



GBE Aqua B.V.
Indicatieve
Kredietbeoordelingsanalyse

**Ministerie van Binnenlandse Zaken
en Koninkrijksrelaties**

Attn.

Postbus 20011

2500 EA DEN HAAG

Nederland

Datum

26 Maart 2021

Geachte,

Hierbij hebben wij het genoegen om ons rapport uit te brengen inzake onze indicatieve kredietbeoordelingsanalyse van een mogelijk nieuw op te richten overheids-tussenholding GBE Aqua B.V. ("GBE Aqua", of de "Holding").

Dit rapport is opgesteld door Deloitte Financial Advisory B.V. (hierna "Deloitte", "wij", "ons" of "onze") op verzoek van de provincie Zeeland ("Zeeland"), het Ministerie van Financiën ("MinFin") en het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties ("BZK") (gezamenlijk "Partijen"), met BZK als Opdrachtgever ("u" of "Opdrachtgever") naar aanleiding van het verzoek tot het uitvoeren van een indicatieve analyse van de *probability of default* van GBE Aqua ("Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse") in relatie tot de initiële beeldvorming en de verkennende gesprekken die Partijen hebben over een mogelijke garantiestelling op een aan GBE Aqua door een nader te bepalen bank te verstrekken lening ("Doel").

Dit rapport is opgesteld onder de voorwaarden van onze opdrachtbevestiging van 1 Maart 2021.

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

Waar onze werkzaamheden betrekking hebben op toekomstgerichte financiële informatie ("TFI" of "de prognose"), becommentariëren wij die op basis van (details en onderliggende aannames die ten grondslag liggen aan) de prognose die ons is verstrekt en conform de Scope van onze werkzaamheden. De TFI is enkel de verantwoordelijkheid van de Partijen. Wij accepteren geen verantwoordelijkheid voor de prognose of de realisatie ervan.

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

Onze Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse is gebaseerd op de huidige economische, markt- en overige omstandigheden. Dergelijke omstandigheden kunnen in relatief korte tijd significant veranderen. De recente volatiliteit op de kapitaalmarkten en de huidige economische vooruitzichten hebben voor aanzienlijke onzekerheid gezorgd met betrekking tot de waardering van activa en passiva. Deze factoren onderkend, zijn we van mening dat de conclusies die we hebben getrokken, eerder onderhevig zijn aan verandering dan normaliter het geval zou zijn.

De Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse bevat geen analyse van de risico's of de potentiële gevolgen van de COVID-19 pandemie voor de activiteiten, financiële prestaties, financiële positie en continuïteit van GBE Aqua. De risico's en de effecten van de COVID-19 pandemie kunnen niet nauwkeurig worden ingeschat of gekwantificeerd. Dientengevolge moeten gebruikers van ons rapport hun eigen analyse maken van de potentiële (positieve of negatieve) gevolgen van COVID-19 voor GBE Aqua en de gevolgen daarvan voor hun eigen doeleinden.

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

Dit rapport houdt rekening met ontvangen informatie en gebeurtenissen tot 10 maart 2021, toen het voornaamste deel van onze werkzaamheden is afgerond. Wij hebben geen verantwoordelijkheid voor en zullen geen werkzaamheden verrichten over de periode na deze datum.

Zoals overeengekomen in de Opdrachtbevestiging is dit rapport uitsluitend opgesteld ten behoeve van BZK in het kader van het Doel. Tenzij anders overeengekomen in de Opdrachtbevestiging mag u, zonder voorafgaande schriftelijk toestemming van Deloitte, dit rapport niet voor andere doeleinden gebruiken, (geheel of ten dele) publiceren, aan derden ter beschikking stellen of aan refereren. Wij merken op dat indien BZK op grond van de Wet openbaarheid van bestuur ("Wob") een verzoek tot publicatie van dit discussiedocument ontvangt, BZK Deloitte hierover terstond zal informeren, voor zover wettelijk toegestaan. Voorts zal BZK Deloitte als belanghebbende aanmerken in het kader van het ontvangen verzoek tot publicatie en zal BZK Deloitte in de gelegenheid stellen haar zienswijze inzake het verzoek tot publicatie aan BZK kenbaar te maken en BZK zal die zienswijze bij haar besluitvorming betrekken. Wij accepteren geen aansprakelijkheid ten opzichte van derden die dit rapport inzien.

