

Second opinie op “voorstel aandeelhouders voorgenomen verkoop (PZEM) Wholesale”

16 oktober 2022



Indeling rapportage

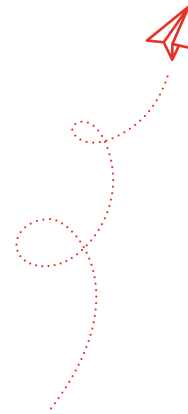


1. Samenvatting second opinie
2. Context, opdracht Rebel en opzet second opinie
3. Analyse van het verkoopproces
4. Analyse prijs en voorwaarden
5. Beantwoording vragen second opinie en conclusies



1

Samenvatting second opinie



Aanleiding, strategische rationale verkoop en scope second opinie Rebel

Nieuwe aandeelhoudersstrategie in 2017

Na de verkoop van het netwerkbedrijf van Delta hebben de aandeelhouders van PZEM in 2017 een nieuwe aandeelhoudersstrategie vastgesteld. De nadruk in deze strategie ligt op het afstoten van de productie-, de leverings- en de commerciële risico's van elektriciteitsproductie. Daarbij onderkennen de aandeelhouders dat de verkoop van de kerncentrale niet valt te verwachten.

Risicoreductie mag zekerheden niet aantasten

De eventuele verkoop of afstoten van deze activiteiten mag echter niet de amovering van de kerncentrale of het dividend nodig voor de financiering van de koop van Evides, uit de boedel van PZEM, bedreigen.

Risico's reduceren met behoud van zoveel mogelijk waarde

Het reduceren van risico staat niet volledig los van behoud van aandeelhouderswaarde. De voorkeur gaat uit naar de oplossing die de hoogste (aandeelhouders)waarde geeft. Tot slot, dienen ook de belangen van derden zoals de werknemers in ogenschouw genomen worden.

Om invulling te geven aan deze aandeelhoudersstrategie geeft PZEM in 2021 besloten tot het verkopen van de *wholesale* activiteiten.

Advies rol en scope Rebel

Rebel Strategy & Finance BV (Rebel) is begin 2021 aangesteld door de Provincie Zeeland, mede namens alle overige aandeelhouders van PZEM N.V. (PZEM), als adviseur van de aandeelhouders, in het kader van de herstructurering van PZEM door middel van verkoop van haar *wholesale* activiteiten.

Om te voorkomen dat de transactie zou kunnen worden aangemerkt als potentiële staatssteun, dienen de voorwaarden van de verkoop van de *wholesale* bedrijfsonderdelen te voldoen aan het *Market Economy Operator*-beginsel.

Inhoud voorliggende second opinie

Op 28 september heeft het bestuur van PZEM een voorstel voor de verkoop neergelegd bij de aandeelhouders van PZEM. Daarmee is het besluitvormingsproces van de aandeelhouders begonnen. Conform onze adviesopdracht bevat voorliggende rapportage onze second opinie op het proces, de prijs en overige voorwaarden van de verkoop van de *wholesale* activiteiten van PZEM. [Deze second opinie kent een vertrouwelijke bijlage \(addendum\).](#)

Informatiebasis

We hebben relevante stukken ontvangen, doorlopend toegang gehad tot de digitale dataroom voor de bidders en veel interactie gehad met PZEM en haar adviseurs over vragen die wij hadden naar aanleiding van de ontvangen informatie. Wij baseren onze second opinie op de transactiedocumentatie zoals de koopovereenkomst, de toelichtingen daarop van PZEM en haar adviseurs daarop en het beargumenteerde verkoopvoorstel van de *wholesale* activiteiten door PZEM: "20220928 Voorstel aandeelhouders voorgenomen verkoop Wholesale.pdf".

Opzet, diepgang en reikwijdte van de second opinie

Diepgang en reikwijdte

Deze rapportage bevat een second opinie. We hebben geen eigenstandige waarderings uitgevoerd, doch geanalyseerd en getoetst wat aan informatie is verstrekt. Daarbij merken we op dat in de huidige markt een eigenstandige *fairness opinion* van de waarde zich waarschijnlijk vooral ook op het proces zou richten.

In onze second opinie nemen we de aandeelhoudersstrategie als uitgangspunt. We hebben daarom niet onderzocht hoe verkoop zich verhoudt tot het continueren van de activiteiten, omdat dat laatste haaks staat op de aandeelhoudersstrategie.

Onze second opinie beperkt zich tot de financiële aspecten van de verkoop. Daarbij hebben wij ook de transactiedocumentatie geanalyseerd, vanuit financieel perspectief.

Meer specifiek komen de volgende vijf vragen aan bod in de second opinie:

Heeft PZEM zich gedragen als Market Economy Operator?

Dit is een belangrijke vraag omdat afwijking hiervan leidt tot de mogelijkheid van staatssteun. De onderliggende aanname is dat, als een partij zich gedraagt als *market economy operator*, de uitkomst van dat gedrag als marktconform kan worden gezien. Dat betekent ook dat de kans op staatssteun of bevoordeling van bepaalde belangen dan niet aan de orde is.

Wat vinden wij van prijs en voorwaarden?

We hebben geen zelfstandige waardering uitgevoerd. We beoordelen de prijs met name op hoe het proces van prijsvorming is doorlopen. Ter vermijding van misverstand, omdat de aandeelhoudersstrategie leidend is, hebben we niet gekeken naar de waarde voor de aandeelhouders bij het aanpassen van deze strategie en voortzetten van het bedrijf. Dit zou namelijk tot een geheel nieuwe weging van risico's en waarde leiden.

Bereiken de aandeelhouders de door de aandeelhoudersstrategie gewenste reductie van risico?

Dit is het hoofddoel van de aandeelhouders. Het is daarom belangrijk om vast te stellen dat de verkoop niet tot een toename van risico's op bijvoorbeeld een ander vlak leidt. Of dat de exploitatie van de kerncentrale risicovoller wordt.

Wat is de impact van verkoop op het dividend van PZEM?

Achterliggend is deze vraag belangrijk voor veel aandeelhouders. Hierbij speelt een rol dat de aandeelhouders Evides van PZEM hebben gekocht en het dividend dat PZEM uitkeert nodig is voor de aflossing van de voor de koop van Evides aangetrokken financiering.

Wat is de impact op andere belangen, zoals die van de werknemers?

De aandeelhoudersstrategie stelt expliciet dat de aandeelhouders ook oog hebben voor andere belangen. De werknemers zijn directe belanghebbenden, maar breder gezien heeft PZEM ook een regionaal economische impact.

PZEM verkoopt in hoofdzaak PZEM Pipe, haar belang in de Sloecentrale en de daaraan verbonden verkoop- en handelsactiviteiten aan Koper

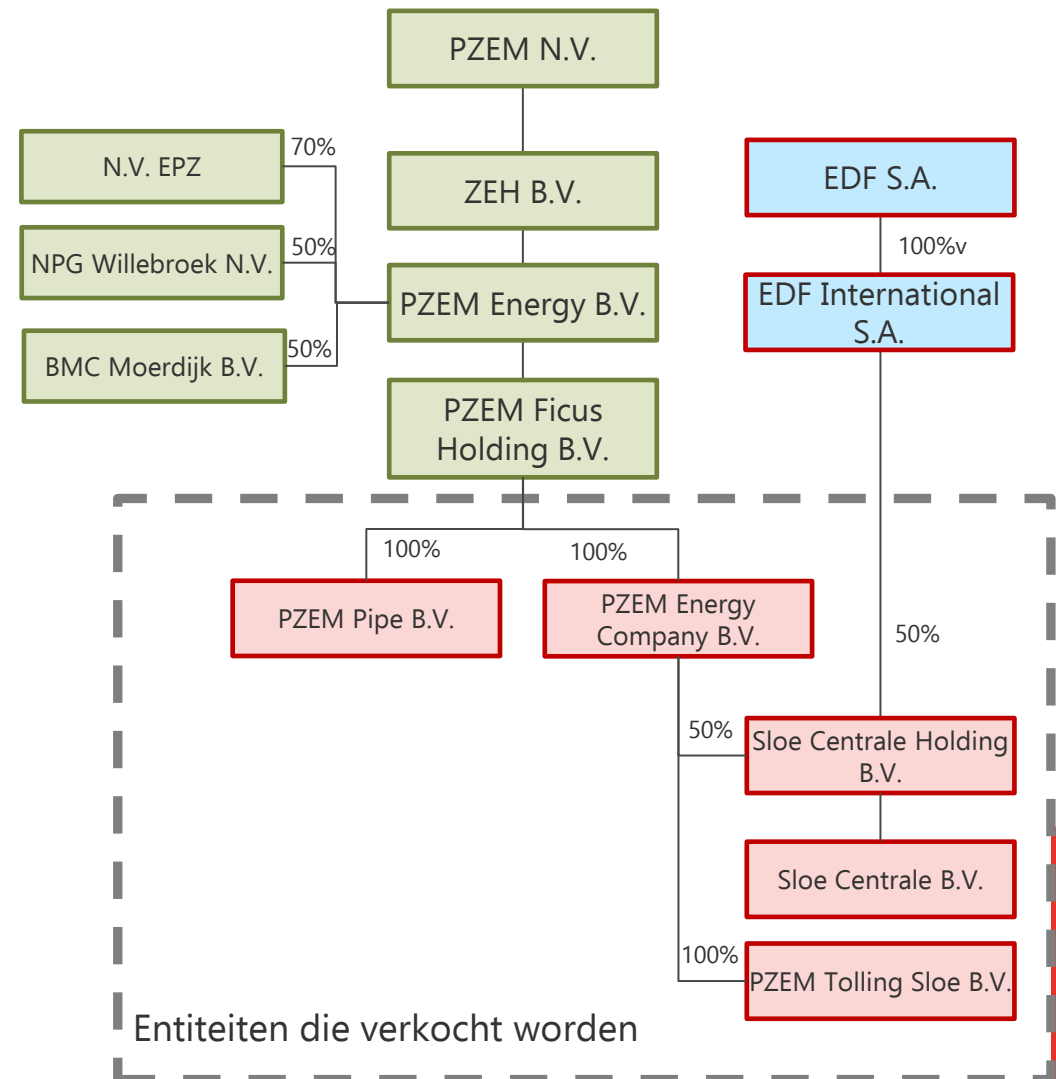
De partij met het beste bod in de gecontroleerde veiling was EP Netherlands B.V. een 100 % dochter van EP Power Europe a.s. (EPPE). EPPE (samen Koper) is een 100 % dochter van *Energetický a průmyslový holding* (EPH) een centraal Europees energiebedrijf met activiteiten in een groot deel van Europa maar nog niet in de Benelux. Het bod geeft duidelijk blijk van de intentie om PZEM *wholesale* de basis te laten zijn van een autonome groeistrategie in de regio.

