijke eisen moeten worden voldaan:
 - Een eerste test is of het eigen vermogen van PZEM voldoende ruimte biedt om een uitkering te kunnen doen, dit betreft de balanstest; en
 - Uit de volgende test, de uitkeringstoets (toets 2), zal 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 PZEM voor haar exploitatie afhankelijk is van het functioneren van deze centrale en dat PZEM de gevolgen van het niet functioneren van de kerncentrale op basis van haar afweging moet kunnen opvangen, heeft PZEM zichzelf een additionele toets opgelegd in het vastgestelde dividendbeleid: het aanwezige vermogen in PZEM, na dividenduitkering, zal voldoende moeten zijn om bij een onverwachte en vervroegde sluiting van KCB alle daarmee verband houdende verplichting te dekken (toets 3).
- De hiervoor benoemde drie toetsen zijn door PZEM uitgevoerd en beschreven in de Dividend Notitie. In deze paragraaf van ons rapport geven wij een samenvatting van de drie toetsen en presenteren wij onze bevindingen en overwegingen uit onze Analyse:

- 1 Balanstoets;
- 2 Uitkeringstoets; en
- 3 Analyse toereikendheid eigen vermogen

1

1. Balanstoets

Introductie

- De algemene vergadering 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.

Beschrijving analyse van PZEM

- De door PZEM opgestelde balanstoets begint met de presentatie van de vrij uitkeerbare reserves per 31 december 2021, vervolgens vermeerderd met het gerealiseerde resultaat in de periode 1 januari 2022 tot en met 28 februari 2022, resulterend in een vrij uitkeerbaar vermogen op 28 februari 2022 van EUR 1.548 miljoen.
- PZEM concludeert dat de vrij uitkeerbare reserves van PZEM de beoogde dividenduitkering van EUR 92 miljoen (ruimschoots) overstijgen en dat er derhalve, op basis van deze toets, geen belemmering is voor de beoogde dividenduitkering.

Balanstoets (opgesteld door PZEM)	in EUR miljoen
Vrij uitkeerbare reserves PZEM per 31 december 2021	1.533
+ resultaat PZEM in de periode 1 januari 2022 tot en met 28 februari 2022	15
Vrij uitkeerbare reserves PZEM per 28 februari 2022	1.548

Onze bevindingen en overwegingen

- Van PZEM begrijpen wij dat het totale eigen vermogen per 31 december 2021 EUR 1.651 miljoen bedraagt en dat dit bestaat uit EUR 1.298 miljoen *overige reserves* en EUR 235 miljoen *onverdeeld resultaat*, tezamen de vrij uitkeerbare reserves van EUR 1.533 miljoen. Het overige vermogen heeft betrekking op gestort aandelenkapitaal, wettelijke reserves, hedgereserves en overige niet-uitkeerbare reserves (samen EUR 118 miljoen). Wij lezen deze bedragen af uit de gecontroleerde jaarrekening 2021 van PZEM en hebben geen bevindingen ten aanzien van dit onderdeel.

Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

1

1. Balanstoets (vervolg)

Onze bevindingen en overwegingen (vervolg)

- De aan ons ter beschikking gestelde management rapportage toont een gerealiseerd geconsolideerde resultaat voor PZEM van EUR 15,4 miljoen in de periode 1 januari 2022 tot en met 28 februari 2022, vergelijkbaar met het door PZEM gehanteerde getal in de balanstoets.
- Artikel 2:105 lid 4 BW schrijft voor dat de vermogensopstelling betrekking dient te hebben op de 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. Aangezien de balanstoets van PZEM is gebaseerd op de vrij uitkeerbare reserves per 28 februari 2022 (einde dag of 1 maart begin van de dag), dient het besluit tot uitkering niet later dan 1 juni 2022 genomen te zijn. Na 1 juni 2022 dient de balanstoets te worden geactualiseerd. Gezien de hoogte van de beschikbare reserves (EUR 1,5 miljard) in vergelijking met het voorgestelde dividend (EUR 92 miljoen) zal naar verwachting een dergelijke actualisatie geen gevolgen hebben voor de conclusie van PZEM.