Het kan zijn dat dit document in elektronisch formaat of als kopie aan u ter beschikking is gesteld. Dientengevolge is het mogelijk dat meerdere versies van dit document bestaan. De getekende versie van het rapport is definitief en bepalend.

Ten slotte willen wij u hartelijk danken voor de prettige samenwerking.

Met vriendelijke groet,

Achtergrond, doel & scope

Achtergrond, doel & scope

Zeeland, BZK en MinFin onderzoeken of het mogelijk is om de rentelasten van een lening, ter financiering van de voorgenomen aankoop van het 50% aandelenbezit in Evides van PZEM door GBE Aqua, te verlagen middels het afgeven van een garantiestelling door één van deze Partijen

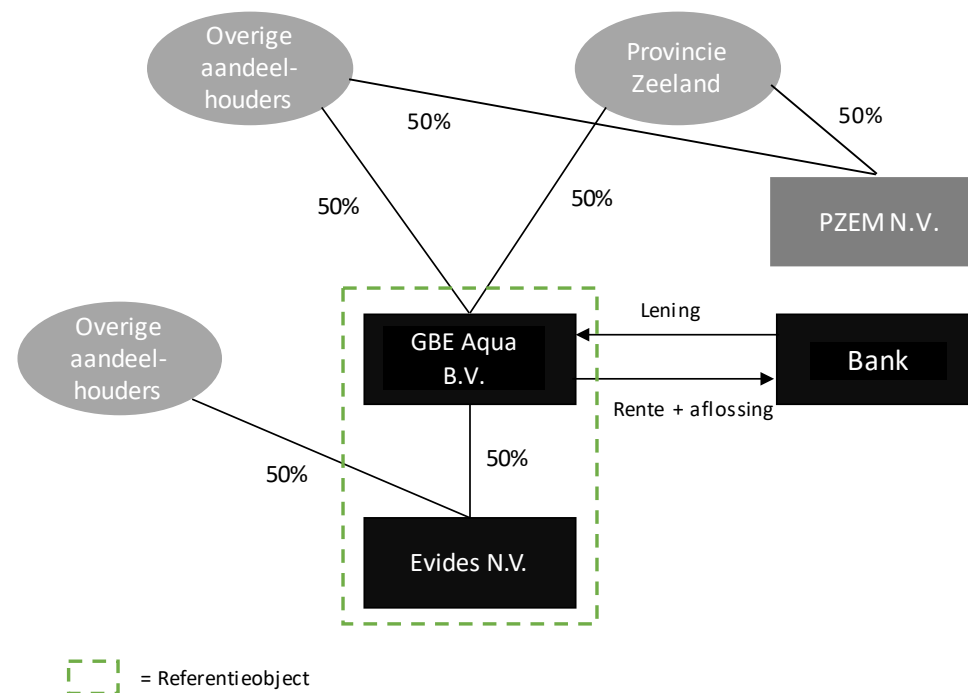
Achtergrond

- De aandeelhouders van PZEM N.V. ("PZEM"), waaronder voor 50% de Provincie Zeeland ("Zeeland"), zijn in overleg met PZEM om het 50% aandelenbezit van PZEM in Evides N.V. ("Evides"), het drinkwaterbedrijf in Zeeland, zuidwesten van Zuid-Holland en de Brabantse Wal en leverancier van industriewater, over te nemen.
- In beginsel heeft PZEM aangegeven mee te willen werken, maar dat zij dit aandelenbezit niet om niet kunnen overdragen aangezien haar financiële positie dat niet toelaat. Een alternatief is het overdragen van het aandelenbezit in Evides tegen betaling van de marktwaarde.
- Een voorliggend scenario is dat het 50% aandelenbezit in Evides van PZEM wordt overgenomen tegen betaling van de marktwaarde (door een adviseur van Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties ("BZK") ingeschat op EUR 367m (middelpunt)) door een nieuw op te richten overheidstussenholding ("GBE Aqua"), waarbij het aankoopbedrag wordt gefinancierd door GBE Aqua via een banklening (de "Lening"). Beoogd is dat de aandeelhouders van de GBE Aqua zullen dezelfde zijn, en in gelijke mate, als de aandeelhouders van PZEM.