Koper neemt de rood gearceerde vennootschappen die hiernaast zijn weergegeven inclusief hun handelsactiviteiten en samenhangende zakelijke contracten over van PZEM. Een aandachtspunt is het 50% belang van EDF in de Sloecentrale. Het verkoopproces was zo ingericht dat EDF haar belang kon mee verkopen aan de gevonden Koper en EDF heeft ook van dit recht gebruik gemaakt.

Naast de kerncentrale zijn om verschillende redenen een aantal andere activiteiten niet mee verkocht aan Koper, waaronder:

- Het 50% belang in BMC Moerdijk B.V. is gedurende het proces uit de transactie gehaald vanwege uitblijven van instemming medeaandeelhouder.
- Het verkoopcontract voor de elektriciteit van het Gemini windpark (Gemini PPA) dat op naam van PZEM Energy B.V. staat, is niet verkocht, omdat overdracht voorafgaande toestemming vereist van de eigenaar van het Gemini windpark.

PZEM bespreekt nog nader met Koper en de bij Gemini PPA betrokken partijen of deze activiteit alsnog onderdeel van de verkoop kan uitmaken.



Nota bene: om de leesbaarheid te vergroten, refereren wij in deze rapportage aan PZEM, ook als in de nieuwe structuur ZEH contractspartij zal zijn.

De prijs die Koper betaalt, bestaat uit het bod op de aandelen plus de waarde van het werkkapitaal op moment van overdracht

De uiteindelijke prijs die Koper betaalt voor de *wholesale* activiteiten is in de koopovereenkomst afgesproken als een prijsmechanisme. Koper heeft namelijk een prijs voor de aandelen per 1 januari 2022 neergelegd, terwijl zij het bedrijf per 31 december 2022 of enkele maanden later overneemt. Dat betekent dat de prijs gecorrigeerd moet worden voor wat er in de tussenliggende periode gebeurt. Daarnaast bevat de prijs vaste bestandsdelen, en bestandsdelen waarvan de hoogte pas op transactiedatum of in geval van de variabele delen zelfs pas in 2023 en 2024 bekend zullen zijn.

De te betalen koopprijs bestaat uit

- een vaste component;
- een variabele component;
- een “earn out” voor de jaren 2023 en 2024;
- een betaling voor de overname van niet operationele activa (zoals surplus liquiditeit) op de balans van de vennootschappen op de datum van overname; en
- een betaling voor de waarde van het werkkapitaal op de transactiedatum. Hoe meer werkkapitaal in de ondernemingen zit, hoe meer Koper betaalt. En vice versa. Deze afrekening van werkkapitaal is “euro voor euro”.

Componenten	EUR M	Datum
Vaste prijscomponent	110	Transactie
Variabele component	20	Transactie
“Earn out”	20	2023 en 2024
Prijs voor niet-operationele activa	55	Transactie
Netto werkkapitaal correctie	[ntb]	Transactie
Totale koopprijs (verwacht)	205	

Met name de variabele component en de “earn out” zijn een resultaat van het onderhandelingsproces, waarbij Koper bereid was de overnameprijs te verhogen, als zij ook daadwerkelijk de winsten zou realiseren die PZEM verwachtte.

Betaling Koper

Het bedrag dat Koper uiteindelijk betaalt op de transactiedatum is de resultante van het hiervoor beschreven prijsmechanisme. We kunnen stellen dat € 130 mln van deze betaling de prijs is voor de *wholesale* activiteiten. De rest van de betaling is een bedrag voor de overname van liquiditeit en werkkapitaal die nog in de vennootschappen zit, een bedrag waarvan € 55 mln al gekend is en de definitieve werkkapitaalafrekening pas op de transactiedatum plaatsvindt.

De € 20 mln “earn out” is afhankelijk van de resultaten over 2023 en 2024 en volgt dus pas na transactiedatum.

Boekverlies

De prijs van € 205 mln voor de *wholesale* activiteiten van PZEM leidt in de boeken van PZEM/ZEH tot een boekverlies. Door het hoge operationele resultaat over 2022, van de *wholesale* activiteiten en de kerncentrale, betekent dit boekverlies naar verwachting niet dat PZEM in de jaarrekening van 2022 een verlies zal rapporteren.

Het nemen van een boekverlies in het kader van een verkooptransactie is geen uitzondering. Gegeven de totstandkoming van de prijs in de markt, versterkt door het besluit van EDF om mee te verkopen tegen vergelijkbare voorwaarden, lijkt de boekwaarde van de Sloecentrale boven de huidige marktwaarde in de PZEM boeken te staan. Voor de overige activiteiten is dit moeilijker direct te observeren.

Analyse en beoordeling van het verkoopproces

Samenvatting	Conclusies
<ul style="list-style-type: none"> ▪ De verkoop betreft alle <i>wholesale</i> activiteiten met uitzondering van het belang in BMC Moerdijk en de Gemini PPA, omdat daarvoor de instemming van derden nodig bleek/is. ▪ PZEM heeft ondersteund door KPMG en NautaDutilh een gecontroleerde veiling opgezet voor de verkoop. ▪ In een viertal stappen is toegewerkt naar een <i>binding offer</i> van een tweetal bidders. ▪ Met de bieder met de beste <i>binding offer</i> is verder onderhandeld ▪ Door de bijzondere omstandigheden in de energiemarkt heeft het onderhandelingsproces langer geduurd en heeft ook een heroverweging van het verkoopproces plaatsgevonden. ▪ PZEM vond dat de grotere winstgevendheid onvoldoende was ingeprijsd in het bindende bod, waardoor afbreken van het verkoopproces meer waarde voor de aandeelhouders zou opleveren. ▪ Koper heeft zijn oorspronkelijke bod verbeterd, wat voldoende basis was om een koopovereenkomst te sluiten. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Het proces is goed gedocumenteerd en in lijn met de gekozen uitgangspunten en regels doorlopen. ▪ De 'markt' heeft de kans gehad om mee te doen, zonder vooringenomenheid van PZEM. ▪ De uitkomst van het proces kan daarom als de prijs van de markt beschouwd worden. ▪ De verkoop van EDF van haar belang in de Sloecentrale bevestigt dit. ▪ Koper is een partij met een ambitie voor de <i>wholesale</i> activiteiten in Nederland. ▪ Terecht is PZEM, mede op verzoek van de aandeelhouders, terug gegaan naar Koper met de eis om het bod te verbeteren, gezien de hogere winstgevendheid in de huidige energiemarkt. ▪ Het alternatief voor nu verkopen is enkele jaren uitstel en waarschijnlijk verkoop en/of liquidatie van losse bedrijfsonderdelen.

Analyse en beoordeling van prijs en voorwaarden

Samenvatting	Conclusies
<ul style="list-style-type: none"> ▪ De koopovereenkomst bevat een prijsmechanisme. Het te betalen bedrag is pas exact bekend op de geplande transactiedatum, die nu voorzien is op 1 januari 2023. ▪ In de prijs zit een variabel element waardoor Koper een stuk van de prestaties over 2023 en 2024 apart afrekent met PZEM. ▪ Op basis van de laatste inzichten ontvangt PZEM EUR 205 mln voor de <i>wholesale</i> activiteiten. ▪ Dat bedrag is lager dan de boekwaarde waardoor PZEM een boekverlies lijdt van ongeveer € 148 mln over 2022. ▪ Door de sterke resultaten in 2022 maakt PZEM ondanks dit boekverlies nog wel winst. ▪ De verkoop reduceert het risicoprofiel van PZEM maar creëert ook een tijdelijk risico door de verkoop van elektriciteit van de kerncentrale via Koper. ▪ Onderdeel van de risicobeheersing is een onttrekkingsbeperking voor PZEM, die het dividend in 2023 maximeert op € 100 mln. ▪ Pas vanaf 2024 ontstaat er naar verwachting ruimte voor een hoger dividend. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ De heronderhandeling heeft de prijs aanzienlijk verhoogd. Een andere bieder (die in een eerder stadium lager bood) zou naar alle waarschijnlijkheid niet meer bieden. ▪ De opbouw van het te betalen bedrag in de koopovereenkomst is inzichtelijk en gangbaar voor een dergelijke transactie. ▪ Het is niet ongebruikelijk dat bij verkoop een boekverlies ontstaat, zeker als het doel is afscheid te nemen van risico's. ▪ De bijzondere risico's die voortkomen uit de verkoop van elektriciteit van de kerncentrale via Koper hebben geleid tot een duidelijke set aan mitigerende maatregelen.

Beantwoording van de vragen in de second opinie (1)

Heeft PZEM zich opgesteld als *Market Economy Operator*?

1. Het antwoord hierop is ja.
2. PZEM heeft, ondersteund door KPMG en Nauta Dutilh, een competitief proces doorlopen, dat open stond voor solide partijen die concurreerden op een gelijk speelveld.
3. De uitkomst daarvan beoordelen we als fair. De voorkeursbieder, waarmee PZEM exclusief heeft verder onderhandeld, had duidelijk het beste bod neergelegd.
4. Hoewel het bod de door de markt geboden prijs was, heeft PZEM, gezien de bijzondere marktomstandigheden, terecht de afweging gemaakt of een andere manier van herstructureren niet in een hogere aandeelhouderswaarde zou resulteren.
5. Op basis van deze heroverweging heeft PZEM het bod heronderhandeld en is in staat geweest om een aanzienlijke verbetering van de koop prijs te realiseren.

Wat vinden we van de prijs en voorwaarden?

1. De overnameprijs is de uitkomst van een marktproces ('gecontroleerde veiling'). Tekenend is dat EDF haar deel van de Sloecentrale ook mee verkoopt. De prijs die tot stand gekomen is beschouwen we als de marktprijs voor *wholesale*.
2. De grote onzekerheid in de energiemarkt biedt zowel kansen als bedreigingen. Daardoor zijn het verdienpotentieel maar ook de risico's groter geworden. Een objectieve waarde is in de huidige markt ook niet vast te stellen. PZEM is in de onderhandelingen in staat geweest de kansant te gebruiken om een aanzienlijk hogere prijs uit te onderhandelen dan het oorspronkelijke bod.
3. Het feit dat PZEM ongeveer € 148 mln boekverlies moet nemen, betekent in onze optiek niet dat de prijs slecht is. Kennelijk biedt de 'markt' minder dan de boekwaarde. Ook uit de analyses van PZEM van alternatieven voor verkoop kwam naar voren dat de kans op het nemen van boekverliezen groot was.
4. We constateren dat de koopovereenkomst de gebruikelijke voorwaarden en risico's voor verkoper bevat. PZEM heeft geen bijzondere (risicovolle) voorwaarden moeten accepteren om de verkoop tot stand te laten komen. De "earn out" regeling zien wij niet als een negatieve voorwaarde, maar als kans voor de aandeelhouders om mee te delen in toekomstige winsten.
5. De afspraak dat PZEM en Koper (PEC) geen geld mogen uitkeren is geen ongebruikelijke voorwaarde, om te waarborgen dat koper én verkoper hun verplichtingen kunnen nakomen. Zij geldt dus voor beiden, waarbij PZEM, als uitzondering op de beperking, het is toegestaan maximaal € 100 mln uit te keren.