2

2. Uitkeringstoets

Introductie

- 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, maar het beste inzicht wordt 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.

Beschrijving analyse van PZEM

- De analyse van PZEM start met de presentatie van de beschikbare liquiditeit op 28 februari 2022, bestaande uit liquide middelen, deposito's en effecten, voor een totaal bedrag van EUR 795 miljoen.
- Vervolgens stelt PZEM dat deze positie zal aangroeien tot EUR 1.057 miljoen (vóór dividenduitkering) tot en met 30 juni 2022 en dat de verwachte kasstroom in de periode 1 juli 2022 tot en met 30 juni 2023 EUR 183 miljoen zal bedragen.
- PZEM concludeert vervolgens dat de beoogde dividenduitkering van EUR 92 miljoen mogelijk is op basis van de uitkeringstoets.

Uitkeringstoets (opgesteld door PZEM)	in EUR miljoen	
Beschikbare liquiditeit van PZEM per 28 februari 2022	795	1
Verwachte kasstroom 1 maart 2022 tot en met 30 juni 2022	262	2
Verwachting beschikbare liquiditeit van PZEM per 30 juni 2022 (vóór dividenduitkering)	1.057	
Verwachte kasstroom 1 juli 2022 tot en met 30 juni 2023	183	2
Verwachte beschikbare liquiditeit van PZEM per 30 juni 2023 (vóór dividenduitkering)	1.240	

Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

2

2. Uitkeringstoets (vervolg)

Onze bevindingen en overwegingen

- 1 Het startpunt van de uitkeringstoets, zoals opgesteld door PZEM, zijn de beschikbare liquiditeiten van PZEM op 31 december 2021 ad EUR 766 miljoen. We begrijpen dat dit alleen liquiditeiten betreft die onder controle staan van PZEM (c.q. de eigen kaspositie), wat inhoudt dat de liquiditeiten in EPZ en die verband houden met de Sloecentrale buiten beschouwing zijn gelaten.
 - Derhalve komt het bedrag aan liquiditeiten uit de jaarrekening 2021 van PZEM niet overeen met het bedrag aan liquide middelen in de uitkeringstoets. Maar, we begrijpen op basis van gesprekken met PZEM dat in de uitkeringstoets is inbegrepen:
 - liquide middelen à EUR 119 miljoen, aangesloten met een screenshot van het boekhoudsysteem van PZEM met standen per 31 december 2021; en
 - bancaire deposito's, obligaties en effecten à EUR 647 miljoen, zoals beschreven op pagina 70 van het jaarverslag 2021 van PZEM.
- 2 PZEM heeft in de uitkeringstoets de beschikbare liquiditeiten op 30 juni 2023, één jaar na de beoogde uitkering van het voorgestelde dividend, ingeschat op basis van een versimpelde kasstroom. In deze versimpelde kasstroom zijn bijvoorbeeld investeringen, het betalen van aflossingen en rente op schulden en belastingen niet meegenomen.
 - Derhalve hebben wij, met additionele inputs van PZEM, een alternatieve opstelling gemaakt, gebaseerd op de werkelijk door PZEM verwachte ontwikkeling in kaspositie, op basis van de geprognosticeerde kasstroom uit operationele-, investerings- en financiële activiteiten van PZEM, uit het Budget 2022 / 2023:
 - *1 januari 2022 tot en met 31 december 2022*: Uit de maandrapportage februari 2022 van PZEM blijkt een geprognosticeerde ontwikkeling van de eigen kaspositie van PZEM (excl. uitzettingen c.q. beleggingen) à EUR 267 miljoen; en

- *1 januari 2023 tot en met 30 juni 2023*: Het ondernemingsplan van PZEM voor de jaren 2022-2026 toont voor 2023 een geprognosticeerde ontwikkeling van de eigen kaspositie van PZEM (excl. uitzettingen) à EUR 25,8 miljoen. We begrijpen van PZEM dat hierop te corrigeren is:
 - a) het vervallen van het dividend uit Evides na verkoop aan GBE Aqua; en
 - b) de hogere verwachte brutomarge op de verkoop van de elektriciteit die is opgewekt door EPZ vanwege een stijging in elektriciteitsprijs.

