

STRICTLY CONFIDENTIAL

BEVAT KOERS- EN
BEDRIJFSGEVOELIGE
INFORMATIE ONDER DE WOO

Analyse kapitaalbehoefte

Stedin

Augustus 2022

DRAFT

Toelichting op belangrijke assumpties (1/2)

Introductie

Scope analyse

- Deze analyse is gebaseerd op de ontvangen informatie n.a.v. de verzoekenlijst en twee Q&A sessies

Toegang tot Stedin

- Stedin heeft zich coöperatief opgesteld en voldaan aan de informatieverzoeken

Kwaliteit informatie

- Gedurende de Q&A sessies hebben Stedin en haar adviseur inzicht gegeven in het model, verschillende assumpties toegelicht en op verzoek gevoeligheden van de business case getest.
- Tijdens de eerste Q&A sessie heeft Rabo ook inzicht gekregen in de uitgebreide regulatory engine in het model
- Het model en de toelichting waren goed onderbouwd en laten het benodigde detail zien

Item	Assumpties	Toelichting Rabobank
P&L items		Comfort
Omzet	- Omzet-ontwikkeling gebaseerd op totale maatstafregulering van ACM en de totale investeringen/opex/SO van Stedin en (schatting van) de sector. - In 2027 reset en nieuwe regulering en daarmee een sprong in de asset base	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Inkoopkosten (incl. netverliezen)	- Kosten vrijwel geheel gerelateerd aan investeringen en is onderdeel van het vaststellen van het SIP - Daling van inkoopkosten netverliezen zowel in absolute aantal als in % van omzet door vroegtijdig vastleggen energiekosten waardoor stijging vertraagd in de cijfers te zien is	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Loonkosten	- Significante stijging in 2023 gerelateerd aan een correctie in 2022 op de geactiveerde kosten voor inhuur van personeel - Stedin huurt onder andere personeel in van aannemers en kan daardoor geen inzage geven in exacte FTE ontwikkeling	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Sector efficiëntie	- Op lange termijn is sector efficiëntie verondersteld en worden verschillen rechtgetrokken die zijn ontstaan door timing van investeringen en afschrijving van historische activa. - Informatie is gebaseerd op publieke informatie en een jaarlijkse	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Cash flow items		
Capex	- Totale investering in de komende 10 jaar zoals uiteengezet in het SIP - Categorisatie lastig door overlap in categorieën: planning o.b.v. lange termijn; in geval van financieel tekort zal uitstel worden gezocht binnen wettelijke plicht (en zal pro-activiteit verminderen) - Geen rekening gehouden met congestiekosten en FFSS - Ongereguleerde capex slechts maximaal	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Toelichting op belangrijke assumpties (2/2)

Introductie

Scope analyse

- Deze analyse is gebaseerd op de ontvangen informatie n.a.v. de verzoekenlijst en twee Q&A sessies

Toegang tot Stedin

- Stedin heeft zich coöperatief opgesteld en voldaan aan de informatieverzoeken

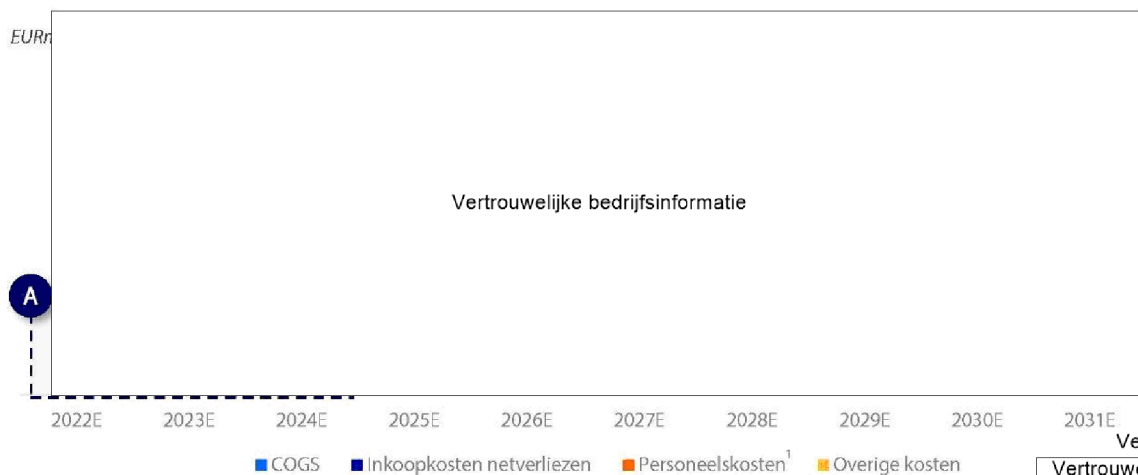
Kwaliteit informatie

- Gedurende de Q&A sessies hebben Stedin en haar adviseur inzicht gegeven in het model, verschillende assumpties toegelicht en op verzoek gevoeligheden van de business case getest.
- Tijdens de eerste Q&A sessie heeft Rabo ook inzicht gekregen in de uitgebreide regulatory engine in het model
- Het model en de toelichting waren goed onderbouwd en laten het benodigde detail zien

Item	Assumpties	Toelichting Rabobank
Cash flow items		Comfort
FFO	Huidige FFO wordt gebruikt voor de huidige schuld, waar Stedin toe wil wettelijke bedrijfsinformatie gebouwd in financieel beleid	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Dividenden	Pay-out ratio van 50% in geval van positieve net income	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Andere items		
WACC	Doen zelf geen aannames voor nieuwe reguleringsperiode (2027): enige impact die er doorheen loopt is de forward curve	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Rente	Rentestanden van juni 2022 met 15-jaars forward gebruikt voor de forecast (tweejaars gemiddelde)	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Inflatie	Actuele inflatie is gebruikt in het model voor de komende jaren (voor zowel omzet als kosten). Vanaf 2026 2%. Inflatie verschilt t.o.v. berekening x-factor	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Opex overzicht



	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Totale groei	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie									
% vd omzet										
COGS groei ²										
Pers. kosten groei ¹										
Kosten per SO										

Noot 1. Netto voor gekapitaliseerde kosten; Noot 2: Exclusief inkoopkosten netverliezen; Noot 3: Verschillen kunnen ontstaan door andere timing van investeringen en/of afschrijvingen van historische activa (die in 2000 zijn geactiveerd)

Commentaar

- Stedin's operationele kosten bestaan uit personeelskosten, COGS en gecontracteerd werk (waaronder inkoopkosten netverliezen), overige en gekapitaliseerde kosten
 - Actuele inflatie is meegenomen in het model
- Stedin schat de operationele kosten in adhv het strategisch investeringsplan (voor de komende 15 jaar) en overige activiteiten (voor de komende 5 jaar)

- A** COGS stijgt als gevolg van hogere actuele prijzen en een toename in (verplichte) investeringen (dit is de grootste driver)
- B** In 2018 is een besparingsprogramma gestart dat is herijkt in 2021 met als doel om c. EUR 1 miljard te besparen in 2025. Hiervan is nu EUR 0,5 miljard gerealiseerd. De volgende stappen zien vooral op innovatie
- C** Als gevolg van nieuwe regulering verwacht Stedin een omzet sprong en worden de verschillen in activa kleiner vanaf 2027

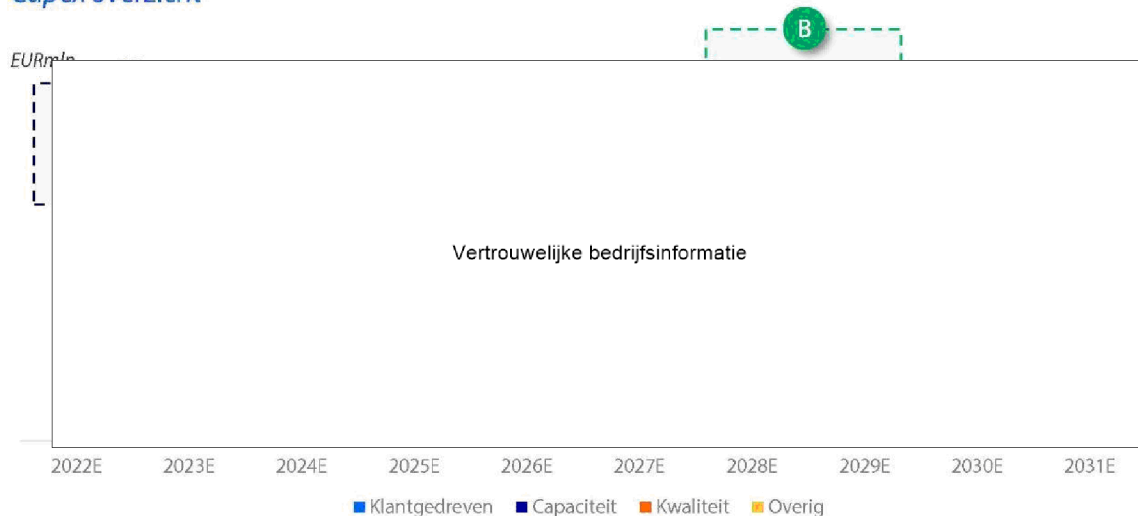
- Op de lange termijn is er

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

- Om gevoeligheid van stijgende kosten in de prognose uit te wijzen zijn er scenario's gedraaid met een +10% opex stijging (p. 17)

Totale capex omvang van voor de komende 10 jaar om energie transitie acceleratie bij te benen

Capex overzicht



	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Totale groei	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie									
'Klant' groei										
'Capaciteit' groei										
'Kwaliteit' groei										
'Overig' groei										

Noot 1: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Noot 2: Stedin geeft aan vanaf Q3 2023 alternatieven te moeten ontwikkelen, zoals afschalen van investeringen, indien geen zicht op een oplossing.

Commentaar¹

- Stedin's investeringsplannen worden jaarlijks obv verschillende scenario's voorbereid. Er wordt een lange-termijn visie (15 jaar) aangehouden. Capex voor 2022 en 2023 ligt daardoor grotendeels vast, gebaseerd op een lijst met aanvragen.
- Uitstellen van investeringen is door wettelijke verplichtingen niet altijd mogelijk en wanneer dit wel zou moeten kan dit negatieve effecten hebben op de realisatie van de energietransitie en lagere leveringszekerheid²
 - Afschalen van kwaliteitsinvesteringen kan tot storingsgevoeligheid leiden en tot de toename van risico's op ongelukken
 - Uitstellen van capaciteitsinvesteringen heeft effecten op het voldoen aan de vraag en zal het verdienvermogen aantasten
- A** Stedin's investeringsplan is 10% gestegen t.o.v. 2021 door:
 - Huidige prijspeil en actuele inflatie
 - Klantvraag naar warmtepompen, duurzame energie-opwek en elektrisch laden
 - Er is geen buffer opgenomen voor als de investeringen mogelijk hoger uitvallen als gevolg van 'Fit For 55' en congestie
- B** Stedin verwacht vanaf 2029 een afname, o.a. door verminderde klantvraag
 - Gevoeligheid voor toenemende capex is uitgewerkt in een scenario (p. 17)

Stedin laat een kapitaalbehoefte zien van EUR 2000-5000 in 2022 en EUR 2000-5000 tot 2031 bij een FFO/ND van 12%

FFO en investeringsprogramma

- Het investeringsprogramma van Stedin omvat de periode met 2031
- Het investeringsprogramma laat het 'basis' scenario zien van Stedin en houdt rekening met acceleratie van de energietransitie om de klimaatdoelen te kunnen halen
- Het investeringsprogramma bevat geen buffer of veiligheidsmarge voor onvoorziene additionele investeringen



FFO, Netto schuld en rating

- Stedin verwacht zonder steun op de korte termijn (dit jaar) een negatieve outlook, met daarop volgend een downgrade naar BBB+
- De cijfers laten een dalende FFO/Netto schuld zien, welke in lijn zijn met een BBB+ rating



De kapitaalbehoefte in het "Basis scenario"