Doel

- Op dit moment onderzoeken Zeeland, BZK en het Ministerie van Financiën ("MinFin") (gezamenlijk "Partijen") of het mogelijk is om de rentelasten van de Lening te verlagen middels het afgeven van een garantiestelling door één van deze Partijen voor de Lening (de "Garantiestelling").
- Indien er een vergoeding voor de Garantiestelling wordt gevraagd aan GBE Aqua, dan begrijpen wij van Partijen dat deze (mede)afhankelijk zal zijn van het risico dat de garantsteller loopt, oftewel de kans dat er aanspraak wordt gemaakt op de garantieverplichting, de *Probability of Default*.
- Ten behoeve van de initiële beeldvorming en om de verkennende gesprekken tussen Zeeland, BZK en MinFin omtrent de Garantiestelling te faciliteren, is Deloitte Financial Advisory B.V. ("Deloitte") namens BZK ("Opdrachtgever") gevraagd om een indicatieve analyse uit te voeren van de *probability of default* van GBE Aqua (de "Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse").

Ons begrip van de voorgenomen structuur



Achtergrond, doel & scope

Een garantsteller loopt het risico om aangesproken te worden op zijn commitment. Ten behoeve van de initiële beeldvorming en om de verkennende gesprekken omtrent de Garantiestelling te faciliteren, is Deloitte namens BZK gevraagd om een indicatieve analyse uit te voeren van de *probability of default* van GBE Aqua

Scope

- De kans dat een entiteit niet meer aan haar financiële verplichtingen kan voldoen, de *probability of default* ("PoD"), is niet direct waarneembaar. Kredietbeoordelaars, zoals Moody's, publiceren periodiek studies waarbij is onderzocht wat de PoD is per kredietbeoordeling en looptijd. Via deze studies is het mogelijk om de PoD van een entiteit af te leiden van de kredietbeoordeling van deze entiteit. De Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse is derhalve opgezet als een analyse naar de indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua.
- Van Partijen begrijpen wij dat GBE Aqua uitsluitend zal functioneren als de houdstermaatschappij van de te verkrijgen aandelen in Evides. Wij hebben daarom verondersteld dat het indicatieve kredietprofiel van GBE Aqua gelijk is aan het indicatieve kredietprofiel van Evides met aanpassing voor de financiële verplichtingen van GBE Aqua uit hoofde van de Lening en de Garantiestelling.
- Op verzoek van Opdrachtgever hebben wij de effecten van enkele scenario's op de indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua berekend. Deze scenario's hebben betrekking op:
 - dividenden van PZEM, welke verplicht door de aandeelhouders van GBE Aqua als kapitaalstorting bij GBE Aqua worden ingebracht om gebruikt te worden voor aflossing van de Lening;
 - variaties in jaarlijkse (doel)dividend dat de aandeelhouders van GBE Aqua wensen te ontvangen; en
 - een hogere rente op de Lening.
- In de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse hebben we enkele elementen uit de door Moody's openbaar gepubliceerde kredietbeoordelingsmethodiek voor gereguleerde waterbedrijven gebruikt om tot een inschatting van de indicatieve kredietbeoordeling, en vervolgens een inschatting van de daarbij horende PoD, van GBE Aqua te komen. De gehanteerde kredietbeoordelingsmethodiek staat beschreven in het document *Regulated Water Utilities*, welk is gepubliceerd door Moody's op 8 juni 2018 ("de Rating Methodiek").
- Wij refereren naar pagina 11 voor een overzicht van de verschillende stappen die we ondernomen hebben om de indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua in te schatten.

Geraadpleegde bronnen en gesprekken

- In de periode van 1 maart 2021 tot en met 10 maart 2021 hebben wij op diverse moment gesproken met verschillende betrokken partijen. Gegeven de COVID-19 maatregelen hebben deze gesprekken uitsluitend digitaal plaatsgevonden. We hebben met verschillende personen uit de volgende organisaties en organen contact gehad, middels 1-op-1 of groeps gesprekken:
 - Provincie Zeeland;
 - Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties;
 - Ministerie van Financiën; en
 - BNG Bank.
- Wij hebben onze analyse, naast de gesprekken, gebaseerd op de onderstaande documentatie die de Partijen met ons gedeeld hebben:
 - De meerjarenprognose van Evides (2020-2025);
 - Indicatieve financieringsvoorstellen voor de Lening van BNG Bank en NWB Bank;
 - Overzicht van dividendscenario's voor PZEM;
 - Een notitie met daarin beschreven de prijsstelling van een garantie indien deze wordt afgegeven door het Rijk;
 - E-mails met daarin informatie over de inrichting van GBE Aqua en scenario's; en
 - De Rating Methodiek en studies van Moody's naar de *probability of default*.