PZEM schat vervolgens in dat de geactualiseerde (eigen) kasstroom voor 2023 zo'n EUR 115 miljoen zal bedragen, waarbij we begrijpen dat er nog geen rekening is gehouden met:

- a) een hoger verwacht resultaat op de handelsactiviteiten van PZEM (Trading) (*effect: kasstroom neemt toe*);
- b) een afname van de vorderingen op klanten vanwege een lager verwacht prijsniveau (op basis van forwardprijzen per 28 februari 2022) volgens de markt (*effect: kasstroom neemt toe*); en
- c) mogelijke additionele stortingen uit hoofde van margin-verplichtingen (zie pagina 20 voor nadere toelichting) bij stijgende elektriciteitsprijzen of wanneer door contractpartijen extra zekerheden worden gevraagd wat ook een reëel risico is (*effect: kasstroom neemt af*).

We begrijpen van PZEM dat er geen halfjaarlijkse kasstroomprognose beschikbaar is. Om toch tot een kasstroom voor de periode 1 januari 2023 tot en met 30 juni 2023 te komen, is het volgende verondersteld:

- a) De kerncentrale ligt in het eerste half jaar tijdelijk (gepland) stil vanwege een periodieke splijststofwissel;
- b) De door PZEM geprognosticeerde kasstroom van EUR 115 miljoen voor het hele jaar is derhalve pro-rata te verdelen op basis van de verwachte beschikbaarheid van de centrale.
- c) PZEM berekent een verhouding 46%/54%, resulterende in een verwachte eigen kasstroom voor de periode van 1 januari 2023 tot en met 30 juni 2023 van EUR 53 miljoen.

Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

2

2. Uitkeringstoets (vervolg)

Onze bevindingen en overwegingen (vervolg)

- Vervolgens resulteert, bij het voortgaan van het betalen van haar verplichtingen, een verwachte beschikbare liquiditeit van PZEM per 30 juni 2023 van EUR 1.086 miljoen (vóór dividenduitkering).
- We merken nogmaals op dat hierin geen rekening is gehouden met het hoger verwachte resultaat op de handelsactiviteiten van PZEM en een afname van het werkkapitaalbeslag, waardoor – op basis van huidige inzichten – de positie van beschikbare liquiditeiten van PZEM per 30 juni 2023 naar verwachting hoger zal liggen.

Alternatieve opstelling van de uitkeringstoets	in EUR miljoen
Liquide middelen van PZEM per 31 december 2021	119
Deposito's en effecten van PZEM per 31 december 2021	647
Beschikbare liquiditeit van PZEM per 31 december 2021 (jaarrekening PZEM 2021)	766
Verwachte ontwikkeling kaspositie 1 januari 2022 tot en met 31 december 2022	267
Verwachte ontwikkeling kaspositie 1 januari 2023 tot en met 30 juni 2023	53
Verwachte beschikbare liquiditeit van PZEM per 30 juni 2023	1.086

- Het bedrag uit de alternatieve opstelling komt ruim EUR 150 miljoen lager uit dan het bedrag op basis van de versimpelde kasstroombenadering van PZEM. Niettemin blijkt uit beide benaderingen dat een uitkering van EUR 92 miljoen niet bezwaarlijk zou hoeven zijn.