- De kapitaalbehoefte van Stedin is gebaseerd op de input van Stedin. De input van Stedin veronderstelt geen additioneel kapitaal (een nulmeting). Waar een vervulde kapitaalbehoefte wordt verondersteld, heeft Rabobank een aanpassing gedaan op FFO (neemt toe met de netto 'bespaarde' rente kosten) en Netto schuld (neemt af met netto 'bespaarde' rentekosten)
- Voor de kapitaalbehoefte in 2022 geldt dat de toezegging van dit kapitaal is urgenter dan de daadwerkelijke uitkering er van, deze zou ook pas in 2023 plaats kunnen vinden
- Deze behoefte gaat uit van een FFO/Netto schuld van 12% en bevat een aanpassing op FFO en schuld, afgeleid van de rente kosten die bespaard zouden worden door het aantrekken van kapitaal¹
- De kapitaalbehoefte is gebaseerd op het behoud van een A- rating en een FFO/Netto schuld van 12%. Het daadwerkelijke minimum level FFO/Netto schuld dat S&P hanteert is 11%

1

Basis scenario met 12% FFO/Netto schuld¹ (in EUR mrd)



Noot 1: De cijfers die ten grondslag liggen aan deze analyse zijn afgeleid van de input van Stedin. De input van Stedin veronderstelt geen additioneel kapitaal (een nulmeting). Waar een vervulde kapitaalbehoefte wordt verondersteld, heeft Rabobank een aanpassing gedaan op FFO (neemt toe met de netto 'bespaarde' rente kosten) en Netto schuld (neemt af met netto 'bespaarde' rentekosten)

De kapitaalbehoefte kan naar beneden worden gebracht binnen de huidige A- rating

Achterwegen laten van veiligheidsmarge

- Stedin beargumenteert dat een FFO/Netto schuld van 12% passend is bij het huidige financiële beleid om een A- rating te behouden
- Deze 12% FFO/Netto schuld bevat een prudente 1% veiligheidsmarge tot aan de 'downward trigger' van S&P: 11% FFO/Netto schuld
- Argumenten om een veiligheidsmarge aan te houden zijn:
 - Een veiligheidsmarge werkt als een buffer om tegenslagen op te vangen. Een 1% marge impliceert dat de FFO 8% (of EUR 30mln in 2020) kan dalen voordat de FFO/Netto schuld naar 11% zakt
 - De recente turbulentie op de energiemarkten heeft laten zien dat de FFO van Netwerkb企业n volatiel kan zijn op korte en middellange termijn, dit geeft aanleiding om een zekere veiligheidsmarge aan te houden
 - S&P geeft aan dat een buffer 'best practice' is en het meer comfort geeft naar de rating agency toe
- Argumenten om geen veiligheidsmarge aan te houden zijn:
 - S&P gaat over tot een downgrade als Stedin structureel onder de 11% FFO/Netto schuld blijft². Voor een dip van bijvoorbeeld 1 jaar is dit normaal gesproken niet het geval
 - Als Stedin zakt naar een FFO/Netto schuld van onder de 11% leidt dit mogelijk tot een downgrade naar BBB+, dit is nog steeds 'Investment grade' en biedt in principe voldoende toegang tot de kapitaalmarkten. In extreme marktomstandigheden kan de markt tijdelijk minder toegankelijk zijn en kunnen de kosten om te lenen flink stijgen voor Stedin
 - Ondanks dat S&P aangeeft voorkeur te hebben voor een buffer, kijken zij met name naar het financiële beleid: "is een bedrijf toegewijd de rating te behouden". Een buffer is hierin niet doorslaggevend
- Als de veiligheidsmarge achterwege wordt gelaten en een beleid wordt gevoerd op basis van 11% FFO/Netto schuld neemt de kapitaalbehoefte tot 2022 af tot 10 miljard, wat overeenkomt met het basis scenario
- De meest urgente kapitaalbehoefte in 2022 vermindert tot 10 miljard als de 11%-grens wordt gehanteerd

1 Basis scenario met 12% FFO/Netto schuld¹ (in EUR mrd)



2 Alternatief scenario met 11% FFO/Netto schuld¹ (in EUR mrd)



Noot 1: De cijfers die ten grondslag liggen aan deze analyse zijn afgeleid van de input van Stedin. De input van Stedin veronderstelt geen additioneel kapitaal (een nulmeting). Waar een vervulde kapitaalbehoefte wordt verondersteld, heeft Rabobank een aanpassing gedaan op FFO. Noot 2: S&P heeft een forward looking methode en berekent FFO/Netto schuld door naar de gerealiseerde resultaten te kijken van de afgelopen twee jaar en naar de forecast voor de komende 3 jaar en hier een gemiddelde van te nemen

De bijdrage van lokale overheden zou de kapitaalbehoefte met ca. EUR kunnen reduceren

Bijdrage lagere overheden tot EUR

- Stedin streeft er naar om een aandelenemissie aan de lagere overheden te doen.
 - De provincie Utrecht heeft een reservering van EUR 75mln gemaakt in de kadernota
 - De provincies Zeeland en Zuid-Holland kunnen ieder mogelijk een vergelijkbare storting doen
 - Toetredende gemeentes (zoals Utrecht en Amersfoort) kunnen gezamenlijk tekortkomen
- Stedin start in september het proces om toezeggingen voor de aandelenemissie te krijgen van lagere overheden
 - Naar verwachting zal de laatste politieke besluitvorming door lagere overheden in Q1 2023 volgen; zij zullen hierbij ook kijken naar de bereidheid van het Rijk om Stedin te steunen
- Indien lagere overheden inderdaad bijdragen aan de kapitaalbehoefte, zal de totale kapitaalbehoefte tot 2025 dalen
- De bijdrage van de lokale overheden lost naar waarschijnlijkheid niet de meest urgente kapitaal behoefte op, maar verschuift de kapitaalbehoefte in 2025 op naar 2026

Combinatie van scenario 2 & 3

- Als Stedin een lager FFO/Netto schuld beleid zou hanteren van 11% in combinatie met de bijdrage van de lokale overheden in 2024 blijft er een totale kapitaalbehoefte van ca. EUR in 2025
- De meest urgente kapitaalbehoefte in 2022 komt voort uit de huidige kapitaalbehoefte
- De toezegging van dit kapitaal is urgenter dan de daadwerkelijke uitkering er van, deze zou ook pas in 2023 plaats kunnen vinden

1 Basis scenario met 12% FFO/Netto schuld¹ (in EUR mrd)



3 Alternatief scenario met bijdrage lokale overheden¹ (in EUR mrd)



2 & 3 Alternatief scenario met 11% FFO/Netto schuld en bijdrage lokale overheden¹ (in EUR mrd)



Noot 1: De cijfers die ten grondslag liggen aan deze analyse zijn afgeleid van de input van Stedin. De input van Stedin veronderstelt geen additioneel kapitaal (een nulmeting). Waar een vervulde kapitaalbehoefte wordt verondersteld, heeft Rabobank een aanpassing gedaan op FFO (neemt toe met de netto 'bespaarde' rente kosten) en Netto schuld (neemt af met netto 'bespaarde' rentekosten). Noot 2: Volgens het RES proces dat Stedin heeft aangevraagd bij S&P ten aanzien van deze hybride lening

Als alternatief kan Stedin ook accepteren dat het een downgrade krijgt naar BBB+

Downgrade naar BBB+

- Als Stedin een downgrade naar BBB+ accepteert is de totale kapitaalbehoefte tot 2031 gereduceerd tot 10% van de totale kapitaalbehoefte in 2024.
- Een downgrade naar BBB+ maakt hogere schuld niveaus mogelijk, maar mogelijk tegen hogere kosten. De algehele financieringslasten zullen stijgen door de combinatie van een hoger schuld kwantum en hogere rentelasten. Zie een illustratief voorbeeld in appendix
- Er is hierbij rekening gehouden met de gewenste prudente veiligheidsmarge van 1% voor een downgrade naar BBB (onder 9%), waardoor een FFO/Netto schuld beleid gehanteerd wordt van 10%. De marge is in dit scenario beter te verantwoorden gezien de onwenselijke situatie van een downgrade naar BBB

Combinatie van scenario 3 & 4

- Als Stedin een downgrade accepteert en ook een bijdrage van EUR 100 miljoen aan lokale overheden ontvangt in 2024, is de totale kapitaalbehoefte tot 2031 gereduceerd tot 10% van de totale kapitaalbehoefte in 2024.

4

Alternatief scenario met 10% FFO/Netto schuld¹ (in EUR mrd)



3

& 4

Alternatief scenario met 10% FFO/Netto schuld en bijdrage lokale overheden¹ (in EUR mrd)



Noot 1: De cijfers die ten grondslag liggen aan deze analyse zijn afkomstig van de input van Stedin. De input van Stedin veronderstelt geen additioneel kapitaal (een nulmeting). Waar een vervulde kapitaalbehoefte wordt verondersteld, heeft Rabobank een aanpassing gedaan op FFO (neemt toe met de netto 'bespaarde' rente kosten) en Netto schuld (neemt af met netto 'bespaarde' rentekosten).

FFO/Netto schuld na kapitaalstortingen in 2022 en 2024

Na kapitaalstortingen in 2022 en 2024, ziet de FFO/Netto schuld er als volgt uit

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

2022

2023

2024

2025

2026

- Bovenstaande grafiek laat de FFO/Netto schuld ratio's zien na de kapitaalstortingen van het Rijk (2022) en de lokale overheden (2024). Omdat er na een kapitaalstorting minder schuld hoeft worden aangetrokken, heeft dit een positief effect op de verwachte FFO (door lagere rentelasten) en op netto schuld (door minder schuld en lagere rentelasten). Deze aanpassingen zijn op basis van versimpelde aannames meegenomen in de grafieken
- De bovenstaande grafiek laat de jaarlijkse voorspelde FFO/Netto schuld zien voor de volgende 4 scenario's

- De nulmeting is de FFO/Netto schuld zoals Stedin die presenteert. Indien er niks gedaan wordt zal Stedin's FFO/Netto schuld onder 11% uitkomen en daardoor op termijn gedowngrade worden naar BBB+

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie De lokale overheden in 2024 heeft waarschijnlijk niet voldoende effect om een downgrade te voorkomen tot BBB+ waardoor er behoefte blijft voor een kapitaalstorting vanuit het Rijk

- Een EUR 500mln storting van het Rijk in 2022 brengt de FFO/Netto schuld op het grens gebied tussen A- en BBB+. S&P heeft een forward looking methode en berekent FFO/Netto schuld door naar de actuals te kijken van de afgelopen twee jaar (FY21 11.3% en FY20 12.0%) en naar de forecast voor de komende 3 jaar en hier een gemiddelde van te nemen. Dit komt voor

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie zien dus net boven de grens van een A- rating

- Een EUR 500mln storting van het Rijk in 2022 en een EUR 500mln storting van de lokale overheden in 2024 brengt de FFO/Netto schuld op het grens gebied tussen A- en BBB+ in 2022 en 2023 en ruim boven de A-/BBB+ grens in 2024. De verwachting is dat deze combinatie van kapitaalstortingen voldoende zal zijn voor Stedin om de huidige A- rating te behouden

- Voor het kapitaal vanuit het Rijk geldt dat de toezegging urgenter is dan de daadwerkelijke storting. Als in 2022 een bedrag wordt toegezegd dat in 2023 wordt uitgekeerd is de verwachting dat S&P dit meeneemt in hun rating overweging

Mogelijke additionele maatregelen om kapitaalbehoefte te verminderen

Mitigerende maatregelen

Overwegingen

Reductie kapitaalbehoefte



Noot 1: Met een hybride instrument wordt bijvoorbeeld een eeuwigdurende obligatielening bedoeld; Noot 2: De maximale capacity is gelimiteerd door de "maximum hybrid capacity" die de kredietrating toelaat; Noot 3: De metering business van DNWG Infra

Overwegingen (1/2)