Achtergrond, doel & scope

In de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse hebben we specifieke kwantitatieve elementen uit de door Moody's openbaar gepubliceerde kredietbeoordelingsmethodiek voor gereguleerde drinkwater bedrijven en studies van Moody's naar *probability of default* gebruikt om de indicatieve *probability of default* van GBE Aqua in te schatten

Beperkingen

- Van Partijen begrijpen wij dat de looptijd van de Lening naar verwachting 12 jaar is, met de einddatum in 2033. Om tot onze Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse te komen hebben we daarom de meerjarenprognose van Evides, die loopt tot en met 2025, op basis van een aantal kengetallen geëxtrapolerd tot en met 2033. Wij merken expliciet op dat de extrapolatie van de meerjarenprognose niet door het management van Evides is bevestigd en derhalve kan afwijken van hun lange termijn verwachtingen. De extrapolatie reflecteert ook niet Deloitte's mening of oordeel over de financiële verwachting van Evides na 2025, maar is uitsluitend illustratief en dient het doel om een inschatting van een indicatieve kredietbeoordeling van Evides na 2025 te maken.
- Deloitte is geen credit rating agency. De kredietbeoordeling van kredietbeoordelaars is mede afhankelijk van kwalitatieve beoordelingen (60% van Moody's Scorecard). Wij hebben geen zicht op hoe deze kwalitatieve elementen beoordeeld worden door een kredietbeoordelaar. In de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse hebben we ons derhalve beperkt tot gespecificeerde kwantitatieve factoren (40% van Moody's Scorecard), de Moody's Rating Factors (zie pagina 9). Het is derhalve mogelijk dat een formele kredietbeoordeling van een kredietbeoordelaar afwijkt van onze indicatieve financiële analyse. Wij hebben geen inzage gehad in mogelijke bestaande kredietbeoordelingen van Evides.
- We merken op dat de definitie van de kwantitatieve metrics op de Moody's Scorecard (zie pagina 9) onderhevig is aan interpretatie en dat onze interpretatie kan afwijken van die van Moody's. Het is daarom mogelijk dat onze metrics anders berekend zijn dan wanneer deze berekend waren door Moody's zelf, wat er derhalve toe kan leiden dat een formele kredietbeoordeling van een kredietbeoordelaar tot een andere kredietbeoordeling leidt dan onze Indicatieve Kredietbeoordeling.
- Het kredietprofiel van GBE Aqua is afhankelijk van het kredietprofiel van Evides en de timing van dividenden uit Evides- en kapitaalstortingen vanuit aandeelhouders aan GBE Aqua en de rentebetalingen en aflossingen van de Lening. Aangezien de daadwerkelijke timing van kasstromen onzeker is, hebben wij in de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse een versimpelde weergave van de werkelijkheid verondersteld. Hierdoor vallen dividenden, kapitaalstortingen, rentebetalingen en aflossing in het jaar waarop zij betrekking hebben, tenzij anders aangegeven, terwijl dat in werkelijkheid ook in het opvolgende jaar zou kunnen plaatsvinden.
- De Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse is gebaseerd op uitgangspunten en aannames. Wijzingen in uitgangspunten en aannames kunnen van invloed zijn op de uitkomsten van onze analyse en mogelijk zelfs een tot een significant andere PoD leiden voor GBE Aqua. Op pagina 19 geven wij een (niet-limitatief) overzicht van door ons geïdentificeerde risico's ten aanzien van onze inschatting van de PoD van GBE Aqua.
- Voor een nadere beschrijving van de reikwijdte en beperkingen van onze opdracht, verwijzen wij naar de Opdrachtbevestiging (datum 1 maart 2021)