3

3. Analyse vanuit eigen vermogen

Introductie

- Als laatste toets resteert een analyse op basis van het (meer restrictieve) dividendbeleid van PZEM. 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.

Beschrijving analyse van PZEM

- De analyse van PZEM veronderstelt een definitieve sluiting van KCB per 1 juli 2022. Op basis van informatie aangereikt door EPZ, schat PZEM de benodigde kosten voortkomend uit de onverwachte en vroegtijdige sluiting van KCB, waarvoor zij een verplichting heeft, op EUR 1.081 miljoen. De kosten zullen naar verwachting in een periode van 11,5 jaar gerealiseerd worden (zie voor een verdere beschrijving van deze kosten de paragraaf *Analyse – Deel I* van dit rapport).
- PZEM heeft de elektriciteit die door EPZ (de KCB) wordt opgewekt deels tot en met 31 december 2024 verkocht op basis van haar hedgepolicy. Deze policy houdt in dat elk jaar 25% wordt verkocht van de productiecapaciteit voor een komende leveringsjaar, beginnend 3 jaar voor het desbetreffende jaar. Dit betekent dat van het komende leveringsjaar 75% van te voren is verkocht maar voor het leveringsjaar 2 jaar later 25%. Met andere woorden de prijzen voor de te leveren elektriciteit worden steeds meer vastgezet, naarmate de levering dichterbij komt. Hiermee heeft PZEM voor een groot deel zekerheid verkregen over de verkoopprijs van deze elektriciteit. De keerzijde is dat er gelijktijdig een leveringsverplichting voor PZEM is ontstaan. Indien PZEM 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 PZEM de benodigde elektriciteit tegen de dan geldende marktprijs inkopen.
- In verband met de gestegen elektriciteitsprijzen (sinds december 2021) is de waarde van deze leveringsverplichting ook sterk gestegen. PZEM heeft op basis van marktinformatie d.d. 28 februari 2022 berekend dat de verplichting uit hoofde van leveringscontracten in verband met de kerncentrale EUR 321 miljoen bedraagt per 30 juni 2022 (het verschil tussen de verkoopprijzen en de marktprijs op dat moment). In december 2021 heeft PZEM er overigens voor gekozen om niet langer de opbrengsten van de kerncentrale van te voren te verkopen en derhalve neemt deze leveringsverplichting af in de toekomst (bij gelijke prijzen).

Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

3

3. Analyse vanuit eigen vermogen (vervolg)

Beschrijving analyse van PZEM (vervolg)

- Overigens dient PZEM nu al als zekerheid voor de tegenpartijen bedragen op een bankrekening ten name van een derde te storten in de vorm van een zogenaamde margin call, zodat de tegenpartij zekerheid heeft dat PZEM aan haar leveringsverplichting kan voldoen. Dit gaat ten koste van de liquiditeit en dit effect is al verwerkt in de berekening van de beschikbare liquiditeiten. Door de afname van de leveringsverplichting neemt bij een prijsontwikkeling conform de forwardprijzen volgens de markt per 28 februari 2022 ook het bedrag ten aanzien van de margin calls af, wat een belangrijke oorzaak is van de verbetering in de liquiditeitspositie tot en met juni 2023.
- Om de hiervoor benodigde kosten vanwege een onverwachte vroegtijdige sluiting van KCB (op 1 juli 2022) te kunnen voldoen, veronderstelt PZEM dat het op 30 juni 2022 aanwezige eigen vermogen van PZEM, exclusief de hedgereserve en vermogenselementen die betrekking hebben op EPZ/KCB, gerealiseerd / te gelde gemaakt kan worden via de afwikkeling van het werkkapitaal, langlopende verplichtingen en verkoop van activa.
- Het door PZEM verwachte eigen vermogen (exclusief hedgereserve) van PZEM op 30 juni 2022 is EUR 1.690 miljoen. Hierin is inbegrepen de deelnemingswaarde van EPZ EUR 208 miljoen van EPZ. Aangezien de opbrengsten en kosten van EPZ bij sluiting van KCB reeds separaat zijn ingeschat, zal de resterende waarde van de deelnemingswaarde van EPZ nihil bedragen.
- PZEM concludeert vervolgens dat de resulterende dividendcapaciteit EUR 80 miljoen bedraagt, waardoor er een tekort van EUR 12 miljoen resulteert bij de voorgestelde dividenduitkering van EUR 92 miljoen.
- Door PZEM is overigens aangegeven dat naar de stand per 10 mei 2022, de prijs volgens de forwardmarkt hoger is dan per 28 februari 2022, waardoor de leveringsverplichting hoger ligt per 30 juni 2022, namelijk EUR 447 miljoen in plaats van EUR 321 miljoen. Hiertegenover staat dat bij hogere prijzen (en gelijkblijvende volumes) de resultaatverwachting hoger zal zijn.
- De verwachtingen ten aanzien van elektriciteitsprijzen veranderen van dag tot dag, waarbij er in de Dividend Notitie door PZEM is gekozen om de datum voor toekomstige elektriciteitsprijzen te fixeren op 28 februari 2022 (i.e. de eerste versie van de berekening).