Overwegingen om niet te participeren in de voorgestelde EUR 500mln hybrid

Rating en kapitaalmarkt

- Kapitaalmarkt data laat zien dat er voldoende liquiditeit is op de kapitaalmarkten bij alle investment grade ratings (dus BBB- of beter), waarbij de liquiditeit in normale marktomstandigheden niet minder is in het geval van een BBB versus een A rating
- De additionele rentekosten bij een BBB rating zijn moeilijk vooraf te kwantificeren maar lijken op dit moment niet significant vanwege het relatieve kleine deel van de schuld waar dit hogere tarief op van toepassing zal zijn (alleen nieuw uit te geven schuld), ook in vergelijking met de rendementseis van eigen vermogen
- In geval van een downgrade naar BBB+ is een snelle 'upgrade' terug naar A- normaal gesproken niet te verwachten; echter in geval van een structurele wijziging in Stedin's situatie (zoals een kapitaalstorting en solide meerjarige commitment van het Rijk i.h.k. van Nachtwacht), hoeft een upgrade niet op zich te laten wachten
- De kans op een rating downgrade kan verkleind worden door progressie te laten zien op project Nachtwacht: bijvoorbeeld een publiek statement m.b.t. toezegging van overheidssteun of goedkeuring van een bijdrage door het parlement
- Mits lokale overheden ~~Vertrouwelijke bedrijfsinformatie~~ mits de markt voor hybride obligaties toegankelijk is, zou een alternatieve oplossing (combinatie van bijdrage lokale overheden en hybride bij institutionele investeerders) ruimte moeten bieden om binnen een A- rating te blijven op korte termijn

Impact op het Rijk

- Er wordt geen zeggenschap verkregen wanneer het Rijk participeert middels een hybrid
- Een hybrid moet per definitie eeuwigdurend zijn, dus indien er geen structurele oplossing komt die dit instrument uitneemt dan blijft het Rijk aan deze lening vastzitten
- De hoge nood bij Stedin zorgt momenteel voor druk op project Nachtwacht; die druk zou er toe kunnen leiden dat partijen sneller tot een oplossing komen en dat die oplossing wellicht aantrekkelijk is voor het Rijk, gegeven de druk die Stedin op de andere Netwerkbedrijven uitoefent om tot een transactie te komen (de nood blijft overigens wel bestaan maar wordt meer lange termijn)
- Een eerste commitment is met de hybride oplossing al gegeven door het Rijk en verslechtert daarmee mogelijk de onderhandelingspositie van het Rijk: Het Rijk heeft met een uitstaande hybrid ook eigen belang om tot participatie te komen en de urgentie is bij de Netwerkbedrijven verder naar de toekomst geschoven

Overwegingen (2/2)

Overwegingen om wel te participeren in de voorgestelde EUR 500mln hybrid

Rating en kapitaalmarkt

- Er is noodzaak en urgentie om te participeren als:
 - De A- rating van Stedin behouden dient te blijven
 - Stedin de ruimte dient te hebben voor mogelijke volatiliteit in FFO (bijv. vanwege netverliezen)
 - Participatie van het Rijk in Stedin op korte termijn als belangrijk signaal wordt gezien richting lokale overheden en S&P
- De redenen dat Stedin een A- rating zou moeten blijven behouden:
 - Historisch gezien hebben de Nederlandse Netwerkbedrijven altijd een A rating gehad
 - ACM bepaalt de financieringskosten op basis van een A rating
 - Alliander en Enexis hebben een A+ rating en investeerders vergelijken Stedin hiermee; indien het verschil in rating tussen Stedin en de andere Netwerkbedrijven te groot wordt, zouden investeerders ervoor kunnen kiezen om obligaties van Stedin te mijden
 - Een downgrade zou een interne cultuur bij Stedin kunnen creëren of versterken waarbij de focus ligt op het vermijden van investeringen, gegeven de financiële situatie en het feit dat Stedin ook de afgelopen twee jaar al minder heeft geïnvesteerd per aansluiting dan Alliander en Enexis
- Hoewel het meest waarschijnlijke scenario is dat een tijdelijke downgrade naar BBB+ geen ontoelaatbare gevolgen heeft, kleef er wel degelijk het risico dat in tijden van stress op de kapitaal markten het zou kunnen betekenen dat de historische spread tussen A- en BBB+ (van gemiddeld ca. 50bps) niet representatief is voor de toekomst
 - De maximale spread is de afgelopen 20 jaar zo'n 250bps geweest
- Het tijdig en snel acteren van de Staat geeft een positief signaal tegenover S&P en draagt bij aan de kans op GRE classificatie, wat weer leidt tot een lagere algehele kapitaal behoefte (1 notch uplift). S&P heeft aangegeven dat trage besluitvorming bij overheden een reden kan zijn om geen GRE classificatie toe te kennen
- De projecties die ten grondslag liggen aan de berekeningen (en conclusies) gaan uit van compensatie in 2022 door de ACM van de hogere kosten voor netverliezen. Ook houden de cijfers geen rekening met eventuele verdere stijging van kosten van netverliezen of andere financiële tegenvallers in de tweede helft van 2022. Participatie van het Rijk zou ook een buffer voor dit soort tegenslagen vormen

Impact op het Rijk

- Het Rijk zou tijdens de gesprekken over een tijdelijke oplossing de door haar beoogde zeggenschap - in geval van aandelenparticipatie - alvast op tafel kunnen leggen, daar commitment op kunnen vragen van Stedin en tegelijkertijd met Alliander en Enexis in gesprek kunnen gaan om hun instemming te krijgen voor de beoogde zeggenschap
- Een hybride instrument zoals voorgesteld door Stedin lijkt een van de weinige haalbare tijdelijke oplossingen gezien het belang van snelheid, marktconformiteit en flexibiliteit
- Het signaal dat het Rijk de Netwerkbedrijven ondersteunt bij de investeringen voor het realiseren van de energietransitie kan positief ontvangen worden en daarmee het draagvlak bij de vele verschillende stakeholders (bij het Rijk zelf, bij de Netwerkbedrijven en bij hun aandeelhouders) voor Project Nachtwacht kunnen vergroten
 - Anderzijds zou het niet steunen van Stedin als negatief kunnen worden ervaren door de verschillende stakeholders en kunnen zorgen voor een stroeve onderhandelingsdynamiek bij Project Nachtwacht

Samenvatting

Kans op een downgrade

- Wanneer het Rijk geen tijdelijke oplossing biedt aan Stedin zakt de FFO/Netto schuld naar verwachting onder de 11%, ook als lokale overheden niet bijdragen aan de financiering.
- S&P geeft aan dat zij in de regel tot een downgrade overgaat wanneer prestaties gedurende twee achtereenvolgende jaren beneden hurdle zijn; zonder steun van het Rijk zal dit laatste naar verwachting het geval zijn
- De kans op een downgrade kan worden verkleind worden door een publiek statement vanuit het Rijk op korte termijn met verdere toezeggingen omtrent steun aan Stedin. Hoe hard zo'n toezegging moet zijn moet getoetst worden bij S&P middels een RES proces

Mogelijke gevolgen van een downgrade

Kans op ongunstige kapitaalmarktvoorwaarden

- Als S&P zou overgaan tot een downgrade naar BBB+ loopt Stedin het risico de kapitaalmarkt te moeten betreden tegen ongunstige voorwaarden
- Het verschil tussen BBB+ en A- is onder normale marktomstandigheden te overzien: de delta is over de laatste 20 jaar gemiddeld 50bps en de BBB+ markt biedt voldoende liquiditeit
- Er bestaat echter een kans dat Stedin tegen ongunstige voorwaarden de kapitaalmarkt moet betreden indien zich een stress scenario voordoet zoals in 2012 met 250bps verschil tussen BBB+ en A-
- In de huidige volatiele marktomstandigheden is de kans op ongunstige kapitaalmarktvoorwaarden niet klein te noemen, echter een belangrijke vraag is hoe lang ongunstige omstandigheden zouden aanhouden en dus wat de impact op Stedin zou zijn (in de vorm van hogere rentelasten of het niet hebben van toegang tot kapitaal)

Impact op investeringsbereidheid

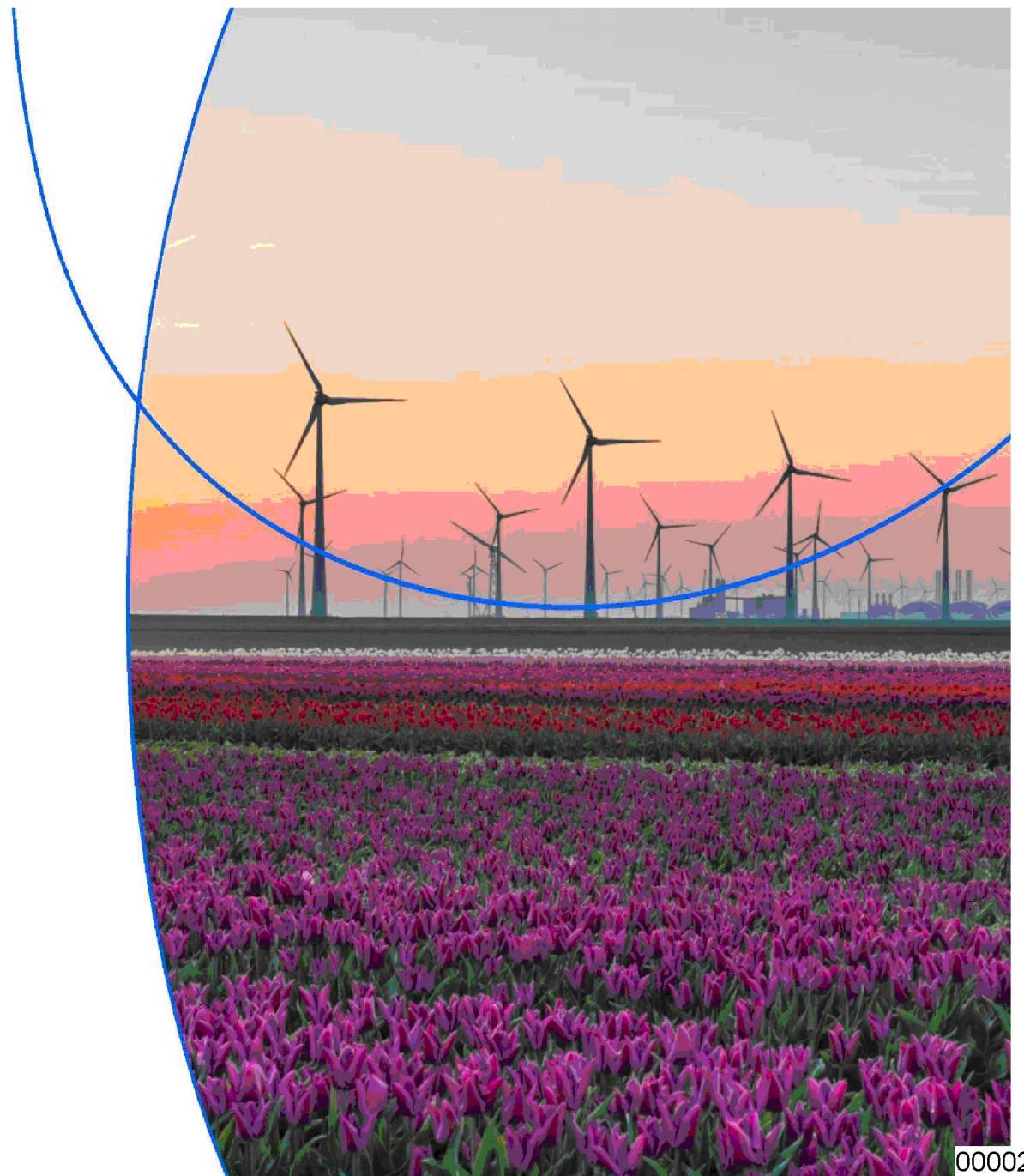
- Een downgrade kan mogelijk een interne cultuur bij Stedin creëren of versterken waarbij de focus ligt op het vermijden van investeringen, gegeven de financiële druk
- Het is onduidelijk in hoeverre het Rijk in dat geval voldoende middelen heeft om maatschappelijk wenselijke investeringen af te dwingen
- Tevens is het onduidelijk in hoeverre de andere Netwerkbedrijven hierdoor beïnvloed worden en behoudender zullen investeren
- Uitstel van maatschappelijk wenselijke investeringen zou een nadelig effect kunnen hebben op de realisatie van de energie transitie