Indicatieve kredietbeoordelingsanalyse

De Rating methodiek

Onze aanpak is gebaseerd op de Moody's rating methodiek voor gereguleerde drinkwaterbedrijven. Specifiek hebben we ons beperkt tot de vier kwantitatieve metrics die betrekking hebben op *leverage and coverage*

De Rating Methodiek (1/2)

- Moody's rating methodiek voor gereguleerde drinkwaterbedrijven staat beschreven in het document *Regulated Water Utilities*, welk is gepubliceerd door Moody's op 8 juni 2018 (de Rating Methodiek). Een belangrijk element in de Rating Methodiek is de Scorecard.
- De Moody's Scorecard is een referentiemiddel dat gebruikt kan worden om een inschatting van het kredietprofiel van een gereguleerd drinkwaterbedrijf te maken. Het geeft een samenvatting van factoren die – over het algemeen genomen – belangrijk zijn voor deze bedrijven. Echter, de Scorecard is niet limitatief; de getoonde weging voor elke factor is indicatief en kan door Moody's worden aangepast op basis van kwalitatieve gronden.
- De Scorecard bevat vier factoren:
 - Bedrijfsprofiel (*business profile*);
 - Financieel beleid (*financial policy*);
 - Financiering en dekking (*leverage and coverage*); en
 - Aanpassingen voor structurele overwegingen (*uplift for structural considerations*).
- Factoren 1-3 resulteren in een voorlopige uitkomst. Factor 4 geeft de mogelijkheid om de uitkomst te verhogen indien Moody's positieve effecten verwacht vanuit de organisatie van bedrijfsstructuur, regulering en financieringsafspraken; dit is met name relevant voor ondernemingen die met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd.
- Naast de hiervoor genoemde factoren is de uiteindelijke kredietbeoordeling afhankelijk van de eigendomssituatie, management, liquiditeit, governance en landgebondenrisico's, welke niet tot uitdrukking komen in de Scorecard; dit zijn kwalitatieve beoordelingen van Moody's.
- Ratings kijken vooruit en zijn gebaseerd op Moody's verwachtingen ten aanzien van toekomstige financiële en operationele resultaten.
- In onze Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse hebben wij ons uitsluitend beperkt tot de kwantitatieve metrics met betrekking tot *leverage and coverage*, en is er verondersteld dat deze metrics niet alleen van toepassing zijn op Evides, maar ook op GBE Aqua (met een drinkwaterbedrijf als onderliggende bezit).

Scorecard Moody's

| EXHIBIT 1 Scorecard for Regulated Water Utilities | | | |
|--|------------------|--|----------------------|
| Rating Factors | Factor Weighting | Sub-Factors | Sub-Factor Weighting |
| BUSINESS PROFILE | 50% | Stability and Predictability of Regulatory Environment | 15% |
| | | Asset Ownership Model | 5% |
| | | Cost and Investment Recovery (Sufficiency & Timeliness) | 15% |
| | | Revenue Risk | 5% |
| | | Scale and Complexity of Capital Programme & Asset Condition Risk | 10% |
| FINANCIAL POLICY | 10% | Financial Policy | 10% |
| LEVERAGE AND COVERAGE | 40% | Adjusted Interest Coverage OR FFO Interest Coverage | 12.5% |
| | | Net Debt / Regulated Asset Base OR Debt/Capitalisation | 10% |
| | | FFO / Net Debt | 12.5% |
| | | RCF / Net Debt | 5% |
| Total | 100% | Total | 100% |
| UPLIFT FOR STRUCTURAL CONSIDERATIONS | | Up to 3 notches | |

Bron: Moody's rating methodology regulated water utilities (gepubliceerd op 8 juni 2018)

Vier kwantitatieve metrics

- De vier kwantitatieve metrics die we hebben gebruikt in de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse zijn *FFO / Interest Coverage*, *Debt / Capitalisation*, *FFO / Net Debt* en *RCF / Net Debt*.
- We verwijzen naar Bijlage C voor verder uitleg over de vier kwantitatieve metrics.