Beantwoording van de vragen in de second opinie (2)

Bereiken de aandeelhouders een reductie van risico?

1. Naast een beter verdienpotentieel zijn in de huidige energiemarkt ook de risico's voor PZEM aanzienlijk toegenomen. Door verkoop wordt het risico op verliezen, die het gevolg kunnen zijn van de leverings-, marktrisico's maar ook het bredere ondernemersrisico van *wholesale*, afgestoten.
2. De verkoop vergroot niet de risico's van de exploitatie van de kerncentrale. Wel wordt het liquiditeitsrisico, dat voortkomt uit het vooruit verkopen van elektriciteit van de kerncentrale, scherper beheerst, door een maximale hoeveelheid (liquide) zekerheid af te spreken met Koper.
3. De verkooptransactie zelf leidt tot een aantal (tijdelijke) risico's, die PZEM scherp voor ogen heeft en waarvoor PZEM een duidelijke en naar verwachting effectieve beheersingsstrategie toepast.
4. Het nieuwe contract voor de verkoop van de elektriciteit van de kerncentrale door PZEM via Koper creëert in de huidige markt een fors doch tijdelijk financieel risico tussen PZEM en Koper. In de koopovereenkomst en de leveringsovereenkomst zijn mechanismen voorzien die dit risico beheersen en afbouwen.

Wat is de impact van verkoop op het dividend?

1. Weliswaar wordt er op transactiedatum al € 185 mln van de koopprijs van circa € 205 mln ontvangen, met Koper is afgesproken dat het dividend in 2023 beperkt blijft tot max € 100 mln.
2. Verkoop biedt dus pas vanaf april 2024 kans op een hoger dividend. De directie van PZEM geeft aan dat zonder verkoop de uitkering mogelijk niet veel hoger zou zijn geweest als gevolg van de grote onzekerheid en liquiditeitsrisico's in de huidige markt.

Wat is de impact van verkoop op andere/economische belangen?

1. De verkoop biedt de kans dat het bedrijf behouden blijft voor Zeeland. Koper wil het bedrijf uitbouwen en de koopovereenkomst bevat de afspraak dat de komende twee jaar er geen ontslagen of een reorganisatie plaats zullen vinden.

Conclusie second opinie

Naar onze mening heeft PZEM zich opgesteld als *markt economy operator*. We constateren dat PZEM:

- een goed gestructureerd en competitief proces heeft doorlopen om te komen tot een voorkeursbieder met wie zij verder heeft onderhandeld op exclusieve basis;
- de verkoop heeft heroverwogen omdat een andere vorm van herstructurering mogelijk tot meer aandeelhouderswaarde zou kunnen leiden; en
- het oorspronkelijke bod heeft heronderhandeld om het geconstateerde gat tussen “nu verkopen” en het alternatief “later verkopen c.q. liquideren” te overbruggen.

Ondanks de turbulente marktomstandigheden, ligt er nu een gecommiteerde en verbeterde prijs van een stevige Europese marktspeler, die de intentie uitspreekt om de *wholesale* activiteiten van PZEM verder uit te bouwen. We kwalificeren de prijs als de uitkomst van een marktconform competitief proces.

PZEM heeft geen bijzondere (negatieve) voorwaarden moeten accepteren om de *wholesale* activiteiten te kunnen verkopen. Verkoop leidt altijd tot een tijdelijk risico, omdat de verkoper moet instaan voor bijvoorbeeld de juistheid van de verstrekte informatie. De “earn out” regeling zien wij niet als een negatieve voorwaarde maar als kans voor de aandeelhouders om mee te delen in toekomstige winsten.

De verkoop leidt tot een nieuw contract voor de verkoop van de elektriciteit van de kerncentrale door PZEM via Koper. In de huidige markt met hoge prijzen creëert dat tijdelijke financiële risico's tussen PZEM en Koper van grote omvang. In de koopovereenkomst en de leveringsovereenkomst zijn mechanismen voorzien die deze financiële risico's beheersen en afbouwen.

Tot slot kunnen we de overname afwegen tegen het alternatief dat past binnen de aandeelhoudersstrategie. Wij schatten in dat niet nu verkopen betekent dat PZEM tenminste de komende jaren haar *wholesale* activiteiten niet kan verkopen en dat de kans op een succesvolle verkoop van *wholesale* als geheel in de toekomst verkleind wordt. Wij verwachten, in lijn met het scenario van Roland Berger, dat PZEM zal moeten herstructureren door verkoop en liquidatie van losse bedrijfsdelen op zijn vroegst over 3 jaar. EDF zal waarschijnlijk in de tussentijd haar belang in de Sloecentrale zal verkopen.

Samenvattende conclusie second opinie

We constateren dat de overname van *Wholesale* door Koper, op basis van de afspraken in de koopovereenkomst, een goede keuze is voor de aandeelhouders omdat zij

1. past binnen de aandeelhoudersstrategie;
2. gebeurt tegen een prijs die
 - kan worden gezien als “een faire prijs van de markt”;
 - een reflectie is van de kansen en risico's in de huidige turbulente energiemarkt;
3. de resultante is van een goed georganiseerd en goed doorlopen verkoopproces;
4. het risicoprofiel van PZEM aanmerkelijk verbetert (minder); en
5. de kans biedt dat PZEM, als bedrijf in Zeeland, behouden blijft.

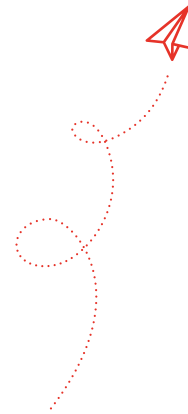
Aansluiting op de aandeelhoudersstrategie

Aspecten aandeelhoudersstrategie	Conclusies
<p>Het (op termijn kunnen) beëindigen van het publieke aandeelhouderschap in energieproductie en -leveringsactiviteiten die qua aard en risicoprofiel niet bij een publieke aandeelhouder passen.</p>	<p>PZEM kan afscheid nemen van deze risico's voor zover ze betrekking hebben op <i>Wholesale</i>. Bij verkoop ontstaan tijdelijke risico's, maar het risicoprofiel van PZEM verbetert juist door de transactie op de middellange termijn.</p>
<p>Het rechtstreeks in publiek eigendom brengen van Evides zonder dat dit de levensvatbaarheid van PZEM in gevaar brengt.</p>	<p>Door de onttrekkingsbeperking is het dividend in 2023 waarschijnlijk toereikend om de financiële verplichtingen die voortkomen uit de Evides transactie te dekken. Na 2023 ontstaat er meer ruimte voor dividend.</p>
<p>Verkoop mag niet tot de conclusie leiden dat de reservering van voldoende gelden voor de amovering van de kerncentrale Borssele in gevaar komt.</p>	<p>Dit komt niet in gevaar. Door de hoeveelheid geld, die als zekerheid dient in het leveringscontract, te limiteren, neemt het risico zelfs iets af ten opzichte van de huidige situatie.</p>
<p>Herstructurering van PZEM met behoud van zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde en met oog voor andere belangen zoals die van werknemers.</p>	<p>Door de strategische heroverweging van het bod en de heronderhandeling is de koopprijs significant gestegen. Of herstructurering door latere verkoop meer oplevert is onzeker en brengt ook risico's met zich mee.</p> <p>Verkoop behoudt het energiebedrijf in ieder geval de komende jaren in Zeeland, met een aandeelhouder die wil investeren in het bedrijf.</p>



2

**Context, opdracht Rebel en
opzet second opinie**



Aanleiding en strategische rationale

Nieuwe aandeelhoudersstrategie in 2017

Na de verkoop van het netwerkbedrijf van Delta hebben de aandeelhouders van PZEM in 2017 een nieuwe aandeelhoudersstrategie vastgesteld. De nadruk in deze strategie ligt op het afstoten van de productie-, de leverings- en de commerciële risico's van elektriciteitsproductie. Daarbij onderkennen de aandeelhouders dat de verkoop van de kerncentrale niet valt te verwachten.

Risicoreductie mag zekerheden niet aantasten

De eventuele verkoop of afstoten van deze activiteiten mag echter niet de amovering van de kerncentrale of het dividend nodig voor de financiering van de koop van Evides, uit de boedel van PZEM,

bedreigen.

Risico's reduceren met behoud van zoveel mogelijk waarde

Het reduceren van risico staat niet volledig los van behoud van aandeelhouderswaarde. De voorkeur gaat uit naar de oplossing die de hoogste (aandeelhouders)waarde geeft. Tot slot, dienen ook de belangen van derden zoals de werknemers in ogenschouw genomen worden.

Om invulling te geven aan deze aandeelhoudersstrategie geeft PZEM in 2021 besloten tot het verkopen van de *wholesale* activiteiten.

Aspecten aandeelhoudersstrategie	Overwegingen
Het (op termijn kunnen) beëindigen van het publieke aandeelhouderschap in energieproductie en -leveringsactiviteiten die qua aard en risicoprofiel niet bij een publieke aandeelhouder passen.	Verkoop van <i>Wholesale</i> sluit aan op aandeelhoudersstrategie, hoewel het grootste commerciële risico in de BS30 zit waar geen afscheid van wordt genomen
Het rechtstreeks in publiek eigendom brengen van Evides zonder dat dit de levensvatbaarheid van PZEM in gevaar brengt.	Evides is al in rechtstreeks publiek eigendom gebracht. Daarvoor hebben de publieke aandeelhouders een financiering moeten aantrekken. Verkoop kan eventueel leiden tot meer zekerheid over dividend of een eerder dividend.
Verkoop mag niet tot de conclusie leiden dat de reservering van voldoende gelden voor de amovering van de kerncentrale Borssele in gevaar komt.	PZEM heeft voldoende middelen gereserveerd voor de amovering. Verkoop mag niet tot een onverantwoord beslag op die middelen leiden.
Herstructurering van PZEM met behoud van zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde en met oog voor andere belangen zoals die van werknemers.	De prijs bij verkoop is belangrijk doch uitgangspunt is de wens om afscheid te nemen van risico's. Verkoop kan voor behoud van een energiebedrijf in Zeeland met een aandeelhouder die wil investeren in het bedrijf.

Rol van Rebel en opzet van rapportage

Advies rol en scope

Rebel Strategy & Finance BV (Rebel) is begin 2021 aangesteld door de Provincie Zeeland, mede namens alle overige aandeelhouders van PZEM N.V. (PZEM), als adviseur van de aandeelhouders, in het kader van de herstructurering van PZEM door middel van verkoop van haar *wholesale* activiteiten.