Vergrootte kans op GRE vermindert kapitaal behoefte

- Het tijdig en snel acteren van het Rijk richting Stedin geeft een positief signaal af aan S&P en draagt bij aan de kans op GRE classificatie voor de drie Netwerkbedrijven
- GRE classificatie leidt tot een lagere algehele kapitaalbehoefte door een notch uplift en dus een lagere minimale FFO/Netto schuld vereiste voor een zelfde rating
- Andersom kan ook gesteld worden dat trage besluitvorming bij de overheid de kans op GRE classificatie verkleint

#

Appendix



Indicatieve voorwaarden hybride tussen-oplossing

Term sheet zoals aangeleverd door Stedin

Commentaar

- De eeuwigdurende looptijd past bij een instrument met equity credits
- Er is geen mogelijkheid om rente op te schorten, dit is vanuit S&P gezien wel noodzakelijk om equity credits te krijgen
- Vergelijkbare instrumenten hebben een coupon step-up structuur als motivatie voor uitoefenen van de call optie. Stedin geeft aan dat geen step-ups opgenomen aangezien die af doen aan de 100% equity classificatie vanuit S&P en wij onderschrijven dit
- Een hybrid zonder step-ups is echter niet marktconform. Daarom zal ook de coupon voldoende moeten zijn om het ontbreken van de step-ups te compenseren. We zien momenteel een sub-senior delta van 325-350 bps¹. Een hoge coupon moet ook motivatie creëren om het instrument snel af te lossen
- De hybrid heeft een vaste rente gedurende de eerste 5 jaar, dit impliceert dat er een make-whole betaald dient te worden bij vroegtijdige aflossing (voor de eerste Call Datum). Dit is in het voordeel van het Rijk, maar motiveert Stedin niet om (vervroegd) af te lossen
- Het is onduidelijk of een vergelijkbare term sheet ook bij uitgifte aan private investeerders dezelfde equity credits kan krijgen
- De achterstelling is onduidelijk verwoord
- Neveneffecten van niet-marktconforme elementen zouden door een juridisch adviseur getoetst moeten worden
- NB: deze termsheet is middels RES getest, dat zou eventueel ook voor afwijkende voorwaarden kunnen

Indicatieve voorwaarden

Toelichting & details

Uitgever	Stedin Holding N.V.
Equity credit	S&P hoog (100%) tot [x] ("Eerste Call Datum")
Status & subordination	Unsecured en subordinated, ten opzichte van: • Hogere ranking dan normale en preferente aandelen • Pari passu met gelijkwaardige verplichtingen • Ondergeschikt aan unsubordinated creditors en subordinated creditors anders dan die pari passu of ondergeschikt zijn
Nominale grootte instrument	EUR [500,000,000]
Rentevergoeding	[x] per jaar tot de Eerste Call Datum, daarna de Mid-Swap rate + initiële credit spread (geen step- ups)
Rentebetaling	Gefixeerd tot [x] ("Eerste Call Datum"), reset elke 5 daaropvolgende jaren, te betalen op jaarbasis
Looptijd	Eeuwigdurend
Eerste Call Datum	[x] 2027 ("Non-Call periode" van [5] jaar)
Call-optie uitgever	Op de Eerste Call Datum en elke daaropvolgende Coupon Datum
Nominale grootte instrument	EUR [500,000,000]

Op basis van de uitgegeven hybride kan de documentatie snel en eenvoudig op marktconforme basis worden uitgewerkt

Noot 1: Op dit moment (eind juli 2022) zien we 5.5%-5.75% als marktconforme prijs voor een Stedin Non-Call 5 jaar hybrid. Dit is gebaseerd op de mid-swap curve van 135bps. Fair value van 70bps, NiC van 20bps en een sub-senior delta van 325-350bps

Illustratieve scenario's laten impact op kapitaalbehoefte zien van significante wijzigingen in belangrijkste drivers

Commentaar

- Een sensitiviteitsanalyse is uitgevoerd op het basis scenario van Stedin om de impact op de kapitaalbehoefte te bepalen wanneer key items in het model hoger/lager uitvallen
- Alle scenario's zijn zeer indicatief en extreem versimpelde weergaven van mogelijke ontwikkelingen daar alleen gekeken wordt naar een aanpassing in een enkele parameter
- De volgende scenario's zijn meegenomen:
 - De capex van de gereguleerde activiteiten van Stedin nemen met 20% toe vanaf 2023
 - De totale operationele kosten nemen vanaf 2023 met 10% toe
 - De rente valt hoger uit met 100 bps
 - De inflatie in het model valt met 1% hoger uit per jaar
- De kapitaalbehoefte is exclusief de investering van lokale overheden
- Stedin heeft zich behulpzaam opgesteld en de gedraaide analyses hebben verdere inzichten gegeven in de werking van het model

Scenario	Impact ¹	Observaties ¹
Capex Stedin +20% <i>(met constant gebleven sector investeringen)</i>	Gereguleerde omzet: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie EBITDA: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Capex: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Opex Stedin +10% <i>(met constant gebleven sector opex)</i>	Gereguleerde omzet: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie EBITDA: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Capex: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Rente +100 bps	Gereguleerde omzet: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie EBITDA: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Capex: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
Inflatie +1%	Gereguleerde omzet: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie EBITDA: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Capex: Vertrouwelijke bedrijfsinformatie	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Noot 1: Ten opzichte van het basis scenario Stedin

Indicatieve impact op de rente kosten na een downgrade van A- naar BBB+

Mogelijk additioneel vreemd vermogen in het scenario waarbij het Rijk niks doet versus 12% FFO/Netto schuld scenario		2022	2023	2024	2025	2026
A-	Additionele schuld(cumulatief)	Vertrouwelijke bedrijfsinformatie				
BBB+	Additionele schuld(cumulatief)					
Mogelijke additionele jaarlijkse rentekosten vreemd scenario waarbij het Rijk niks doet versus 12% FFO/scenario		Vertrouwelijke bedrijfsinformatie				
		Vertrouwelijke bedrijfsinformatie				
		2022	2023	2024	2025	2026

- De bovenstaande grafiek laat de mogelijke jaarlijkse additionele rentekosten zien naar aanleiding van een verhoging in de rentekosten door een downgrade van A- naar BBB+. De berekening zet het "nul scenario" af tegen het scenario waarin Stedin een minimale FFO/Netto schuld hanteert van 12% en het Rijk een kapitaalstorting doet. Voor deze indicatieve berekening hebben we de volgende aannames gedaan:
 - In het FFO/Netto schuld scenario van 12%
 - Heeft Stedin minder additionele schuld nodig omdat een gedeelte ingevuld wordt door de kapitaalstorting van het Rijk
 - Heeft Stedin schuld dat geherfinancierd moet worden tegen de huidige rentelasten (2.5% - 2.8%)
 - In het nul scenario:
 - Heeft Stedin additionele schuld nodig die niet door een eigen vermogen storting kan worden opgevuld, waarover de huidige rentelasten plus een additionele spread moet worden betaald
 - Heeft Stedin schuld dat geherfinancierd moet worden tegen de huidige rentelasten plus een additionele spread

DISCLAIMER: Deze slide geeft enkel een indicatie van de mogelijke impact op de rentelasten bij een downgrade naar BBB+. We hebben verschillende aannames moeten doen zoals een constante additionele jaarlijkse spread, de huidige en additionele schuld in het 12% FFO/Netto schuld scenario en dat de huidige schuld van Stedin welke in de toekomst afloopt altijd geherfinancierd wordt.

This presentation (the Presentation) is issued by Coöperatieve Rabobank U.A., acting through its Corporate Finance Advisory department (Rabobank) incorporated in the Netherlands. Rabobank is authorised by the Dutch Central Bank (De Nederlandsche Bank) and the Netherlands Authority for the Financial Markets (Stichting Autoriteit Financiële Markten).

This Presentation is strictly confidential, has been prepared exclusively for the benefit and internal use of The Recipient (the Company) and does not carry any right of publication or disclosure other than to the Company. Neither this Presentation nor any of its contents may be distributed, reproduced, published or used, in whole or in part, for any other purpose without prior written consent of Rabobank. Rabobank retains the copyright and any and all other relevant intellectual property rights included or derived from this Presentation. Rabobank has prepared and distributed this Presentation as an agent for and on behalf of the Company and has no authority whatsoever to give any information or make any representation or warranty on behalf of the Company.

The information in this Presentation reflects prevailing market conditions and our judgement as of this date, all of which may be subject to change. Rabobank is under no obligation to update this Presentation for any changes. This Presentation is based on public information and/or information which was provided to us by or on behalf of the Company or which was otherwise received by us. This Presentation can contain marketing material. The information and opinions contained in this Presentation have been compiled or derived from sources believed to be reliable, without independent verification. No representation or warranty, express or implied is made as to their accuracy, completeness or correctness. Any information, projections, estimates, assumptions and opinions contained in this Presentation are provisional and for indicative, preliminary and illustrative purposes only. Rabobank does not render advice on tax and tax accounting matters.

This Presentation is not to be relied upon as authoritative and shall not form the basis or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or taken as a substitute for the exercise of a separate judgement by any recipient. No rights may be derived from any potential offers, transactions, commercial ideas et cetera contained in this Presentation. This Presentation does not constitute an offer, commitment, recommendation or invitation to buy or sell any financial instrument, does not constitute investment advice and does not take into account whether any product or transaction is suitable for any particular investor. This Presentation is being provided pursuant to our understanding that you are independently able to assess whether any potential transaction is suitable for you. Neither Rabobank, nor any of its affiliates, members, officers, employees, directors, supervisory board members, managers, agents, representatives or advisors (the Rabobank Persons) accept any liability whatsoever for any direct or indirect damage (including but not limited to consequential damage, loss of profit or goodwill) arising from any use of this Presentation or its contents or errors in or omissions from or otherwise arising in connection therewith, unless it is a result of gross negligence (grove schuld) or willful misconduct (opzet) of Rabobank Persons.

As an authorized credit institution, Rabobank is allowed to provide the investment services, investment activities and ancillary services as described in Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFID II). Unless we expressly agree otherwise with you, we will not provide you with an investment service or ancillary service. When Rabobank provides an investment service or ancillary service to you, Rabobank is subject to the applicable and relevant rules laid down in MiFID II as implemented under Dutch Law and Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFIR), as such are amended from time to time. For further details we refer to our website <https://www.rabobank.com/en/products-and-solutions/regulations/mifid-2/index.html>.