De Rating methodiek

De vier kwantitatieve metrics die we hebben gebruikt in de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse zijn FFO / Interest Coverage, Debt / Capitalisation, FFO / Net Debt en RCF / Net Debt. We merken op dat de definitie van deze metrics onderhevig is aan interpretatie en dat onze interpretatie kan afwijken van die van Moody's

De Rating Methodiek (2/2)

- Met behulp van bandbreedtes zoals gepresenteerd in Bijlage C kan voor iedere kwantitatieve metric een rating berekend worden. Deze ratings kunnen vervolgens geconverteerd worden naar een algemene Moody's kredietbeoordeling. Hieronder staat beschreven hoe dat werkt.
- De rating van elke metric wordt vervangen door een score tussen de 1 en de 18, waarbij een lagere kredietbeoordeling een hogere score toegewezen krijgt.
- De Moody's rating methodiek geeft een zwaardere weging aan de scores volgend uit de metrics met een kredietbeoordeling die lager is dan *Baa*. De voornaamste reden die Moody's hiervoor geeft, is dat een tekortkoming op een bepaalde metric vaak niet (geheel) gecompenseerd kan worden door een sterke positie op een van de andere metrics.
- Bij het schatten van de gewogen gemiddelde score worden de volgende factoren meegenomen:
 - Score tussen 1 en 18 gebaseerd op de rating van iedere metric;
 - Het toekennen van een weging aan deze score tussen 1 en 5, gebaseerd op de rating van iedere metric; en
 - Standaardweging van iedere metric zoals gepresenteerd op pagina 9 van dit rapport.
- De gewogen gemiddelde score kan berekend worden met de onderstaande formule, waar de sommatie de geselecteerde metrics bevat.

$$\frac{\sum(\text{Score} \times \text{Overweging} \times \text{Standaardweging})}{\sum(\text{Overweging} \times \text{Standaardweging})}$$
- De gemiddeld gewogen score wordt vervolgens afgezet tegen de tabel die rechts is weergegeven om de kredietbeoordeling te schatten (bijvoorbeeld: een score van 5,3 vertaalt zich naar een A1 kredietbeoordeling).

Bepalen van uitkomst Scorecard

5. Determining the Overall Scorecard-Indicated Outcome⁶

To determine the overall scorecard-indicated outcome, we convert each of the sub-factor scores into a numeric value based upon the scale below.

| Aaa | Aa | A | Baa | Ba | B | Caa |
|-----|----|---|-----|----|----|-----|
| 1 | 3 | 6 | 9 | 12 | 15 | 18 |

A further weighting is applied by rating category as shown in the table below.

| Aaa | Aa | A | Baa | Ba | B | Caa |
|-----|----|---|------|----|---|-----|
| 1 | 1 | 1 | 1.15 | 2 | 3 | 5 |

| Indicated Outcome | Overall Score |
|-------------------|------------------------|
| Aaa | $x < 1.50$ |
| Aa1 | $1.50 \leq x < 2.50$ |
| Aa2 | $2.50 \leq x < 3.50$ |
| Aa3 | $3.50 \leq x < 4.50$ |
| A1 | $4.50 \leq x < 5.50$ |
| A2 | $5.50 \leq x < 6.50$ |
| A3 | $6.50 \leq x < 7.50$ |
| Baa1 | $7.50 \leq x < 8.50$ |
| Baa2 | $8.50 \leq x < 9.50$ |
| Baa3 | $9.50 \leq x < 10.50$ |
| Ba1 | $10.50 \leq x < 11.50$ |
| Ba2 | $11.50 \leq x < 12.50$ |
| Ba3 | $12.50 \leq x < 13.50$ |
| B1 | $13.50 \leq x < 14.50$ |
| B2 | $14.50 \leq x < 15.50$ |
| B3 | $15.50 \leq x < 16.50$ |
| Caa1 | $16.50 \leq x < 17.50$ |
| Caa2 | $17.50 \leq x < 18.50$ |
| Caa3 | $18.50 \leq x < 19.50$ |

Bron: Moody's rating methodology regulated water utilities (gepubliceerd op 8 juni 2018)