Analyse toereikendheid eigen vermogen (opgesteld door PZEM)		in EUR miljoen
Eigen vermogen van PZEM (uit jaarrekening 2021) per 31 december 2021		1.651
Af: hedgereserve (uit jaarrekening 2021) per 31 december 2021		-/- 27
Plus: resultaat 1 januari 2022 tot en met 28 februari 2022		15
Plus: verwacht resultaat 1 maart 2022 tot en met 30 juni 2022		51
Verwacht eigen vermogen van PZEM (exclusief hedgereserve) per 30 juni 2022		1.690
Af: verplichting i.v.m. sluiting EPZ/KCB per 30 juni 2022		-/- 1.081
Af: waarde leveringsverplichtingen (o.b.v. marktdata per 28 februari 2022)		-/- 321
Af: niet-realiseerbare activawaarde EPZ in het eigen vermogen		-/- 208
Beschikbaar voor dividend		80
Af: voorgestelde dividenduitkering		-/- 92
Tekort		-/- 12

Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

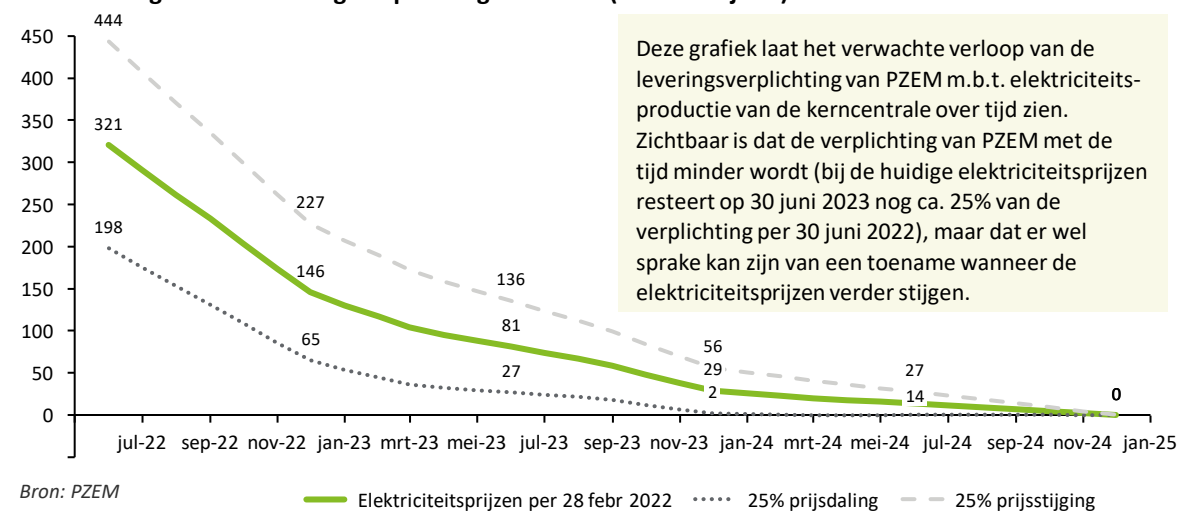
3

3. Analyse toereikendheid eigen vermogen (vervolg)

Beschrijving analyse van PZEM (vervolg)