STRICTLY CONFIDENTIAL

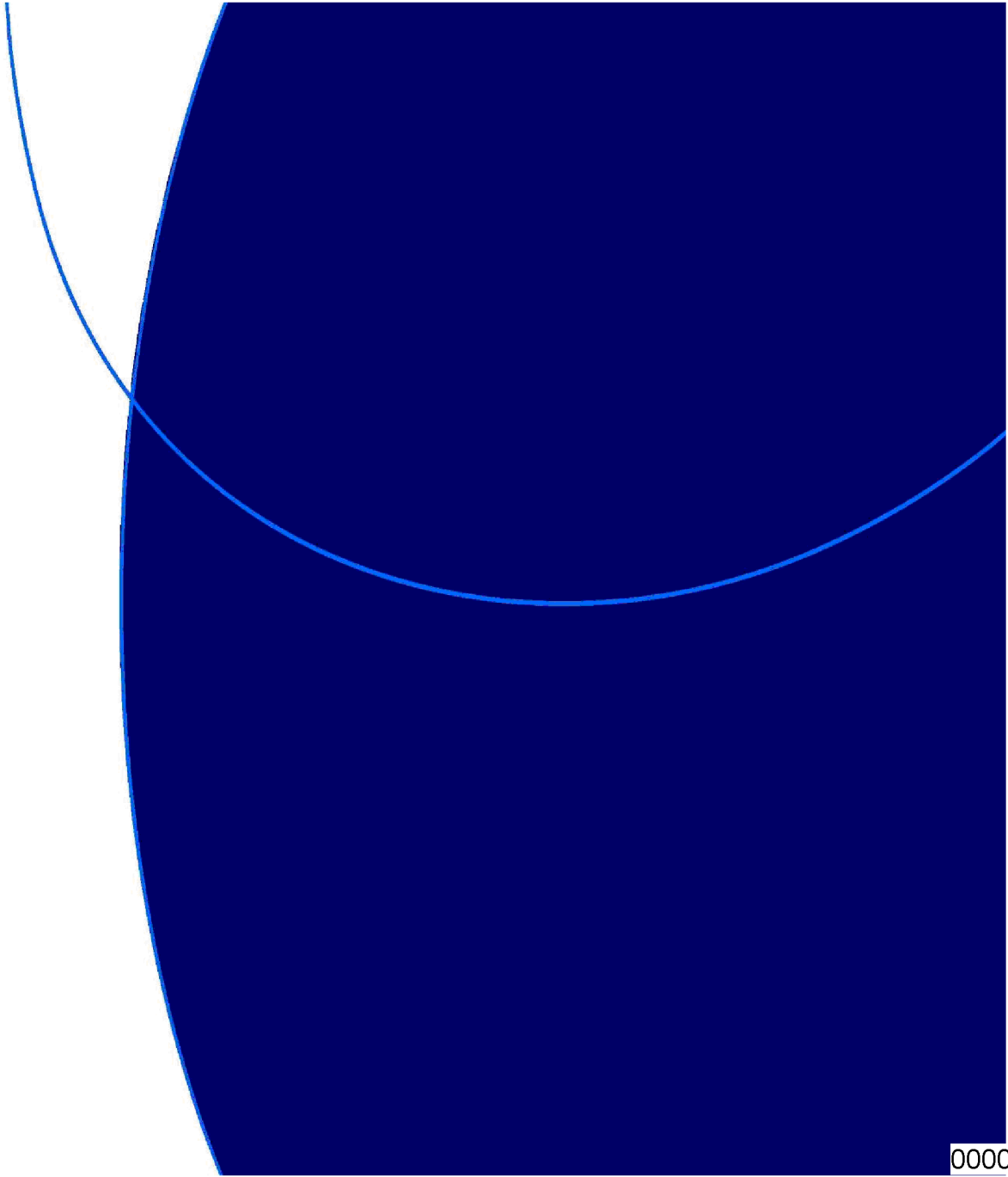
BEVAT KOERS- EN
BEDRIJFSGEVOELIGE
INFORMATIE ONDER DE WOO

Validatie kapitaalbehoefte Stedin

Februari 2023

WORKING DRAFT

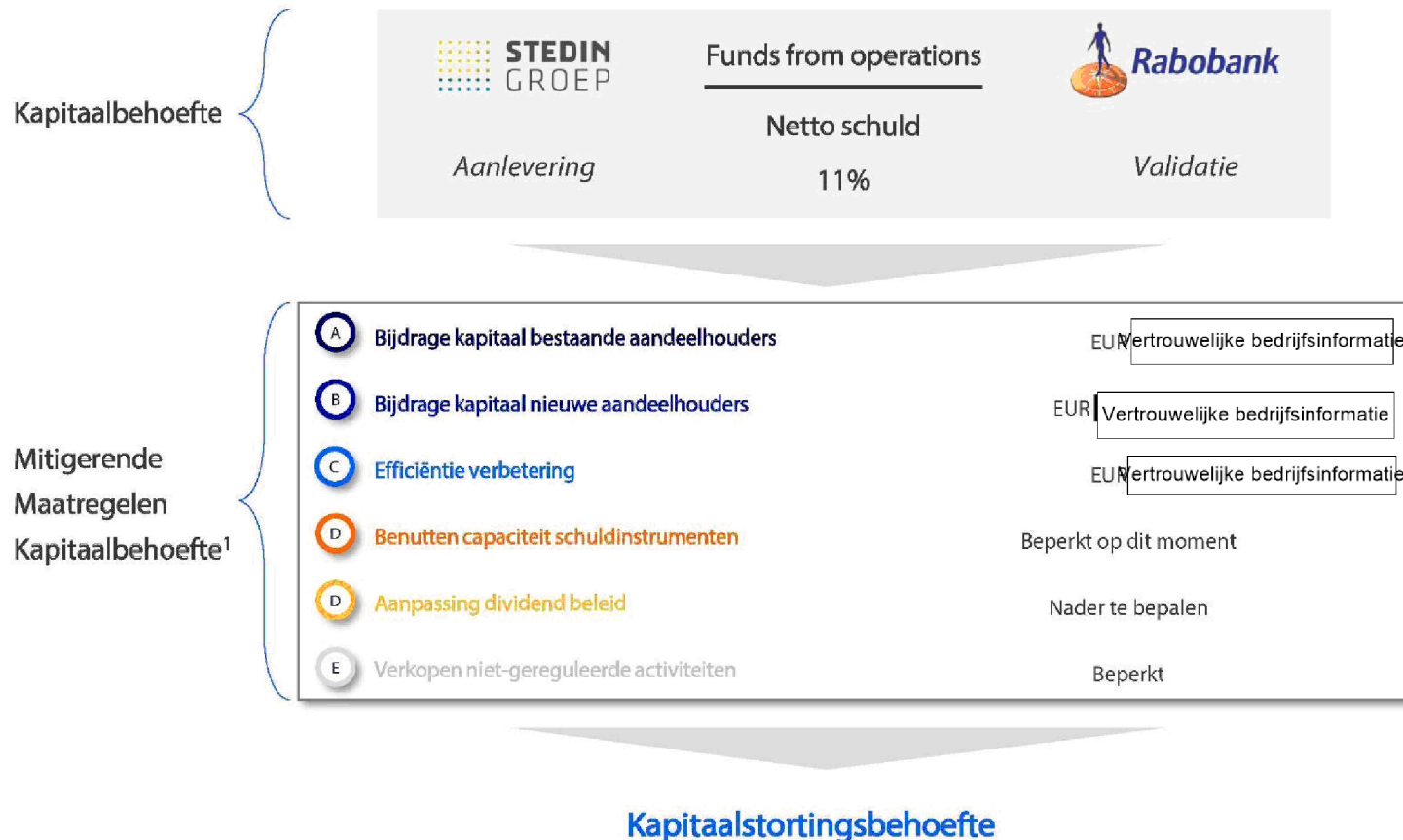
- 1 Introductie
- 2 Validatie
- 3 GRE uplift
- 4 Mitigerende maatregelen
 - 4.A Bijdrage bestaande en nieuwe aandeelhouders
 - 4.B Efficiëntie
 - 4.C Benutten capaciteit schuldinstrumenten
 - 4.D Aanpassing dividend beleid
 - 4.E Verkopen niet-gereguleerde activiteiten
- 5 Dividendbeleid versus bijdragen kapitaalbehoefte
- 6 Appendices



1

Introductie

De stappen om de kapitaalstortingsbehoefte van Stedin te bepalen



Note 1: Op basis van "completering informatie toetredingsverzoek Rijk" van 23 december 2022

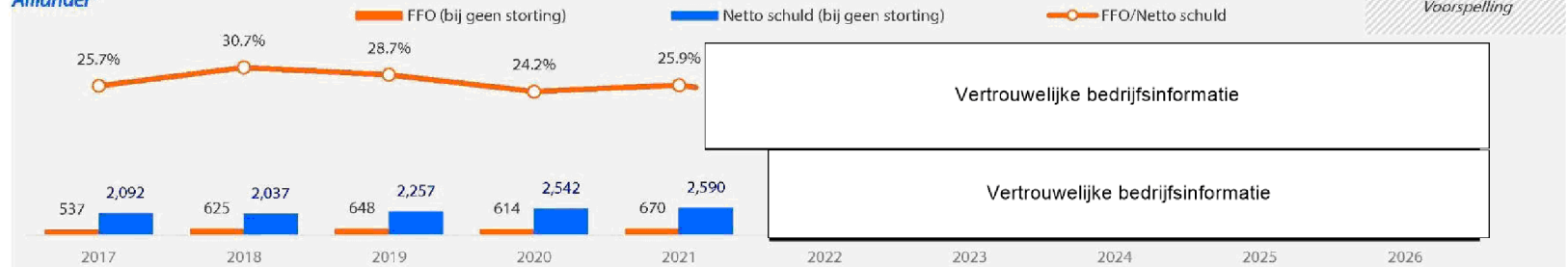
2

Validatie

Alle netbeheerders laten een daling zien van de FFO/ Netto schuld ratio

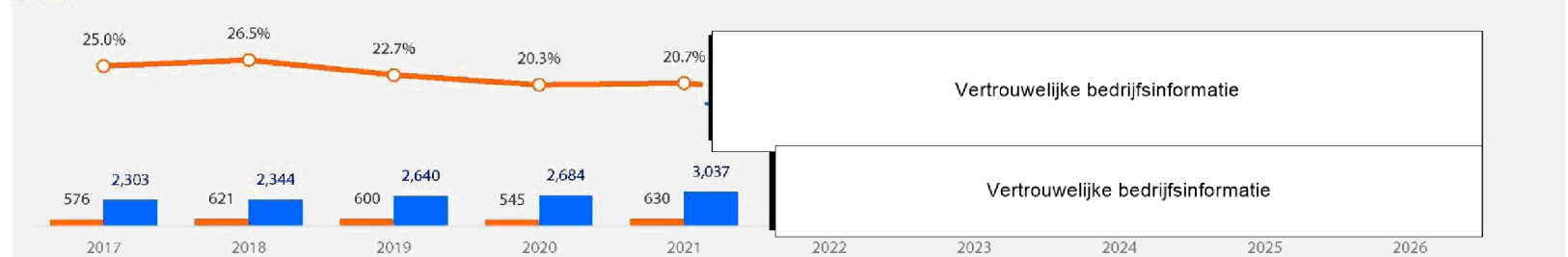
alliantier

Alliander¹



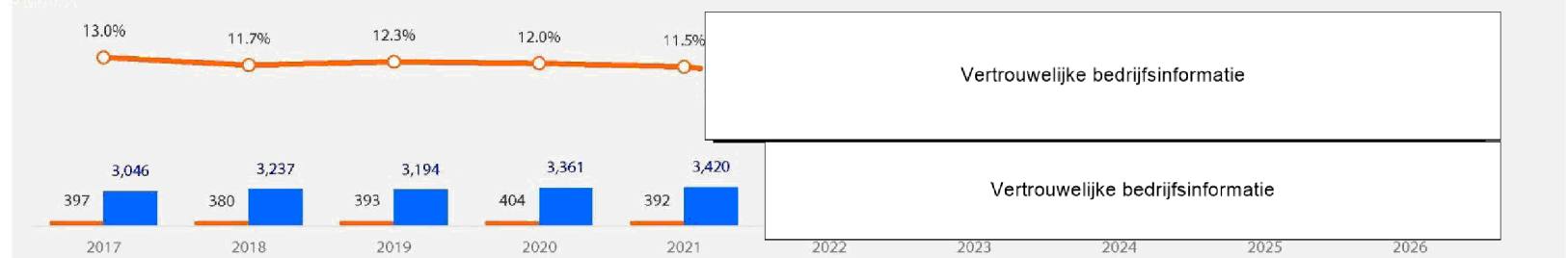
ENEXIS
GROEP

Enexis²



STEDIN
GROEP

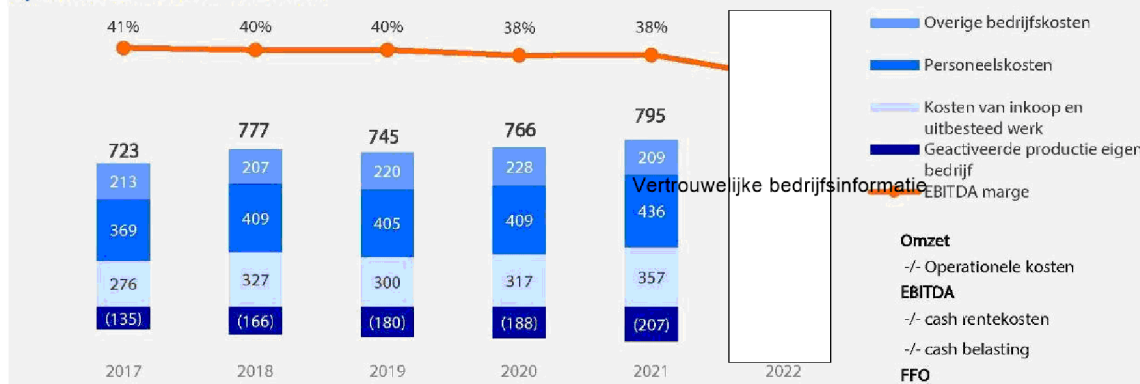
Stedin³



Note 1: Op basis van S&P cijfers en het aangeleverde Alliander model in Juli 2022. Note 2: Op basis van S&P cijfers en het aangeleverde Enexis model in Augustus 2022. Note 3: Op basis van S&P cijfers en het Business plan Stedin (Quasi-update December 2022)