Om te voorkomen dat de transactie zou kunnen worden aangemerkt als potentiële staatssteun, dienen de voorwaarden van de verkoop van de *wholesale* bedrijfsonderdelen te voldoen aan het *Market Economy Operator*-beginsel. In Iekentaal betekent dit dat het belangrijk is om na te gaan of PZEM zich heeft opgesteld, zoals men zou verwachten van een normaal bedrijf dat afspraken maakt met andere partijen zoals investeerders of andere marktpartijen.

Tijdens het verkoopproces, dat begon in maart 2021, hebben wij de aandeelhouders bijgestaan met ad-hoc adviezen gericht op de vraagstukken die gedurende het verkoopproces aan de orde kwamen.

Inhoud voorliggende rapportage

Op 28 september heeft het bestuur van PZEM een voorstel voor de verkoop neergelegd bij de aandeelhouders van PZEM. Daarmee is het besluitvormingsproces van de aandeelhouders begonnen.

Conform onze adviesopdracht bevat voorliggende rapportage onze second opinion op het proces, de prijs en overige voorwaarden van de verkoop van de *wholesale* activiteiten van PZEM. We hebben de second opinion opgeknipt in twee delen: (1) proces en (2) prijs en voorwaarden.

Informatiebasis

Gedurende het proces hebben we relevante stukken ontvangen van PZEM en haar adviseurs, doorlopend toegang gehad tot de digitale dataroom voor de bidders en veel interactie gehad met PZEM en haar adviseurs over vragen die wij hadden naar aanleiding van de ontvangen informatie.

Wij baseren onze second opinion dan ook op de documentatie van PZEM, waaronder begrepen de transactiedocumentatie zoals de koopovereenkomst alsmede de toelichtingen daarop van PZEM en haar adviseurs. In het bijzonder verwijzen we naar "20220928 Voorstel aandeelhouders voorgenomen verkoop Wholesale.pdf" het beargumenteerde verkoopvoorstel van de *wholesale* activiteiten door PZEM.

Vertrouwelijke bijlage

Voorliggende rapportage bevat geen second opinion op de vertrouwelijke bijlage bij het voorstel tot verkoop. Deze is vervat in een addendum bij deze second opinion, dat eveneens vertrouwelijk is.

Opzet, diepgang en reikwijdte van de second opinie

Diepgang en reikwijdte

Deze rapportage bevat een second opinie. We hebben geen eigenstandige waarderings uitgevoerd, doch geanalyseerd en getoetst wat aan informatie is verstrekt. Daarbij merken we op dat in de huidige markt een eigenstandige *fairness opinion* van de waarde zich waarschijnlijk vooral ook op het proces zou richten.

In onze second opinie nemen we de aandeelhoudersstrategie, zoals op pagina 15 samengevat, als uitgangspunt. We hebben daarom niet onderzocht hoe verkoop zich verhoudt tot het continueren van de activiteiten, omdat dat laatste haaks staat op de aandeelhoudersstrategie.

Onze second opinie beperkt zich tot de financiële aspecten van de verkoop. Daarbij hebben wij ook de transactiedocumentatie geanalyseerd, vanuit financieel perspectief.

Meer specifiek komen de volgende vijf vragen aan bod in de second opinie:

Heeft PZEM zich gedragen als Market Economy Operator?

Dit is een belangrijke vraag omdat afwijking hiervan leidt tot de mogelijkheid van staatssteun. De onderliggende aanname is dat, als een partij zich gedraagt als *market economy operator*, de uitkomst van dat gedrag als marktconform kan worden gezien. Dat betekent ook dat de kans op staatssteun of bevoordeling van bepaalde belangen dan niet aan de orde is.

Wat vinden wij van prijs en voorwaarden?

We hebben geen zelfstandige waardering uitgevoerd. We beoordelen de prijs met name op hoe het proces van prijsvorming is doorlopen. Ter vermijding van misverstand, omdat de aandeelhoudersstrategie leidend is, hebben we niet gekeken naar de waarde voor de aandeelhouders bij het aanpassen van deze strategie en voortzetten van het bedrijf. Dit zou namelijk tot een geheel nieuwe weging van risico's en waarde leiden.

Bereiken de aandeelhouders de door de aandeelhoudersstrategie gewenste reductie van risico?

Dit is het hoofddoel van de aandeelhouders. Het is daarom belangrijk om vast te stellen dat de verkoop niet tot een toename van risico's op bijvoorbeeld een ander vlak leidt. Of dat de exploitatie van de kerncentrale risicovoller wordt.

Wat is de impact van verkoop op het dividend van PZEM?

Achterliggend is deze vraag belangrijk voor veel aandeelhouders. Hierbij speelt een rol dat de aandeelhouders Evides van PZEM hebben gekocht en het dividend dat PZEM uitkeert nodig is voor de aflossing van de voor de koop van Evides aangetrokken financiering.

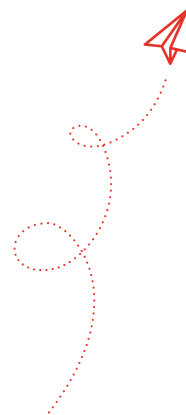
Wat is de impact op andere belangen, zoals die van de werknemers?

De aandeelhoudersstrategie stelt expliciet dat de aandeelhouders ook oog hebben voor andere belangen. De werknemers zijn directe belanghebbenden, maar breder gezien heeft PZEM ook een regionaal economische impact.



3

Analyse van het verkoopproces



Samenvatting

- De verkoop betreft alle *wholesale* activiteiten met uitzondering van het belang in BMC Moerdijk en de Gemini PPA, omdat daarvoor de instemming van derden nodig bleek/is.
- PZEM heeft ondersteund door KPMG en NautaDutilh een gecontroleerde veiling opgezet voor de verkoop.
- In een viertal stappen is toegewerkt naar een *binding offer* van een tweetal bidders.
- Met de bieder met de beste binding offer is verder onderhandeld
- Door de bijzondere omstandigheden in de energiemarkt heeft het onderhandelingsproces langer geduurd en heeft ook een heroverweging van het verkoopproces plaatsgevonden.
- PZEM vond dat de grotere winstgevendheid onvoldoende was ingeprijsd in het bindende bod, waardoor afbreken van het verkoopproces meer waarde voor de aandeelhouders zou opleveren.
- Koper heeft zijn oorspronkelijke bod verbeterd, wat voldoende basis was om een koopovereenkomst te sluiten.

Conclusies

- Het proces is goed gedocumenteerd en in lijn met de gekozen uitgangspunten en regels doorlopen.
- De 'markt' heeft de kans gehad om mee te doen, zonder vooringenomenheid van PZEM.
- De uitkomst van het proces kan daarom als de prijs van de markt beschouwd worden.
- De verkoop van EDF van haar belang in de Sloecentrale bevestigt dit.
- Koper is een partij met een ambitie voor de *wholesale* activiteiten in Nederland.
- Terecht is PZEM, mede op verzoek van de aandeelhouders, terug gegaan naar Koper met de eis om het bod te verbeteren, gezien de hogere winstgevendheid in de huidige energiemarkt.
- Het alternatief voor nu verkopen is enkele jaren uitstel en waarschijnlijk verkoop en/of liquidatie van losse bedrijfsonderdelen.

PZEM verkoopt in hoofdzaak PZEM Pipe, haar belang in de Sloecentrale en de daaraan verbonden verkoop- en handelsactiviteiten

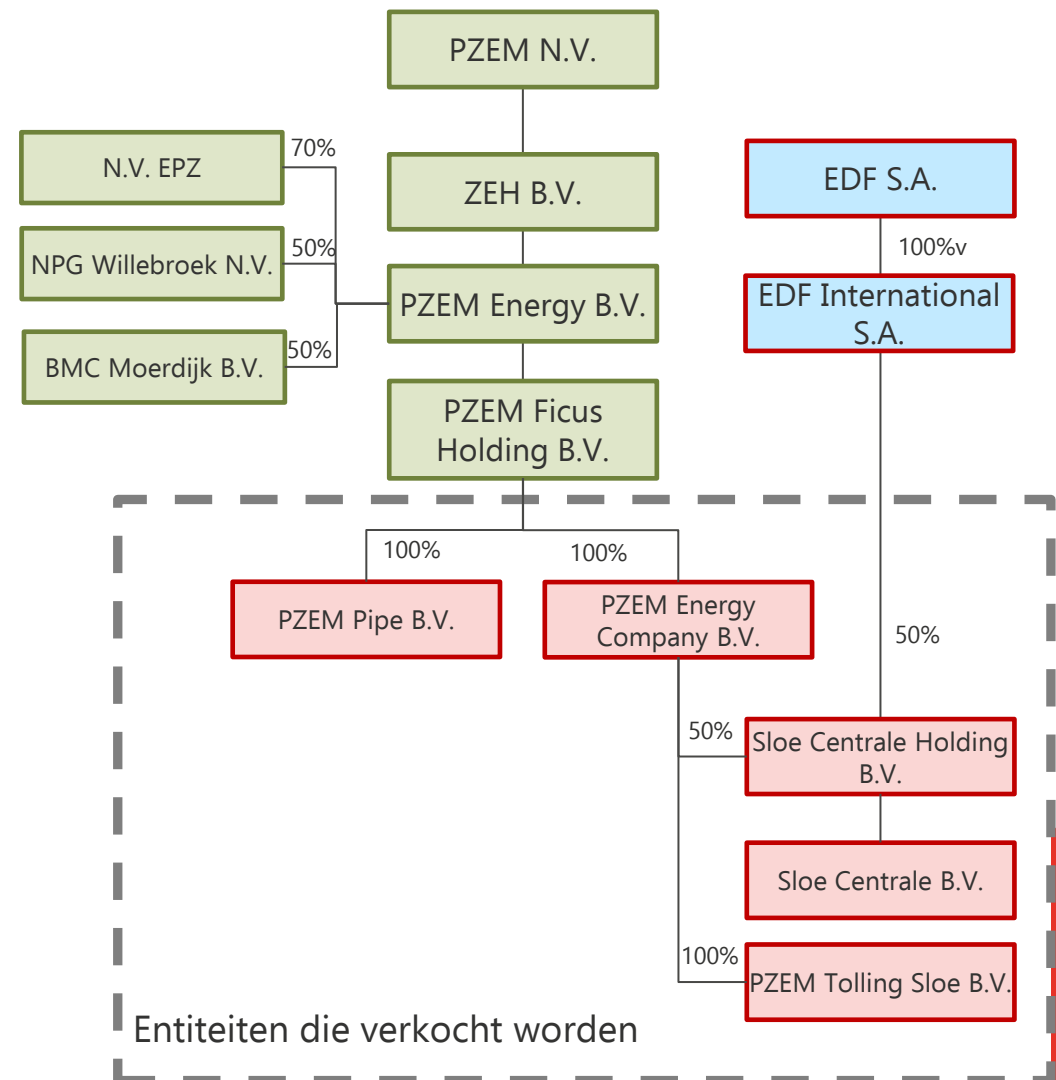
De verkoop omvat de rood gearceerde vennootschappen die hiernaast zijn weergegeven inclusief hun handelsactiviteiten en samenhangende zakelijke contracten.