- PZEM vindt het toch een verantwoordelijke keuze om een dividend van EUR 92 miljoen uit te keren wanneer het volgende in beschouwing wordt genomen:
 - Op dit moment sluit PZEM geen nieuwe forward leveringscontracten voor de productie van de KCB meer af, waardoor de leveringsverplichtingen, bij gelijkblijvende elektriciteitsprijzen, met de tijd zullen afnemen. Als gevolg hiervan verwacht PZEM dat de leveringsverplichtingen in 2022 zullen afnemen (c.q. dat er ruimte ontstaat om een verhoging van de leveringsverplichting vanwege hogere elektriciteitsprijzen op te vangen). Tegelijkertijd wordt er bij een ontwikkeling van de elektriciteitsprijzen conform de forwardprijzen per 28 februari 2022 een positief operationeel resultaat en afname van het werkkapitaalbeslag verwacht door PZEM. De keerzijde van het niet meer afsluiten van termijncontracten is dat het resultaat van PZEM volatieler wordt.
 - De liquiditeiten welke nodig zijn om met de sluiting van de KCB om te gaan, moeten gespreid in de tijd beschikbaar worden gesteld aan EPZ (over een periode van 12 jaar). PZEM acht haar liquiditeitspositie op de korte termijn adequaat om hieraan te voldoen en voorziet op de langere termijn voldoende mogelijkheden om de liquiditeitspositie te verhogen vanuit diverse balansposities; en
 - Een permanente vroegtijdige buiten gebruikstelling van de KCB bij de huidige (of hogere) elektriciteitsprijzen acht PZEM niet waarschijnlijk, omdat het naar verwachting economisch hoge baten brengt om de KCB te repareren. In het geval van een vroegtijdige sluiting zal, naast het afrekenen van de nog openstaande leveringsverplichtingen, slechts rekening gehouden behoeven worden met gedeerde inkomsten in de reparatieperiode en de daarmee samenhangende kosten, in plaats van de volledige kosten voor het definitief sluiten van KCB.

Ontwikkeling waarde leveringsverplichting van PZEM (in EUR miljoen)



Analyse – Deel II

Een analyse van de verwachte vermogenspositie van PZEM op 30 juni 2022 op basis van verschillende toetsen en vereisten