Historische ontwikkeling van de relevante FFO en Netto schuld componenten van Stedin

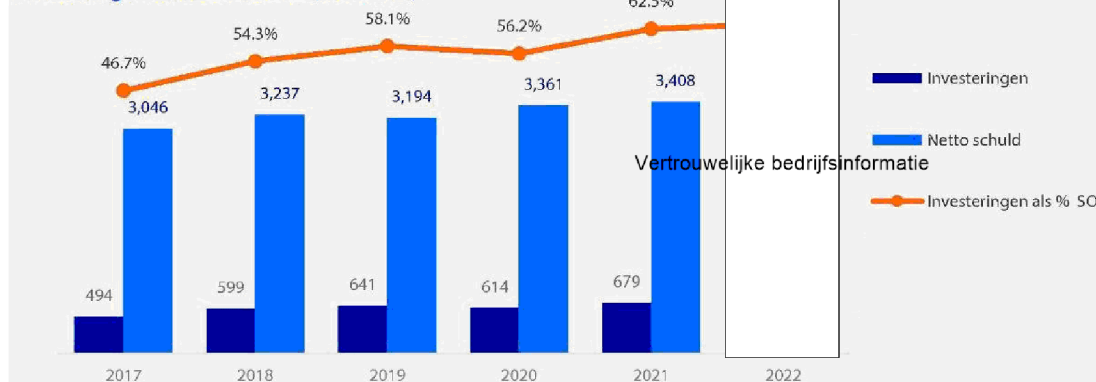
Operationele kosten (in EUR m)



Opmerkingen

- FFO wordt voor een significant deel bepaald door de operationele kosten
- Door de oplopende operationele kosten is de EBITDA marge gedaald van 41% in 2017 tot 38% in 2021
- Kosten van inkoop en uitbesteed werk is het meest toegenomen door stijgende energieprijzen
- Deze toename wordt slechts ten dele gecompenseerd door lagere overige kosten en lagere rentelasten

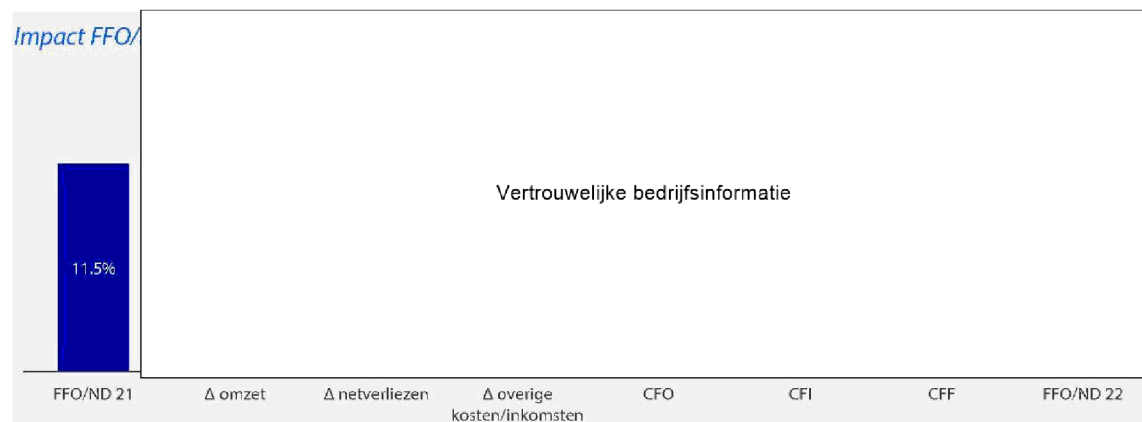
Investerings en netto schuld (in EUR m)



- De jaarlijkse investeringen zijn relatief ten opzichte van de SO gestegen in de periode 2017-2021. Gegeven de vertraging in inkomsten uit investeringen, is het verklaarbaar dat deze intensivering van de investeringen heeft geleid tot een stijgende Netto schuldpositie
- Zoals ook in de volgende slides weergegeven komt de stijging in Netto schuld met name door investeringen
- In 2021 is voor EUR 200mln aan preferente aandelen uitgegeven, waardoor de netto schuld minder is toegenomen in dat jaar. Als dit volledig met schuld was gefinancierd was de FFO/Netto schuld ratio op c. 10.7% uit zijn gekomen

Bron: Jaarverslagen Stedin, Business plan Stedin (Quasi-update)

De daling in FFO/ND wordt voornamelijk gedreven door netverliezen en de investeringsbehoefte

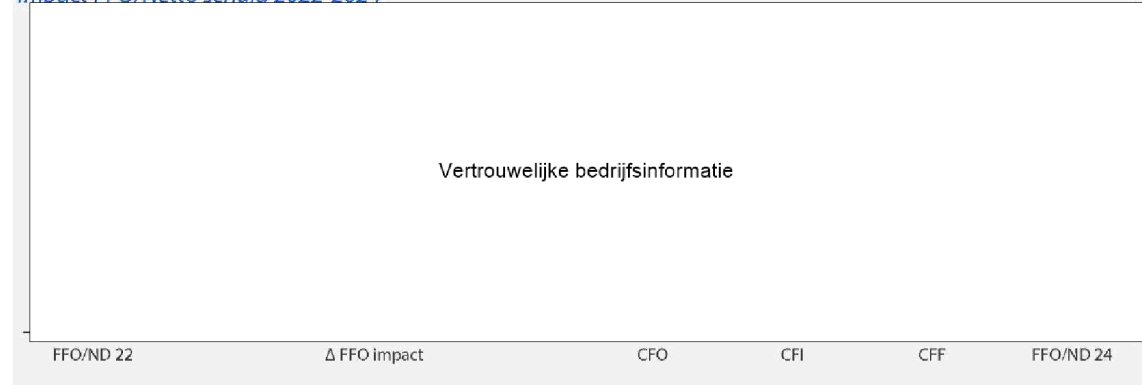


Opmerkingen

- De eerste grafiek laat de %-punt impact van verschillende items op de FFO/Netto schuld ratio zien van 2021 naar 2022
- De verslechtering in de FFO/Netto schuld ratio wordt voornamelijk door de netverliezen gedreven in 2021
- De netverliezen stijgen met 20% in 2022. Deze stijging komt met name door de volatiele omstandigheden op de energie markt
- Ondanks de hogere netverliezen heeft Stedin in 2022 nog wel een positieve kasstroom uit operationele activiteiten (CFO)
- Deze positieve kasstroom weegt echter niet op tegen de negatieve kasstroom uit investeringen (CFI) en financieringen (CFF), waardoor de netto schuld met EUR

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

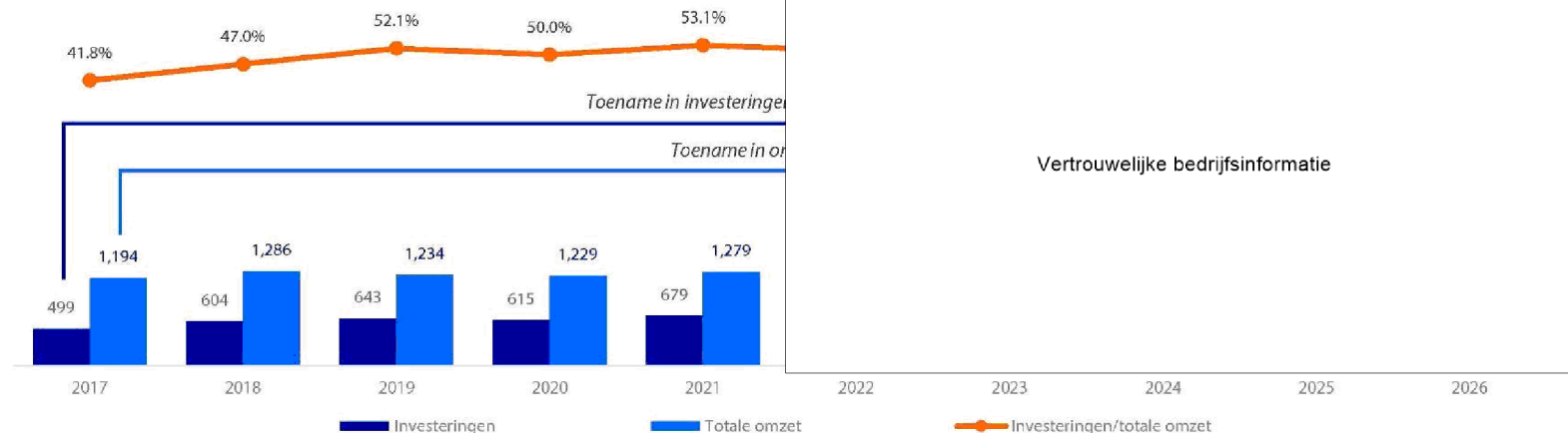
Impact FFO/Netto schuld 2022-2024¹



- De tweede grafiek laat de %-punt impact van verschillende items op de FFO/Netto schuld ratio zien van 2022 naar 2024
- In deze jaren wordt de verslechtering in de FFO/Netto schuld ratio voornamelijk gedreven door de negatieve kasstroom uit investeringen
- investeringen stijgen met 20% in 2023. Deze stijging komt met name door de volatiele omstandigheden op de energie markt
- Deze investeringsbehoefte komt voornamelijk uit een sterk ontwikkelde klantvraag en (versnelde) energietransitie die investeringen in met name netwerkuitbreidingen, kwaliteit en capaciteit vragen

Bron: Jaarverslagen Stedin, Business plan Stedin (Quasi-update), FVDD. Note 1: Waar we de impact van de omzet/kosten laten zien houden we de noemer (Netto schuld) constant en wordt de teller (FFO) aangepast. Waar we de impact van de kasstromen laten zien houden we de teller (FFO) constant en wordt de noemer (Netto schuld) aangepast