Een aandachtspunt is het 50% belang van EDF in de Sloecentrale. Het verkoopproces was zo ingericht dat EDF haar belang kon mee verkopen aan de gevonden Koper en EDF heeft ook van dit recht gebruik gemaakt.

Naast de kerncentrale zijn om verschillende redenen een aantal andere activiteiten niet mee verkocht:

- Het 50% belang in BMC Moerdijk B.V. is gedurende het proces uit de transactie gehaald vanwege uitblijven van instemming medeaandeelhouder.
- Het verkoopcontract voor de elektriciteit van het Gemini windpark (Gemini PPA) dat op naam van PZEM Energy B.V. staat, is niet verkocht, omdat overdracht voorafgaande toestemming vereist van de eigenaar van het Gemini windpark.
- Een 50% belang in NPG Willebroek NV (zonnepark) evenals de belangen in de SET fondsen (hiernaast niet opgenomen), en enkele erfenissen uit het verleden zoals diverse percelen grond en niet-meer-in-gebruik-zijnde electriciteitskabel en rioolpersleiding zijn niet verkocht daar deze niet verkocht mogen worden of geen onderdeel uitmaken van de *wholesale* activiteiten.

PZEM bespreekt nog nader met Koper en de bij Gemini PPA betrokken partijen of deze activiteit alsnog onderdeel van de verkoop kan uitmaken.



Nota bene: om de leesbaarheid te vergroten, refereren wij in deze rapportage aan PZEM, ook als in de nieuwe structuur ZEH contractspartij zal zijn.

PZEM heeft gekozen voor een gecontroleerde veiling met een nadruk op verkoop van *wholesale* als geheel

PZEM heeft KPMG en NautaDutilh aangesteld om de verkoop van haar *wholesale* activiteiten te begeleiden. Gezamenlijk hebben ze een gecontroleerde veiling georganiseerd. Dit type veiling is een competitief proces waarin marktpartijen binnen vooraf gekende kaders kunnen meedingen naar het mogen kopen van de *wholesale* activiteiten.

Een gecontroleerde veiling wordt vaak ingezet bij de verkoop van bedrijfsonderdelen omdat het op een gestructureerde wijze een gezonde concurrentie creëert. Bieders weten dat ze op een gelijk speelveld opereren, waardoor ze bereid zijn te investeren in het biedproces.

Gezien het gestructureerde en competitieve karakter constateren we dat de uitkomsten van dit proces, zoals prijs en voorwaarden, in beginsel dan ook als marktconform kunnen worden beschouwd. Wij zullen in deel 2 van dit rapport dieper ingaan op de inhoud van prijs en overige voorwaarden.

De markt is door KPMG in de zomer van 2021 benaderd met een 'teaser' waarin helder werd aangegeven dat de *wholesale* activiteiten van PZEM te koop werden aangeboden als onderdeel van de langjarige strategie om commerciële activiteiten af te stoten.

PZEM *wholesale* is in het verkoopproces neergezet als de laatste kans om een geïntegreerd onafhankelijk Nederlands energiebedrijf te kopen. De centrales, klantenportfolio en handelsactiviteiten zijn helder benoemd.

De mogelijkheid dat een koper naast het 50 % belang van PZEM ook het 50 % belang van EDF in de Sloecentrale kon kopen, vergrootte de aantrekkelijkheid van deze propositie aan de markt.

De focus op een integrale verkoop van PZEM *wholesale* en niet op de verkoop van losse onderdelen was ingegeven door de verwachting dat dit zowel de prijs als de werknemers- en regionale belangen ten goede zou komen.

Gedurende het veilingproces is deze lijn consistent vastgehouden, bijvoorbeeld door alleen kopers te selecteren, die duidelijk geïnteresseerd waren in het geïntegreerde PZEM *wholesale*. De nadruk op de verkoop als geheel is begrijpelijk. Als PZEM had geopteerd voor de verkoop van de *wholesale* activiteiten in losse delen, dan was er een reëel risico geweest dat PZEM zou achterblijven met delen die mogelijk zelfstandig niet levensvatbaar zouden zijn, met liquidatie en de kosten daarvan als gevolg.

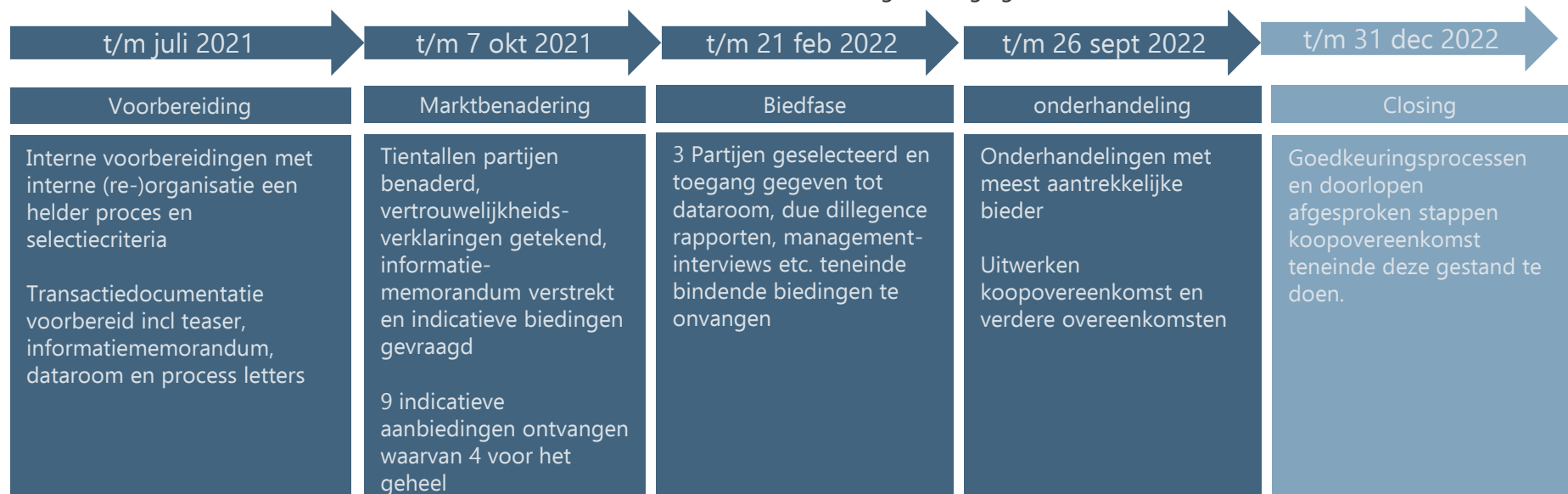
In duidelijke stappen heeft PZEM getrechterd tot een voorkeursbieder waarmee ze verder heeft onderhandeld

KPMG en PZEM hebben 68 marktpartijen benaderd waaronder energiebedrijven en investeringsfondsen. Gegeven deze brede benadering mag verwacht worden dat potentieel geïnteresseerde partijen direct of indirect op de hoogte waren van het proces.

29 partijen hebben daadwerkelijk de stukken opgevraagd en 9 partijen hebben een indicatief bod uitgebracht. 4 partijen brachten een indicatief bod uit op het geheel, 5 een indicatief bod op delen van PZEM. Omdat er voldoende interesse was voor het kopen van de gehele *wholesale* activiteiten heeft PZEM zich geconcentreerd op de bidders voor het geheel. Op basis van een evaluatie van de indicatieve biedingen zijn de beste 3 bidders uitgenodigd voor de volgende fase, het uitbrengen van een bindend bod. Gedurende deze fase was het duidelijk voor bidders dat ze in concurrentie waren.

Twee partijen hebben uiteindelijk een bindend bod uitgebracht. De derde partij heeft zich terug getrokken vanwege het verhoogde risicoprofiel in de steeds onzekerder wordende energiemarkt (let wel, dit was nog voor het effect van de oorlog in de Oekraïne). Ondanks zorgen dat ook de andere bidders zouden afhaken, zijn beide overige biedingen blijven staan. PZEM is met de bieder met het beste bod exclusieve onderhandelingen gestart, wetende dat dit beste bod in een competitief proces tot stand gekomen was.

Het proces is in grote lijnen naar verwachting en zoals gecommuniceerd verlopen. De biedfase en onderhandelfase zijn in goed overleg met de bieder(s) verlengd. Met name de onderhandelfase is substantieel verlengd. De onrustige energiemarkt zorgde ervoor dat de transactie complexer werd, waardoor vele scenario's over en weer besproken en vastgelegd moesten worden. Daarnaast leidden de zomermaanden tot de nodige vertraging.



De beoogde koper is een Europees energiebedrijf dat de overname ziet als een basis voor groei in Noordwest Europa

De partij met het beste bod in de gecontroleerde veiling was EP Netherlands B.V. een 100 % dochter van EP Power Europe a.s. (EPPE). EPPE is een 100 % dochter van *Energetický a průmyslový holding* (EPH) een centraal Europees energiebedrijf met activiteiten in de Tsjechische republiek, Slowakije, Duitsland, Italië, Ierland, het Verenigd Koninkrijk, Italië, Frankrijk en Zwitserland.

In deze rapportage duiden we EP Netherlands B.V. en EPPE gezamenlijk aan als Koper.

EPH is een verticaal geïntegreerd energiebedrijf met activiteiten in de gehele energie productieketen. Te denken valt aan activiteiten op het gebied van elektriciteitsproductie, mijnbouw, warmte opwek, handel, levering, gastransport en opslag. EPPE beschikt over een brede portefeuille aan elektriciteitgenererende activa middels kolen, gas en biomassa.

In de afgelopen jaren heeft EPPE meerdere overnames gedaan, van zowel individuele productiecentrales als bedrijven, waaronder het Duitse STEAG Power Minerals, twee kolencentrales in Frankrijk van Uniper en een warmtecentrale en energieopslagfaciliteit in Noord-Ierland van The AES Corporation. EPPE laat de nationale activiteiten met grote mate van autonomie de lokale markt bedienen. EP Netherlands B.V. zal de Nederlandse vennootschap onder EPPE worden.

De Koper is een Europees energiebedrijf met activiteiten in een groot deel van Europa maar nog niet in de Benelux. Het bod geeft duidelijk blijk van de intentie om PZEM *wholesale* de basis te laten zijn van een autonome groeistrategie in de regio.

Koper verbindt zich expliciet op korte termijn de werkgelegenheid door te zetten en geeft helder blijk van de intentie het bedrijf en haar stakeholders ook op lange termijn een toekomst te bieden.