3

3. Analyse toereikendheid eigen vermogen (vervolg)

Onze bevindingen en overwegingen

- 1 Wij hebben het eigen vermogen per 31 december 2021 aangesloten met de jaarrekening 2021 van PZEM. In de Dividend Notitie merkt PZEM op dat er een onzekerheid zit in de realisatie / te gelde maken van het eigen vermogen:
 - Per 28 maart 2022 zit er EUR 163 miljoen (boekwaarde) in de materiële vaste activa van de Sloecentrale en EUR 54 miljoen (boekwaarde) ‘opgesloten’ in de materiële vaste activa van de Zuid-Beveland Leiding. Idealiter worden er door PZEM van deze activa (en overige balansitems) marktwaarderingen opgesteld om te toetsen of de boekwaarde de marktwaarde niet overstijgt. Echter, de onzekerheid omtrent de realisatie van de marktwaarde blijft na taxatie bestaan aangezien indien de sluiting van de KCB zich voordoet een koper (voor deze prijs) gevonden moet worden. We merken op dat de controlerende accountant van PZEM per 31 december 2021 in ieder geval – binnen de materialiteit van de controle – geen indicatie had waardoor de boekwaarde van de Sloecentrale en de Zuid-Beveland Leiding (op basis van going-concern) niet gerealiseerd kan worden (c.q. er was geen sprake van een bijzondere waardevermindering); en
 - 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 gelde 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 PZEM ook geen rekening is gehouden met eventuele meevallers (indien marktwaarde van activa hoger is dan boekwaarde) en dat het inschatten van het saldo op dit moment zeer lastig is en onnauwkeurig zou zijn.
- 2 Wij hebben de hedgereserve per 31 december 2021 aangesloten met de jaarrekening 2021 van PZEM. Het gerealiseerde resultaat in de periode 1 januari 2022 tot en met 28 februari 2022 is aangesloten met de maandrapportage februari 2022 van PZEM. Het verwachte resultaat 1 maart 2022 tot en met 30 juni 2022 is een schatting van PZEM.
- 3 Het verwachte benodigde bedrag voor een ongeplande vroegtijdige sluiting van KCB per 1 juli 2022 is overeenkomstig met hetgeen door ons beschreven in sectie *Analyse – Deel I* van dit rapport.
- 4 In het jaarverslag 2021 van PZEM lezen wij dat er op 31 december 2021 EUR 346 miljoen aan vorderingen in verband met handelsposities bij beurzen of tegenpartijen stonden en dat deze vorderingen verband houden met de margin-verplichtingen op leveringscontracten. Wij hebben geen berekening van dit bedrag gezien gedurende onze werkzaamheden, maar we begrijpen dat bedrag ziet op meer dan alleen de verkoop van elektriciteit van de kerncentrale. Wel is ons door PZEM een spreadsheet verstrekt met daarin volumes, prijzen en leveringsverplichtingen per maand vanaf 1 juli 2022 met betrekking tot de verkochte elektriciteit van de kerncentrale. Het gehanteerde bedrag (EUR 321 miljoen) in de berekening van de dividendcapaciteit vanuit het eigen vermogen sluit aan bij deze spreadsheet. We begrijpen van PZEM dat de berekening is gebaseerd op elektriciteitsprijzen per 28 februari 2022. Wij hebben geen onderliggende leveringscontracten ingezien.
- 5 We begrijpen van EPZ en PZEM 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 PZEM, om een dubbeltelling te voorkomen, in de berekening van de dividendcapaciteit het eigen vermogen heeft verminderd voor zover dit betrekking heeft op bezittingen in EPZ. Het bedrag van de deelneming EPZ ad EUR 208 miljoen in de jaarrekening van PZEM is inclusief een hogere waardering die bij overname van 20% van de aandelen in EPZ aan dit aandelenpakket is toegekend.