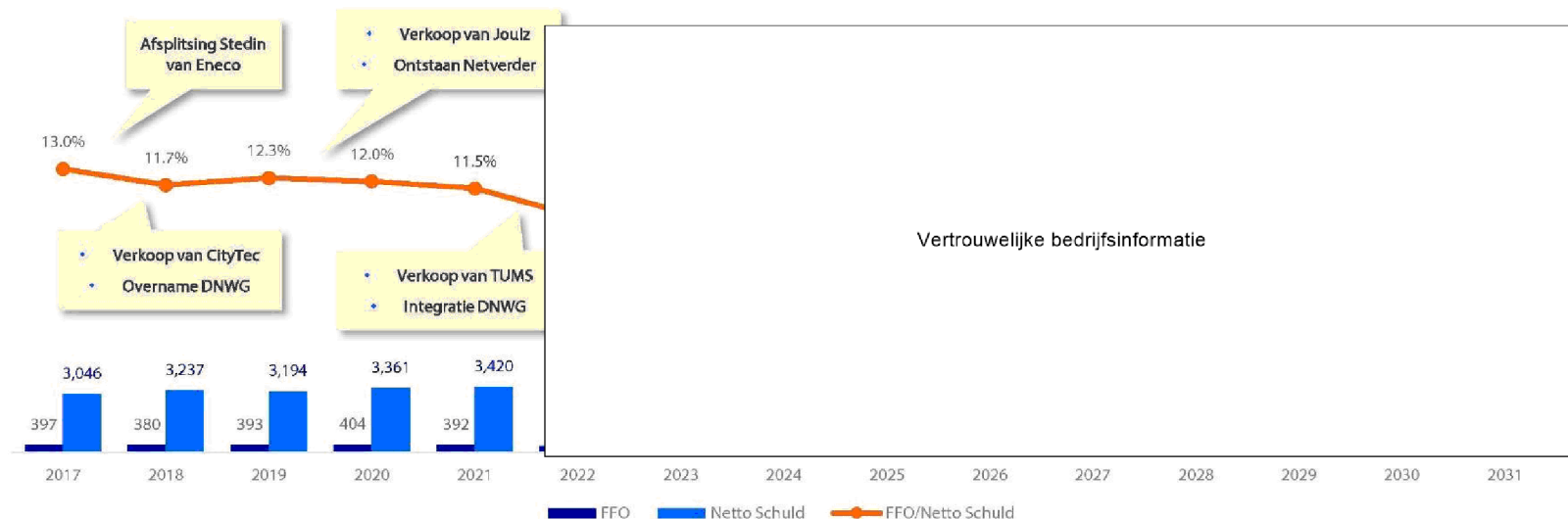
Stedin krijgt de investeringen via het reguleringsmodel vergoed, echter deels met een vertraagd effect



Opmerkingen

- De investering van Stedin zijn gebaseerd op het Strategisch investeringsplan (SIP) 2022 dat 15 jaar vooruit kijkt
- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
- De investeringsbehoefte wordt voornamelijk gedreven door een sterk ontwikkelde klantvraag en versnelde elektrificatie van de samenleving gedreven door de energie transitie
- Niet opgenomen onzekerheden in het investeringsplan betreffen de impact van Fit-55, RepowerEurope en de Oekraïne crisis op de klantvraag
- Stedin krijgt de netwerk gerelateerde investeringen via het reguleringsmodel vergoed, echter deels met een vertraagd effect
- De huidige vergoedingssystematiek is gebaseerd op een vijf-jaars periode (22-26) waarbij de begininkomsten die leidend zijn voor het bepalen van de jaarlijkse toegestane inkomsten en tarieven zijn bepaald op basis van een historische peil periode (18-20)
- De huidige compensatiemethodiek en de stijgende investeringsbehoefte in de komende 5-15 jaar creëren op korte termijn een additionele financieringsbehoefte voor Stedin
- De kapitaalbehoefte wordt hoofdzakelijk veroorzaakt doordat de investeringen door de energietransitie sneller toenemen dan de toegestane inkomsten volgens het Methodebesluit

FFO/ Netto schuld ontwikkeling van Stedin door de jaren heen



Opmerkingen

- In bovenstaande grafiek laten we de FFO/Netto Schuld ontwikkeling van Stedin van 2017 tot en met 2031 zien op basis van de S&P methodologie
- De jaarverslagen van Stedin gaan terug tot en met 2016, dit komt omdat Stedin in Februari 2017 afgesplitst is van Eneco
- Voor de jaren 2022 tot en met 2030 zijn de cijfers uit het aangeleverde model door Stedin gebruikt
- De afsplitsing van de commerciële activiteiten van Eneco Holding in Stedin Netbeheer en N.V. Eneco Netbeheer wordt op de volgende slide toegelicht
- Op 31 maart 2017 heeft Stedin het niet-gereguleerde bedrijf Citytec verkocht (netto omzet 2016 c. EUR 52mln, dus minimale impact op FFO en/of netto schuld)
- Op 13 juni 2017 heeft Stedin de voormalige Delta Netwerkgroep (DNWG) geacquireerd (extra omzet 2017 c. EUR 78mln) met dochterondernemingen Enduris (netbeheer, gereguleerd) en DNWG infra (infra diensten, niet gereguleerd). Deze overname werd als 'moderately positive' beschouwd door S&P door de schaalvergroting en potentiële synergieën met zorgen ten aanzien van eventuele additionele integratiekosten en nog altijd relatief beperkte omvang ten opzichte van peers. Voor de overname is EUR 450mln betaald (eigen vermogenswaarde). De opbrengsten van de verkoop werden gebruikt om de verliezen van de kerncentrales in de provincie te compenseren²
- Op 23 maart 2019 heeft Stedin het niet-gereguleerde bedrijf Joulz verkocht (netto omzet 2018 c. EUR 75mln, verkoopopbrengst van EUR 271mln is grotendeels toegevoegd aan algemene reserve), de activiteiten van Joulz die niet zijn verkocht gaan verder onder de naam NetVerder B.V. (ook niet-gereguleerd)
- Later in deze presentatie komen we terug op de behaalde resultaten van Stedin ten opzichte van Alliander en Enexis

Bron: S&P, Business plan Stedin (Quasi-update) Note 1: De FFO/Netto schuld ontwikkeling gaat uit van geen eigen vermogen storting. Note 2: volgens mena.nl "Stedin neemt netwerkbedrijf DELTA over" en Omroep Zeeland: "DELTA wordt definitief verkocht, wat betekent dat?"

Toelichting afsplitsing commerciële activiteiten Eneco Holding in 2017

Achtergrond

- Als gevolg van de Splitsingswet zijn begin 2017 de commerciële activiteiten van Eneco Holding afgesplitst en separaat onder de naam N.V. Eneco Beheer voortgezet. De geregleerde activiteiten zijn onder de naam Stedin Netbeheer voortgezet
- Standard & Poor's heeft na deze splitsing de credit ratings van zowel N.V. Eneco Beheer als Stedin Netbeheer opnieuw beoordeeld

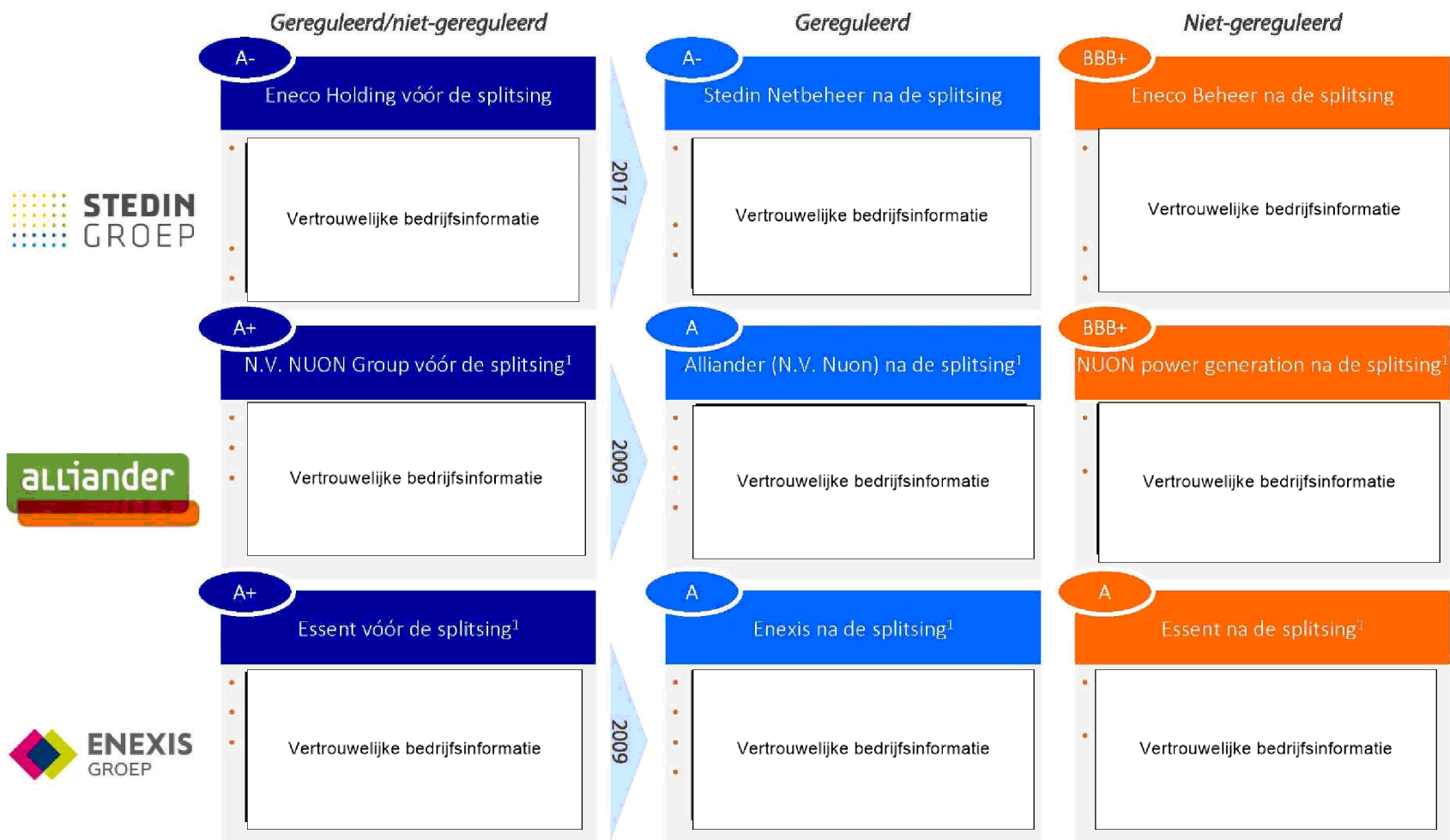
Kapitaalstructuur en credit rating voor en na splitsing

- S&P hanteerde zowel vóór als na de splitsing FFO/Netto Schuld als belangrijke indicator voor de kredietwaardigheid van de onderneming
- S&P maakt in haar beoordeling onderscheid tussen de geregleerde en niet-geregleerde activiteiten: de geregleerde activiteiten krijgen een significant positievere beoordeling qua "Business risk profile" (zie hieronder)
- Ondanks de veel hogere kapitalisatie van Eneco Beheer na de splitsing, getuige de FFO/Netto Schuld van meer dan 50%, wordt de kredietwaardigheid van Eneco Beheer lager beoordeeld
- De entiteit Stedin Netbeheer daarentegen bevat voornamelijk geregleerde activiteiten, resulterend in een sterker business risk profile. Hierdoor wordt een veel lager eigen vermogensbasis toegestaan voor eenzelfde credit rating
- Met andere woorden: om überhaupt de credit rating van BBB+ te krijgen, was het noodzakelijk om Eneco Beheer voldoende te kapitaliseren, in casu flink hoger dan Stedin, die vanwege het excellente business risk profile met een veel lagere FFO/Netto Schuld ratio haar A- rating kon behouden
- Stedin behield dus een mooie rating, maar was wel slechter gekapitaliseerd dan Enxix en Alliander. Aandeelhouders hadden er ook voor kunnen kiezen om Stedin op A flat of beter te kapitaliseren, maar dan had men een slechtere rating voor Eneco moeten accepteren of moeten bijstorten. Beide waren niet aanvaardbaar voor aandeelhouders en/of onderneming
- Na uiteindelijke verkoop van Eneco hebben aandeelhouders er niet voor gekozen om (deel van) deze opbrengst te herinvesteren in Stedin ten behoeve van investeringen en/of om Stedin alsnog een A flat rating te laten krijgen (overzicht van de opbrengst per gemeente is opgenomen in appendix)