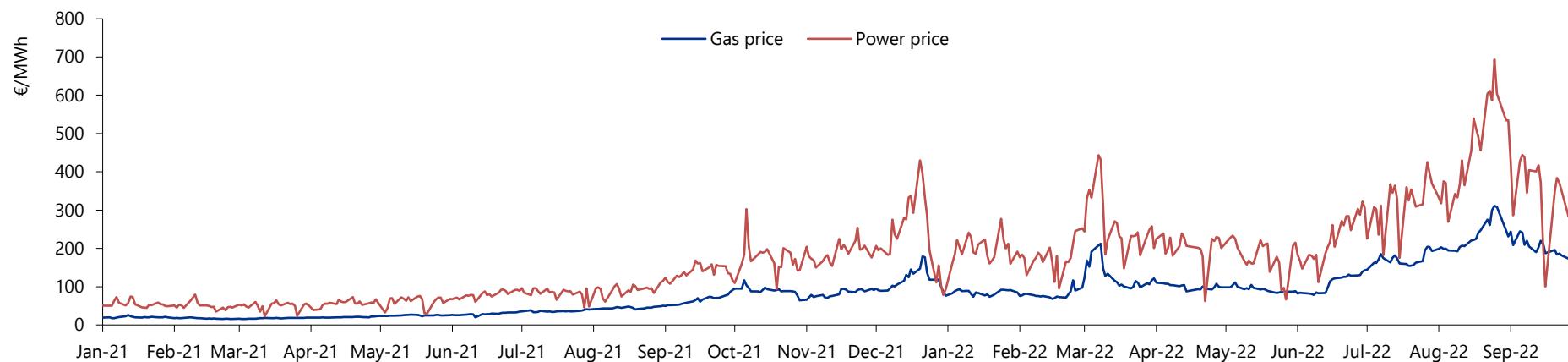
Het verkoopproces vond plaats in een markt die gekenmerkt werd door steeds meer onrust en sterk stijgende prijzen

Gedurende het verkoopproces is de energiemarkt veranderd. De markt wordt geconfronteerd met duurzame energie met onvoorspelbare leveringspatronen, netcongestie, beperkte beschikbaarheid van gas door de situatie in Oekraïne en reguleringsrisico's gericht op het beheersen van energieprijzen. Hier komt bij dat veel marktpartijen zaken met elkaar doen en risico op elkaar nemen, terwijl zij gezamenlijk en individueel aan al die risico's zijn blootgesteld. In de energiemarkt heeft dit alles geleid tot veel beweging in de prijzen (zie grafiek hieronder).

De prijsontwikkeling laat zien de eerste fases van het verkoopproces de energieprijzen al flink aan het stijgen waren. De oorlog in Oekraïne heeft dit versterkt met een culminatie in augustus 2022. Tegelijkertijd was er publieke berichtgeving dat energiebedrijven, zowel grote operationele winsten boekten als staatsteun nodig hadden om overeind te blijven. Dat laatste kwam doordat de liquiditeitsbehoefte een veelvoud van die winsten toenam, waardoor bedrijven in liquiditeitsproblemen kwamen.

Wat betekent dit voor de transactie? In de huidige markt zijn dus zowel winstgevendheid als risico toegenomen. PZEM maakt meer winst maar loopt ook meer risico's. Juist die risico's staan centraal in de aandeelhoudersstrategie. Vanuit de aandeelhoudersstrategie gezien blijft het daarom zaak om afscheid te nemen van de (toegenomen) risico's.

De terechte vraag is of uitstel van verkoop van de *wholesale* activiteiten niet beter is, gezien de marktomstandigheden. Deze vraag stond ook centraal in de heroverweging van de directie van PZEM (zie volgende pagina). Het antwoord op deze vraag, hangt af van hoe de hoogte van het bod zich verhoudt tot de inschatting van wat uitstel betekent. De koopprijs ligt nu op tafel, terwijl de waarde van herstructurering op een later moment een inschatting met een grote bandbreedte is. Waarbij mogelijk ook geldt dat uitstel mogelijk tot afstel leidt. Indachtig de aandeelhouderstrategie geldt dat verkoop, ook in de huidige onzekere markt, voor de hand ligt, als de koopprijs nu ten minste een vergelijkbare waarde oplevert als een zeker scenario voor herstructurering op een later moment.



Twijfel bij bestuur van PZEM leidt tot heroverweging van keuze tot verkopen en een heronderhandeling van het bod

Tijdens de onderhandelingen met Koper in mei 2022 ontstond binnen PZEM twijfel over de aantrekkelijkheid van het bod. Het beeld was dat de recente sterke resultaten en de goede perspectieven voor de volgende jaren, zelfs als daarin een onrustige markt en verhoogde risico's werden meegewogen, niet tot uiting kwamen in de geboden koopprijs.

PZEM heeft in april 2022 een onafhankelijk derde, adviesbureau Roland Berger, gevraagd het bod van Koper te beoordelen op zijn totstandkoming en te vergelijken met scenario's waarin PZEM de *wholesale* activiteiten niet of later zou verkopen. Roland Berger kwam tot de conclusie dat

- het bod van Koper onder competitieve druk en in het kader van een gedegen marktbenadering tot stand gekomen was;
- later verkopen (rond 2024/5) van delen van en het beëindigen van de resterende *wholesale* activiteiten tenminste € 50-60 mln meer zou opleveren voor de aandeelhouders; en
- bij helemaal niet verkopen het financieel voordeel misschien nog hoger kon uitvallen.

Deze afweging van scenario's dient natuurlijk wel te passen binnen de aandeelhoudersstrategie die het afscheid nemen van de risico's van *wholesale* door herstructurering voorop stelt. Het scenario om de verkoop op te splitsen en uit te stellen, samen met het eigenstandig beëindigen van sommige activiteiten past binnen de aandeelhoudersstrategie. Niet verkopen zou de facto vragen om een herziening van de aandeelhoudersstrategie.

Op basis van het rapport van Roland Berger neigde PZEM in juni 2022 tot het stopzetten van het verkoopproces.

Op verzoek van de aandeelhouders heeft PZEM de onderhandelingen opnieuw geopend en gepoogd het bod te heronderhandelen met als doel om het gat tussen de scenario's "verkopen" en "later (in delen) verkopen en herstructureren" te overbruggen.

Heronderhandeling bracht als procesrisico mee dat Koper misschien de onderhandeling zou afbreken, waardoor het verkoopproces de facto zou eindigen. Destijds was de tweede bidder niet meer betrokken. Bovendien zou de tweede bidder een nog grotere stap moeten maken tussen haar bod en de voorwaarden die door PZEM acceptabel bevonden werden. Niettemin was het vanuit aandeelhoudersperspectief goed om eerst te onderzoeken of Koper haar bod zou willen verbeteren tot een interessant(er) niveau en niet eenzijdig als PZEM te besluiten het verkoopproces te stoppen.

De heronderhandeling tussen Koper en PZEM is succesvol verlopen waarbij Koper haar bod met € 60 mln verhoogd heeft en er door latere verkoop en betere marktomstandigheden in 2022 er nog eens € 20 mln bij kwam. Dat Koper haar bod dusdanig verhoogd heeft, geeft blijk van zowel het waarderen van de recente prestaties van PZEM, als de sterke wens van Koper om in de Nederlandse markt actief te worden.

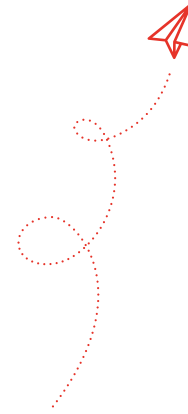
Het verbeterde bod gaf PZEM voldoende basis om het verkoopproces door te zetten en toe te werken naar een koopovereenkomst.

Het pogen te heronderhandelen vanuit een eigen business case is gedrag dat van een *market economy operator* verwacht mag worden en versterkt het beeld dat PZEM zich als *market economy operator* heeft opgesteld in het verkoopproces.



4

Analyse prijs & voorwaarden



Samenvatting

- De koopovereenkomst bevat een prijsmechanisme. Het te betalen bedrag is pas exact bekend op de geplande transactiedatum, die nu voorzien is op 1 januari 2023.
- In de prijs zit een variabel element waardoor Koper een stuk van de prestaties over 2023 en 2024 apart afrekent met PZEM.
- Op basis van de laatste inzichten ontvangt PZEM EUR 205 mln voor de *wholesale* activiteiten.
- Dat bedrag is lager dan de boekwaarde waardoor PZEM een boekverlies lijdt van ongeveer € 148 mln over 2022.
- Door de sterke resultaten in 2022 maakt PZEM ondanks dit boekverlies nog wel winst.
- De verkoop reduceert het risicoprofiel van PZEM maar creëert ook een tijdelijk risico door de verkoop van elektriciteit van de kerncentrale via Koper.
- Onderdeel van de risicobeheersing is een onttrekkingsbeperking voor PZEM, die het dividend in 2023 maximeert op € 100 mln.
- Pas vanaf 2024 ontstaat er naar verwachting ruimte voor een hoger dividend.

Conclusies

- De heronderhandeling heeft de prijs aanzienlijk verhoogd. Een andere bieder (die in een eerder stadium lager bood) zou naar alle waarschijnlijkheid niet meer bieden.
- De opbouw van het te betalen bedrag in de koopovereenkomst is inzichtelijk en gangbaar voor een dergelijke transactie.
- Het is niet ongebruikelijk dat bij verkoop een boekverlies ontstaat, zeker als het doel is afscheid te nemen van risico's.
- De bijzondere risico's die voortkomen uit de verkoop van elektriciteit van de kerncentrale via Koper hebben geleid tot een duidelijke set aan mitigerende maatregelen.

De prijs die Koper betaalt, bestaat uit het bod op de aandelen plus de waarde van het werkkapitaal op moment van overdracht

De uiteindelijke prijs die Koper betaalt voor de *wholesale* activiteiten is in de koopovereenkomst afgesproken als een prijsmechanisme. Koper heeft namelijk een prijs voor de aandelen per 1 januari 2022 neergelegd, terwijl zij het bedrijf per 31 december 2022 of enkele maanden later overneemt. Dat betekent dat de prijs gecorrigeerd moet worden voor wat er in de tussenliggende periode gebeurt. Daarnaast bevat de prijs vaste bestanddelen, en bestanddelen waarvan de hoogte pas op transactiedatum of in geval van de variabele delen zelfs pas in 2023 en 2024 bekend zullen zijn.

De te betalen koopprijs bestaat uit

- een vaste component;
- een variabele component;
- een "earn out";
- een betaling voor de overname van niet operationele activa (zoals surplus liquiditeit) op de balans van de vennootschappen op de datum van overname; en
- een betaling voor de waarde van het werkkapitaal op de transactiedatum. Hoe meer werkkapitaal in de ondernemingen zit, hoe meer Koper betaalt. En vice versa. Deze afrekening van werkkapitaal is "euro voor euro".