Analyse – Deel III

Een toelichting op het voorgestelde dividend van EUR 92 miljoen

Inleiding

- De Dividend Notitie bevat een dividendvoorstel door PZEM met een uitkering van EUR 92 miljoen, een bedrag dat volgens PZEM tot stand is gekomen op basis van een eerder afgegeven commitment naar aandeelhouders en een zorgvuldige afweging van diverse risico's die er op dit moment zijn.
- PZEM concludeert dat zowel volgens statuten als aan de wettelijke vereisten van een dividenduitkering van deze omvang wordt voldaan. Echter, volgens het dividendbeleid van PZEM, waarin rekening wordt gehouden met een ongeplande vervroegde (en permanente) sluiting van KCB, is een maximale uitkering van EUR 80 miljoen toegestaan; een tekort van EUR 12 miljoen in vergelijking met het voorgestelde dividend van EUR 92 miljoen.
- Het tekort van EUR 12 miljoen wordt in belangrijke mate veroorzaakt doordat PZEM de elektriciteit die door EPZ wordt opgewekt reeds heeft verkocht voor de periode tot en met 31 december 2024, om marktrisico te ontlopen. Sinds het dividendbeleid van PZEM van september 2021 en het afsluiten van de leveringscontracten is de elektriciteitsprijs gestegen. Mocht de kerncentrale uitvallen, dan dient PZEM alsnog aan haar leveringsverplichting te voldoen en de benodigde elektriciteit tegen de dan geldende marktprijs in te kopen, wat aanzienlijke bedragen vergt.
- Op basis van de elektriciteitsprijzen per 28 februari 2022 berekent PZEM een totale waarde van de leveringsverplichting van EUR 321 miljoen op 30 juni 2022. Bij gelijkblijvende elektriciteitsprijzen zal deze verplichting afnemen. Niettemin is er een prijsrisico. PZEM berekent dat de waarde van de leveringsverplichting (o.b.v. marktprijzen op per 10 mei 2022) per 30 juni 2022 EUR 447 miljoen bedraagt in plaats van EUR 321 miljoen, per saldo dus EUR 126 miljoen meer. Dit toont de volatiliteit van de energiemarkt aan op dit moment. Het bedrag van de leveringsverplichting neemt met de tijd af, omdat geen nieuwe verplichtingen door PZEM worden aangegaan. Per 31 december 2022 bedraagt de leveringsverplichting op basis van het bedrag van EUR 321 miljoen ca. EUR 146 miljoen.
- De sluitingskosten van de kerncentrale zijn geactualiseerd in de Dividend Notitie, met een hogere uitkomst in vergelijking met de (voorbeeld)berekening in het Dividendbeleid.

Afwegingen

- Volgens de huidige inzichten van PZEM zal het komende jaar de uitkomst van de eigen vermogenstoets positiever worden:
 - De verplichting ten aanzien van vroegtijdige sluiting van de kerncentrale zal naar verwachting jaarlijks afnemen aangezien de overbruggingsperiode tot en met eind 2033 korter wordt;
 - De verplichting inzake de levering van elektriciteit van KCB zal naar verwachting afnemen, omdat er geen nieuwe verplichtingen bijkomen en de bestaande aflopen. Een kanttekening hierbij betreft het risico dat prijzen stijgen, met als gevolg dat de verplichting tijdelijk stijgen;
 - Tegelijkertijd verwacht PZEM dat het – op basis van de reeds overeengekomen verkoopprijs en de huidige marktprijzen voor elektriciteit – in de komende maanden winstgevend is, waardoor het eigen vermogen verder wordt versterkt.
- Ten aanzien van de kans dat de KCB vervroegd zal moeten sluiten is het volgende op te merken:
 - De kans dat KCB vervroegd permanent zal moeten sluiten, lijkt beperkt gezien de beschikbaarheid in bijna 50 jaar dat de kerncentrale in exploitatie is. Helemaal uit te sluiten is dit echter niet.
 - Daarnaast lijkt de kans op een vervroegd permanent sluiting beperkt vanuit de huidige relatief hoge elektriciteitsprijzen. Reparatie bij hogere elektriciteitsprijzen is aantrekkelijk, immers de te behalen opbrengsten wegen eerder op tegen de reparatiekosten dan bij relatief lage elektriciteitsprijzen. Bij een tijdelijke sluiting dient rekening te worden gehouden met extra lasten vanwege mogelijke leveringsverplichtingen, gederfde inkomsten doordat KCB niet kan produceren en de reparatiekosten.
- Resumerend blijkt naar de huidige inzichten van PZEM dat uit de eigen vermogenstoets een tekort ontstaat (volgens PZEM EUR 12 miljoen, maar rekening houdend met prijzen per 10 mei 2022 hoger). PZEM geeft aan dat dit tekort naar verwachting afneemt en het risico van een vervroegde permanente sluiting op basis van de argumenten van PZEM beperkt is.
- Uit onze Analyse is niet gebleken dat de argumenten om tot uitkering van dividend over te gaan onredelijk zijn.



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.