	Financial Risk Profile					
	Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
Strong	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
Satisfactory	a/a-	bbb+	bbb-/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
Fair	bbb-/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
Weak	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
Vulnerable	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Bron: S&P Capital IQ

Rating impact netbeheerders na splitsing



Bron: S&P Capital IQ. Note 1: Doordat het zo ver terug gaat in de tijd zijn er helaas geen rating rapporten beschikbaar van S&P met uitgebreidere informatie

Management scenario: kapitaalbehoefte van EUR tot en met '26 en EUR tot '31 bij een FFO/ND van 9%

De kapitaalbehoefte in het "management scenario"

- De kapitaalbehoefte wordt berekend als het benodigde kapitaal om de FFO/Netto Schuld ratio weer op 9% te brengen
- De kapitaalbehoefte van Stedin EUR tot 2031
- Deze behoefte gebaseerd op de Quasi-update van Stedin uit December 2022 aan de hand van het Rabobank model
- De cijfers laten een dalende FFO/Netto schuld zien, welke in lijn zijn met een BBB+ rating

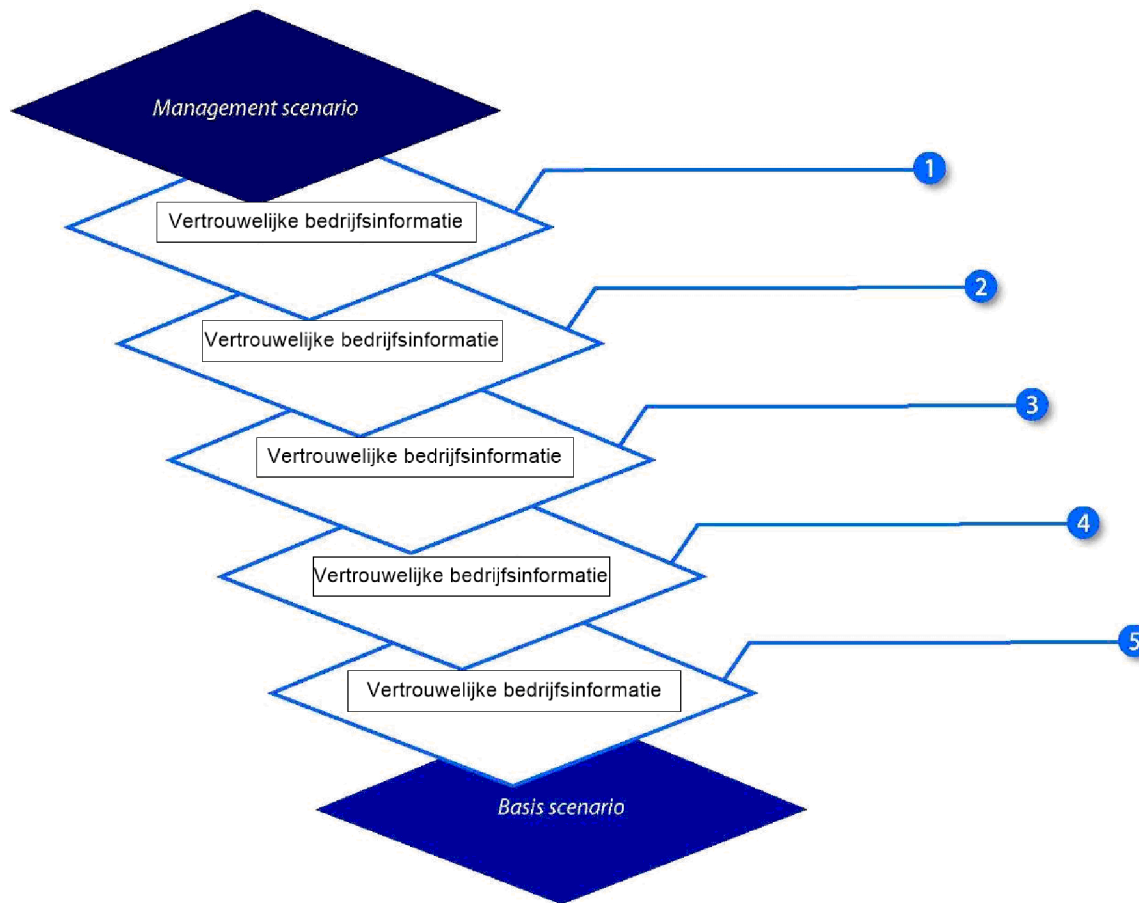
1 Management scenario met 9% FFO/Netto schuld (in EUR mrd)



■ FFO (bij geen storting)

■ Netto schuld (bij geen storting)

Opbouw van het basis scenario



Commentaar

- De weg van het management¹ naar het basis scenario bestaat uit vijf lagen:

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Noot 1. Het management scenario wordt ook getoond op basis van FFO/Netto schuld 11%

Kapitaalbehoefte impact van de aanpassingen aan het management scenario

Impact op de totale cumulatieve kapitaalbehoefte tot 2031 (EUR mrd)

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Bron: Business plan Stedin (Quasi-update), Rabobank analyse

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

3

GRE uplift

Impact van de verkregen GRE uplift op de RNBs

GRE classificatie:

Op 14 februari 2023 heeft S&P een GRE classificatie toegekend aan de drie Nederlandse RNBs Alliander, Enexis en Stedin,

Deze GRE classificatie wordt toegekend op basis van de volgende overwegingen:

- Steun van de centrale overheid in de vorm van een kapitaalinjectie indien de rating van een netbeheerder onder A minus dreigt te zakken, wordt **“moderately likely”** geacht. Deze classificatie is gebaseerd op een:
 1. “important role” van de netbeheerders voor de energievoorziening in Nederland (zie appendix B voor toelichting)
 2. “limited link” met de centrale overheid (zie appendix voor toelichting)
 3. Andere factoren die bijdragen aan deze beoordeling: positief track record met gereserveerde EUR 500m voor Stedin en eerdere kapitaalinjecties bij TenneT en sterk reguleringskader, waarbinnen relatief snel ingespeeld (en gecompenseerd) kan worden op veranderende omstandigheden zoals stijgende energiekosten en netverliezen
- Goed om op te merken dat op basis van de meest recente financiële cijfers het Stand Alone Credit Profile (SACP) wel omlaag wordt gebracht. Als oorzaak van dalende metrics worden met name de voor te financieren investeringen genoemd

Stedin

- S&P gaat uit van verdere verslechtering van de krediet ratio's door hoger dan verwachte energie inkooprijzen en relatief hogere netverliezen dan de andere netbeheerders
- S&P gaat uit van EUR 500 mln ondersteuning vanuit de Staat en geen verdere bijdrage van bestaande aandeelhouders. Daarmee blijft FFO/Netto schuld boven de nieuwe drempel van 9%
- Een zogenaamd “downside scenario” waarbij FFO/Netto schuld onder de 9% daalt, zou kunnen voorkomen indien i) regelgeving voor onvoldoende compensatie van inflatie en netverliezen zorgt, of ii) de Staat geen kapitaalinjectie van EUR 500 mln in 2023 realiseert en iii) geen tijdige en voldoende implementatie van maatregelen vanuit de aandeelhouders wordt gerealiseerd

Wat kan dit voor het huidige proces met Stedin betekenen?

- De kapitaalbehoefte daalt bij een FFO/Netto schuld ratio drempel van 9% **Vertrouwelijke bedrijfsinformatie** en **Vertrouwelijke bedrijfsinformatie** periode tot en met 2031
- De toegekende GRE uplift is gebaseerd op de verwachte kapitaalinjectie van de Staat. Het is onzeker hoe S&P de situatie beoordeelt, indien de kapitaalinjectie slechts gedeeltelijk plaatsvindt. Het is belangrijk dat de kapitaalinjectie het trackrecord van de Staat om bij te springen voldoende onderbouwt. Dit heeft ook zijn weerslag op de GRE uplift voor de andere netbeheerders
- Een andere overweging is dat mogelijk tegenvallende financiële resultaten door hogere kosten en/of vertraging in compensatie van netverliezen alsnog tot een kapitaalbehoefte kunnen leiden op korte termijn, hetgeen dan in een nieuw kapitaalverzoek resulteert

“We include the expected €500 million government support in 2023 and no further remedy measures from Stedin's shareholders as per the company's financial policy of maintaining the rating at 'A-'.”

“The stable outlook reflects our expectation that, despite incremental debt due to increased capex and a scheduled decline in remuneration, Stedin will post an FFO-to-debt ratio comfortably above 9% over the coming two to three years notably thanks to the €500 million capital injection from the Dutch state expected by year-end 2023.”

S&P Global

De nieuwe FFO/Netto schuld ratio's na de GRE uplift

Overwegingen

- S&P beoordeelt een bedrijf aan de hand van: i) het Business Risk Profile, en ii) het Financial Risk Profile, welke in een matrix worden geplaatst en leiden tot een "ankerrating"
- Het Financial Risk Profile (FRP) wordt met name bepaald aan de hand van een core ratio, in het geval van de Netwerkbetrijven is dit FFO/Netto schuld
- Door de GRE uplift zijn de FFO/Netto schuld drempels voor dezelfde rating omlaag gegaan, hiernaast hebben we de verandering weergegeven
- S&P's geeft in haar meest recente rapporten over de netbeheerders de volgende drempels:

1. Alliander (A+ stable):

- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

2. Enxsis (A+ positive):

- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

3. Stedin (A- stable):

- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie
- Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

- Hoewel S&P volgens haar methodologie naar een gewogen gemiddelde kijkt van de FFO/Netto schuld ratio², raadt Rabobank, gezien bovenstaande taal in de rating rapporten, aan om de kapitaalbehoefte te baseren op de jaarlijkse FFO/Netto schuld ratio

FFO/Netto schuld drempels

FFO/Netto schuld drempels bij de netbeheerders vóór de GRE uplift

FFO/Net Debt	
>18%	A+
15%-18%	A
11%-15%	A-
9%-11%	BBB+
6%-9%	BBB

FFO/Netto schuld drempels bij de netbeheerders na de GRE uplift (verwacht)¹

FFO/Net Debt	
>18%	AA-
15%-18%	A+
11%-15%	A
9%-11%	A-
6%-9%	BBB+

Note 1: De drempels zijn geschat op basis van wording in de S&P rapporten over de netbeheerders. Note 2: 2 jaren actuels en 3 jaren voorspelling

De GRE classificatie van S&P zorgt voor een verlaging van c. EUR op de kapitaalbehoefte van de RNBs

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

Overzicht cumulatieve kapitaalbehoefte (in EUR mln)

■ Stedin ■ Alliander ■ Enxsis

Gecombineerde cumulatieve kapitaalbehoefte bij 11% FFO/Netto schuld

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

2022F 2023F 2024F 2025F 2026F 2027F 2028F 2029F 2030F 2031F

Gecombineerde cumulatieve kapitaalbehoefte bij 9% FFO/Netto schuld

Vertrouwelijke bedrijfsinformatie

2022F 2023F 2024F 2025F 2026F 2027F 2028F 2029F 2030F 2031F

Opmerkingen

- Het overzicht hiernaast laat de gecombineerde cumulatieve kapitaalbehoefte bij een FFO/Netto schuld van 11% en 9%
- 11% FFO/Netto schuld laat de kapitaalbehoefte zien van de netbeheerders in de situatie voor de GRE uplift. De totale gecombineerde kapitaalbehoefte kwam toen uit op EUR 10,5 miljard in 2031
- 9% FFO/Netto schuld laat de kapitaalbehoefte zien op basis van de huidige FFO/ND ondergrens voor een A- rating van S&P. De totale gecombineerde kapitaalbehoefte komt nu uit op EUR 8,5 miljard in 2031
- Door de GRE classificatie is de kapitaalbehoefte van de RNBs gezakt met EUR 2 miljard op basis van de laatst beschikbare cijfer

Note 1: Op basis van aangeleverde Alliander model in Juli 2022. Note 2: Op basis van het aangeleverde Enxsis model in Augustus 2022. Note 3: Op basis van het Business plan Stedin (Quasi-update)

4

Mitigerende maatregelen