Componenten	EUR M	Datum
Vaste prijscomponent	110	Transactie
Variabele component	20	Transactie
"Earn out"	20	2023 en 2024
Prijs voor niet-operationele activa	55	Transactie
Netto werkkapitaal correctie	[ntb]	Transactie
Totale koopprijs (verwacht)	205	

Met name de variabele component en de "earn out" zijn een resultaat van het onderhandelingsproces, waarbij Koper bereid was de overnameprijs te verhogen, als zij ook daadwerkelijk de winsten zou realiseren die PZEM verwachtte.

Vaste component

Koper heeft een vaste prijs neergelegd per 1 januari 2022. Omdat de koop later plaatsvindt, wordt die vaste prijscomponent aangepast met een verwacht rendement over de periode tussen bod en uiteindelijke transactie. Dit leidt dan tot een lagere vaste component. De werkelijke winst van PZEM over diezelfde periode was echter aanzienlijk hoger dan dat verwachte rendement, waardoor een groot deel van de winst over 2022 alsnog aan PZEM en haar aandeelhouders toekomt.

Variabele component

Variabel betekent in deze context dat de exacte hoogte nog berekend kan worden op dit moment. De variabele prijscomponent wordt geleidelijk 'vastgeklikt' de komende maanden tot de datum van overname. Het betreft de vooruitverkoop van productie van de Sloecentrale voor 2023 en 2024, waarover met Koper is afgesproken dat de winst daarop onderdeel van de koopprijs wordt. In totaal gaat het om een bedrag van ongeveer € 20 mln, waarvan € 9 mln al is vastgeklikt.

Earn out

De "earn out" component is resultaatsafhankelijk en moet nog verdiend worden. Als de *wholesale* activiteiten in 2023 en 2024 presteren zoals PZEM zelf verwacht op dit moment, dan betaalt Koper aan PZEM een bedrag van € 20 mln over de jaren 2023 en 2024.

De uiteindelijke koopprijs is naar verwachting lager dan de boekwaarde, wat tot een boekverlies in 2022 leidt

Voor zowel de niet-operationele activa als het werkkapitaal geldt dat PZEM deze waarde ook voor de transactie zelf uit de vennootschappen zou kunnen halen en dit 'vestzak-broekzak' is. Iedere euro die hier uiteindelijk meer of minder betaald wordt, betekent dat diezelfde euro meer of minder 'meegegeven' is.

Werkkapitaal

De werkkapitaal component is substantieel en beweegt. Een recente inschatting voor de stand ultimo 2022 zou leiden tot een prijscomponent van ruim € 100 mln (positief). Dit kan uiteindelijk een substantieel groter of kleiner bedrag worden afhankelijk van bijvoorbeeld betalingen die net voor of na de jaarwisseling betalen. 'meevallers of tegenvallers' in de werkkapitaalverrekening worden elders gecompenseerd en hebben dus geen netto impact op de positie van verkoper.

Betaling Koper

Het bedrag dat Koper uiteindelijk betaalt op de transactiedatum is de resultante van het hiervoor beschreven prijsmechanisme. We kunnen stellen dat € 130 mln van deze betaling de prijs is voor de *wholesale* activiteiten. De rest van de betaling is een bedrag voor de overname van liquiditeit en werkkapitaal die nog in de vennootschappen zit, een bedrag waarvan € 55 mln al gekend is en de definitieve werkkapitaalafrekening pas op de transactiedatum plaatsvindt.

De € 20 mln earn out is afhankelijk van de resultaten over 2023 en 2024 en volgt dus pas na transactiedatum.

Boekwaardeverlies

De prijs van € 205 mln voor de *wholesale* activiteiten van PZEM leidt in de boeken van PZEM/ZEH tot een boekverlies. De activiteiten staan namelijk voor een hogere waarde in de boeken. De afrekening van het werkkapitaal laten we hier buiten omdat het "euro voor euro" plaatsvindt.

Het eigen vermogen, waarmee de activa van de *wholesale* activiteiten zijn gefinancierd, staat voor € 353 Miljoen Euro in de boeken. Het verschil van circa € 148 mln moet PZEM als boekverlies nemen en komt direct ten laste van het eigen vermogen.

Door het hoge operationele resultaat over 2022, van de *wholesale* activiteiten en de kerncentrale, betekent dit boekverlies naar verwachting niet dat PZEM in de jaarrekening van 2022 een verlies zal rapporteren. Door het boekverlies uit de transactie wordt de winst alleen lager. Die ook pagina 29.

Het nemen van een boekverlies in het kader van een verkooptransactie is geen uitzondering. Transactiepreizen wijken altijd af van de boekwaarde, zowel in positieve als negatieve zin. De boekwaarde van de *wholesale* activiteiten bestaat grotendeels uit de boekwaarde van het belang in de Sloecentrale en het werkkapitaal van de business-to-business activiteiten.

Gegeven de totstandkoming van de prijs in de markt, versterkt door het besluit van EDF om mee te verkopen tegen vergelijkbare voorwaarden, lijkt de boekwaarde van de Sloecentrale boven de huidige marktwaarde in de PZEM boeken te staan. Voor de overige activiteiten is dit moeilijker direct te observeren.

Met deze transactie stoot PZEM risicovolle activiteiten af, maar accepteert het tijdelijke risico's, waarvoor aanvullende afspraken zijn gemaakt

De verkoop van de *wholesale* activiteiten creëert een tweetal belangrijke contractuele relaties tussen PZEM en Koper

- Het verkoopcontract regelt de prijs en voorwaarden
- Een energieleveringscontract, dat zorgt dat PZEM via Koper de elektriciteit van ondermeer de kerncentrale kan (blijven) verkopen

Deze twee contracten hebben een impact op het risicoprofiel van PZEM. We kijken hierbij niet naar de risico's van de achterblijvende activiteiten, die loopt PZEM namelijk altijd, met en zonder verkoop. Logischerwijs neemt het risicoprofiel van PZEM af door de verkoop. Daar staat tegenover dat de transactie ook twee soorten risico creëert:

- Risico's die voortkomen uit de koopovereenkomst.
- Risico's die zitten in de leveringsovereenkomst die regelt dat PZEM de elektriciteit van de kerncentrale via Koper verkoopt.

Risico's die voortkomen uit de koopovereenkomst

Dit betreft in de basis geen afwijkende risico's. Bij het verkopen van bedrijven zullen de eigenaren moeten garanderen dat informatie die ze aan Koper hebben verstrekt, zoals jaarrekeningen, ook daadwerkelijk kloppen. Als garanties worden ingeroepen is dat omdat er een probleem boven water komt dat PZEM had moeten weten en melden ten tijde van de transactie. Dit zijn gangbare garanties, die tijdelijk van aard zijn en waarvoor PZEM/ZEH terecht aan de lat staat.

Risico's die voortkomen uit de verkoop van elektriciteit via Koper

Na verkoop heeft PZEM geen directe toegang meer tot de energiemarkt. De elektriciteit van de kerncentrale verkoopt zij daarom via Koper. Zij gaan hiervoor een energieleveringsovereenkomst aan.

Op dit moment heeft PZEM toegang tot de energiemarkt via een bank. Die bank verplicht PZEM om geld te storten als zekerheid voor het na kunnen komen van de verplichtingen van PZEM. Dit is in de huidige energiemarkt een ongelimiteerd en groot liquiditeitsrisico. Het is ook een reden dat verschillende (ook grote) Europese energiebedrijven staatsteun/nationalisatie nodig hebben gehad.

Door de elektriciteit via Koper te verkopen, maakt PZEM afspraken met Koper in plaats van met de bank. Daarbij zijn afwijkende voorwaarden overeengekomen:

1. er is een plafond afgesproken voor de hoeveelheid geld die PZEM aan Koper moet overmaken als zekerheid. Dit plafond is dragelijk voor PZEM en daarmee risicoverlagend.
2. Koper wordt schakel tussen PZEM en de markt en ontvangt gelden als zekerheid voor de marktposities. Hierdoor loopt PZEM een debiteurenrisico op Koper. Wat als Koper niet (terug)betaalt? Voor een deel wordt dit risico afgedekt door een garantie van de moeder van Koper. Daarnaast kan PZEM het leveringscontract verbreken als Koper niet betaalt. Door de hoge energieprijzen kan zij daarmee het eventuele verlies dekken.

De omvang van dit risico neemt af met de afbouw van de vooruit verkoop van elektriciteit van de kerncentrale. In 2023 is nog 50 % van de elektriciteit vooruit verkocht, in 2024 nog slechts 25 %. Het plafond en de omvang van de moedermaatschappijgarantie volgen de afbouw.

Hoewel dit een bijzonder risico is in de transactie, heeft PZEM een gedegen risicomanagement structuur uitgewerkt en afgesproken, waardoor het liquiditeitsrisico en het debiteurenrisico beheerst worden.

Verkoop leidt niet tot een eenmalig hoger dividend in 2023 door een onttrekkingsbeperking die in 2024 vervalft

Het dividendbeleid van PZEM schrijft voor dat PZEM in de basis de gerealiseerde winst uitkeert, plus een component die over een langere periode de surplusliquiditeit van PZEM terugbrengt tot het niveau dat nodig is voor de ontmanteling van de kerncentrale. Het dividendbeleid kent verder 3 toetsen op (i) beschikbare liquiditeit, (ii) beschikbaar uitkeerbare vermogenreserve en (iii) de dekking van de amoveringsverplichting van de kerncentrale conform de balans.

Op basis van energieprijzen per 30 juni 2022 verwacht PZEM de volgende resultaten (in € mln):

P&L - ZEH						
€m	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Resultaat na belastingen	20	(22)	235	153	224	153

Hierin zit al de € 148 mln afboeking door de verkoop van *wholesale* in 2022 verwerkt, evenals het terugdraaien van de afschrijving (positief effect) op de kerncentrale van ca € 150 mln in 2021. De "earn out" zit verwerkt in de jaren 2023 en 2024.

De lezer zij zich er terdege van bewust dat deze prognoses zijn gebaseerd op de stand van de elektriciteitsprijzen op 30 juni van dit jaar. Dat betekent dat de resultaten voor 2023 en 2024 onzeker zijn en aanzienlijk hoger danwel lager kunnen uitvallen.

Gezien de verplichtingen en risico's die over en weer ontstaan door het leveringscontract voor de elektriciteit van de kerncentrale, zijn PZEM en Koper een vorm van instandhoudingsverplichting van PZEM en van Koper (PEC) overeengekomen in de koopovereenkomst. In feite komt deze instandhoudingsverplichting neer op een onttrekkingsbeperking voor de periode tot 31 maart 2024. Onderdeel van deze afspraak is een dividendplafond voor PZEM van € 100 mln voor 2023. De verkoop leidt daarmee nauwelijks tot een extra dividend in 2023 ten opzichte van het huidige dividendbeleid.

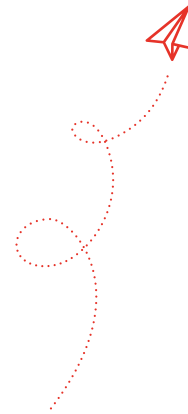
De inschatting van PZEM is overigens, dat het dividend mogelijk niet (veel) hoger dan de € 100 mln zou uitkomen, in het geval de verkoop niet door zou gaan. Dit als gevolg van de onzekere energieprijzen en de daaraan gerelateerde liquiditeitsbehoefte en het kapitaalbeslag.

In 2023 en 2024 loopt de voorwaartse verkoop van de elektriciteit van de kerncentrale uit de boeken en vervallen de bijbehorende liquiditeitsposities en verplichtingen. Dit is goed te zien in de balansprognoses van PZEM (hier niet opgenomen). Rekening houdend met de drie toetsen in het dividendbeleid zal een gedeelte van deze vrijval in liquiditeit als additioneel dividend kunnen worden uitgekeerd.



5

Beantwoording vragen second opinie en conclusies



Beantwoording van de vragen in de second opinie (1)

Heeft PZEM zich opgesteld als *Market Economy Operator*?

1. Het antwoord hierop is ja.
2. PZEM heeft, ondersteund door KPMG en Nauta Dutilh, een competitief proces doorlopen, dat open stond voor solide partijen die concurreerden op een gelijk speelveld.
3. De uitkomst daarvan beoordelen we als fair. De voorkeursbieder, waarmee PZEM exclusief heeft verder onderhandeld, had duidelijk het beste bod neergelegd.
4. Hoewel het bod de door de markt geboden prijs was, heeft PZEM, gezien de bijzondere marktomstandigheden, terecht de afweging gemaakt of een andere manier van herstructureren niet in een hogere aandeelhouderswaarde zou resulteren.
5. Op basis van deze heroverweging heeft PZEM het bod heronderhandeld en is in staat geweest om een aanzienlijke verbetering van de koopprijs te realiseren.

Wat vinden we van de prijs en voorwaarden?

1. De overnameprijs is de uitkomst van een marktproces ('gecontroleerde veiling'). Tekenend is dat EDF haar deel van de Sloecentrale ook mee verkoopt. De prijs die tot stand gekomen is beschouwen we als de marktprijs voor *wholesale*.
2. De grote onzekerheid in de energiemarkt biedt zowel kansen als bedreigingen. Daardoor zijn het verdienpotentieel maar ook de risico's groter geworden. Een objectieve waarde is in de huidige markt ook niet vast te stellen. PZEM is in de onderhandelingen in staat geweest de kansant te gebruiken om een aanzienlijk hogere prijs uit te onderhandelen dan het oorspronkelijke bod.
3. Het feit dat PZEM ongeveer € 148 mln boekverlies moet nemen, betekent in onze optiek niet dat de prijs slecht is. Kennelijk biedt de 'markt' minder dan de boekwaarde. Ook uit de analyses van PZEM van alternatieven voor verkoop kwam naar voren dat de kans op het nemen van boekverliezen groot was.
4. We constateren dat de koopovereenkomst de gebruikelijke voorwaarden en risico's voor verkoper bevat. PZEM heeft geen bijzondere (risicovolle) voorwaarden moeten accepteren om de verkoop tot stand te laten komen. De "earn out" regeling zien wij niet als een negatieve voorwaarde, maar als kans voor de aandeelhouders om mee te delen in toekomstige winsten.
5. De afspraak dat PZEM en Koper (PEC) geen geld mogen uitkeren is geen ongebruikelijke voorwaarde, om te waarborgen dat koper én verkoper hun verplichtingen kunnen nakomen. Zij geldt dus voor beiden, waarbij PZEM, als uitzondering op de beperking, het is toegestaan maximaal € 100 mln uit te keren.

Beantwoording van de vragen in de second opinie (2)

Bereiken de aandeelhouders een reductie van risico?

1. Naast een beter verdienpotentieel zijn in de huidige energiemarkt ook de risico's voor PZEM aanzienlijk toegenomen. Door verkoop wordt het risico op verliezen, die het gevolg kunnen zijn van de leverings-, marktrisico's maar ook het bredere ondernemersrisico van *wholesale*, afgestoten.
2. De verkoop vergroot niet de risico's van de exploitatie van de kerncentrale. Wel wordt het liquiditeitsrisico, dat voortkomt uit het vooruit verkopen van elektriciteit van de kerncentrale, scherper beheerst, door een maximale hoeveelheid (liquide) zekerheid af te spreken met Koper.
3. De verkooptransactie zelf leidt tot een aantal (tijdelijke) risico's, die PZEM scherp voor ogen heeft en waarvoor PZEM een duidelijke en naar verwachting effectieve beheersingsstrategie toepast.
4. Het nieuwe contract voor de verkoop van de elektriciteit van de kerncentrale door PZEM via Koper creëert in de huidige markt een fors doch tijdelijk financieel risico tussen PZEM en Koper. In de koopovereenkomst en de leveringsovereenkomst zijn mechanismen voorzien die dit risico beheersen en afbouwen.

Wat is de impact van verkoop op het dividend?

1. Weliswaar wordt er op transactiedatum al € 185 mln van de koopprijs van circa € 205 mln ontvangen, met Koper is afgesproken dat het dividend in 2023 beperkt blijft tot max € 100 mln.
2. Verkoop biedt dus pas vanaf april 2024 kans op een hoger dividend. De directie van PZEM geeft aan dat zonder verkoop de uitkering mogelijk niet veel hoger zou zijn geweest als gevolg van de grote onzekerheid en liquiditeitsrisico's in de huidige markt.

Wat is de impact van verkoop op andere/economische belangen?

1. De verkoop biedt de kans dat het bedrijf behouden blijft voor Zeeland. Koper wil het bedrijf uitbouwen en de koopovereenkomst bevat de afspraak dat de komende twee jaar er geen ontslagen of een reorganisatie plaats zullen vinden.

Conclusie second opinie

Naar onze mening heeft PZEM zich opgesteld als *markt economy operator*. We constateren dat PZEM:

- een goed gestructureerd en competitief proces heeft doorlopen om te komen tot een voorkeursbieder met wie zij verder heeft onderhandeld op exclusieve basis;
- de verkoop heeft heroverwogen omdat een andere vorm van herstructurering mogelijk tot meer aandeelhouderswaarde zou kunnen leiden; en
- het oorspronkelijke bod heeft heronderhandeld om het geconstateerde gat tussen “nu verkopen” en het alternatief “later verkopen c.q. liquideren” te overbruggen.

Ondanks de turbulente marktomstandigheden, ligt er nu een gecommiteerde en verbeterde prijs van een stevige Europese marktspeler, die de intentie uitspreekt om de *wholesale* activiteiten van PZEM verder uit te bouwen. We kwalificeren de prijs als de uitkomst van een marktconform competitief proces.

PZEM heeft geen bijzondere (negatieve) voorwaarden moeten accepteren om de *wholesale* activiteiten te kunnen verkopen. Verkoop leidt altijd tot een tijdelijk risico, omdat de verkoper moet instaan voor bijvoorbeeld de juistheid van de verstrekte informatie. De “earn out” regeling zien wij niet als een negatieve voorwaarde maar als kans voor de aandeelhouders om mee te delen in toekomstige winsten.

De verkoop leidt tot een nieuw contract voor de verkoop van de elektriciteit van de kerncentrale door PZEM via Koper. In de huidige markt met hoge prijzen creëert dat tijdelijke financiële risico's tussen PZEM en Koper van grote omvang. In de koopovereenkomst en de leveringsovereenkomst zijn mechanismen voorzien die deze financiële risico's beheersen en afbouwen.

Tot slot kunnen we de overname afwegen tegen het alternatief dat past binnen de aandeelhoudersstrategie. Wij schatten in dat niet nu verkopen betekent dat PZEM tenminste de komende jaren haar *wholesale* activiteiten niet kan verkopen en dat de kans op een succesvolle verkoop van *wholesale* als geheel in de toekomst verkleind wordt. Wij verwachten, in lijn met het scenario van Roland Berger, dat PZEM zal moeten herstructureren door verkoop en liquidatie van losse bedrijfsdelen op zijn vroegst over 3 jaar. EDF zal waarschijnlijk in de tussentijd haar belang in de Sloecentrale zal verkopen.

Samenvattende conclusie second opinie

We constateren dat de overname van *Wholesale* door Koper, op basis van de afspraken in de koopovereenkomst, een goede keuze is voor de aandeelhouders omdat zij

1. past binnen de aandeelhoudersstrategie;
2. gebeurt tegen een prijs die
 - kan worden gezien als “een faire prijs van de markt”;
 - een reflectie is van de kansen en risico's in de huidige turbulente energiemarkt;
3. de resultante is van een goed georganiseerd en goed doorlopen verkoopproces;
4. het risicoprofiel van PZEM aanmerkelijk verbetert (minder); en
5. de kans biedt dat PZEM, als bedrijf in Zeeland, behouden blijft.

Aansluiting op de aandeelhoudersstrategie

Aspecten aandeelhoudersstrategie	Conclusies
<p>Het (op termijn kunnen) beëindigen van het publieke aandeelhouderschap in energieproductie en -leveringsactiviteiten die qua aard en risicoprofiel niet bij een publieke aandeelhouder passen.</p>	<p>PZEM kan afscheid nemen van deze risico's voor zover ze betrekking hebben op <i>Wholesale</i>. Bij verkoop ontstaan tijdelijke risico's, maar het risicoprofiel van PZEM verbetert juist door de transactie op de middellange termijn.</p>
<p>Het rechtstreeks in publiek eigendom brengen van Evides zonder dat dit de levensvatbaarheid van PZEM in gevaar brengt.</p>	<p>Door de onttrekkingsbeperking is het dividend in 2023 waarschijnlijk toereikend om de financiële verplichtingen die voortkomen uit de Evides transactie te dekken. Na 2023 ontstaat er meer ruimte voor dividend.</p>
<p>Verkoop mag niet tot de conclusie leiden dat de reservering van voldoende gelden voor de amovering van de kerncentrale Borssele in gevaar komt.</p>	<p>Dit komt niet in gevaar. Door de hoeveelheid geld, die als zekerheid dient in het leveringscontract, te limiteren, neemt het risico zelfs iets af ten opzichte van de huidige situatie.</p>
<p>Herstructurering van PZEM met behoud van zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde en met oog voor andere belangen zoals die van werknemers.</p>	<p>Door de strategische heroverweging van het bod en de heronderhandeling is de koopprijs significant gestegen. Of herstructurering door latere verkoop meer oplevert is onzeker en brengt ook risico's met zich mee.</p> <p>Verkoop behoudt het energiebedrijf in ieder geval de komende jaren in Zeeland, met een aandeelhouder die wil investeren in het bedrijf.</p>



Wijnhaven 23
3011 WH Rotterdam
Nederland
+31 10 275 59 90

info@rebelgroup.com
www.rebelgroup.com