Stappen indicatieve kredietbeoordelingsanalyse

We hebben een aantal stappen doorlopen om tot de inschatting van de indicatieve PoD van GBE Aqua te komen

| Plan van aanpak | |
|--|--|
| Stap 1: Extrapolatie prognose Evides tot en met 2033 | <ul style="list-style-type: none">• Een kredietbeoordeling is een momentopname en kan van periode tot periode veranderen. Alleen al het aflossen van de Lening kan voor een verbetering van het kredietprofiel van GBE Aqua resulteren. Aangezien we o.a. met de meerjarenprognose van Evides beschikken over jaarlijkse financiële informatie, hebben we het indicatieve kredietprofiel van GBE Aqua ingeschat per kalenderjaar, over de looptijd van de Lening.• In acht nemende dat de Lening in GBE Aqua een voorgenomen looptijd heeft tot 2033, hebben we de meerjarenprognose (2020-2025) van Evides voor de periode 2026-2033 geëxtrapoleerd op basis van een aantal kengetallen. De hierbij toegepaste kengetallen, ratio's en aannames hebben wij verder toegelicht op pagina 12. |
| Stap 2: Kredietbeoordeling Evides standalone | <ul style="list-style-type: none">• Op basis van de Rating Methodiek en de geëxtrapoleerde meerjarenprognose van Evides hebben wij een inschatting gemaakt van de kredietbeoordeling van Evides op een standalone basis. Deze kredietbeoordeling hebben we vervolgens als benchmark gebruikt om het effect van de Lening in GBE Aqua op de kredietbeoordeling te analyseren. Het verloop van de kredietbeoordeling voor Evides over tijd is te zien op pagina 13. |
| Stap 3: Prognose GBE Aqua | <ul style="list-style-type: none">• Op basis van de dividendprojectie van Evides, verwachte kapitaalstortingen van de aandeelhouders van GBE Aqua uit hoofde van PZEM dividend, in combinatie met de uitgangspunten en aannames met betrekking tot de inrichting en financieringsstructuur van GBE Aqua, zoals uitgelegd op pagina 14, hebben we een indicatieve winst-en-verliesrekening en balans voor GBE Aqua opgesteld voor de periode 2020-2033. |
| Stap 4: Kredietbeoordeling GBE Aqua | <ul style="list-style-type: none">• Vervolgens hebben wij de indicatieve kredietbeoordeling van Evides aangepast voor de additionele schuld en kosten uit hoofde van de Lening in GBE Aqua, exclusief de kosten van de Garantiestelling, om tot de indicatieve kredietbeoordeling van het GBE Aqua te komen. De uitkomsten van deze analyse hebben we gepresenteerd op pagina 15. |
| Stap 5: Probability of Default van GBE Aqua | <ul style="list-style-type: none">• Op basis van door Moody's gepubliceerde lijsten met de probability of default voor verschillende kredietbeoordelingen en looptijden van leningen, hebben we de indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua omgezet naar een kans dat de garantsteller van de Lening wordt aangesproken op zijn garantiestelling, zoals is te zien op pagina 16. |
| Stap 6: Scenario-analyse | <ul style="list-style-type: none">• Ten slotte hebben we ook de effecten van verschillende scenario's op de indicatieve kredietbeoordeling en probability of default berekend. De uitkomsten hiervan zijn gepresenteerd op pagina 17. |

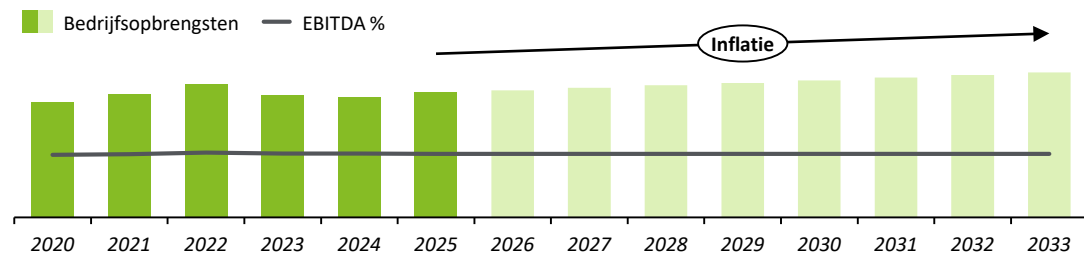
Stap 1: Extrapolatie meerjarenprognose Evides tot 2033

De winst-en-verliesrekening en balans in de meerjarenprognose van Evides (2020-2025) is geëxtrapoleerd tot 2033, waarbij is uitgegaan van constante marges, een constante solvabiliteitsratio en inflatoire groei van omzet en activa

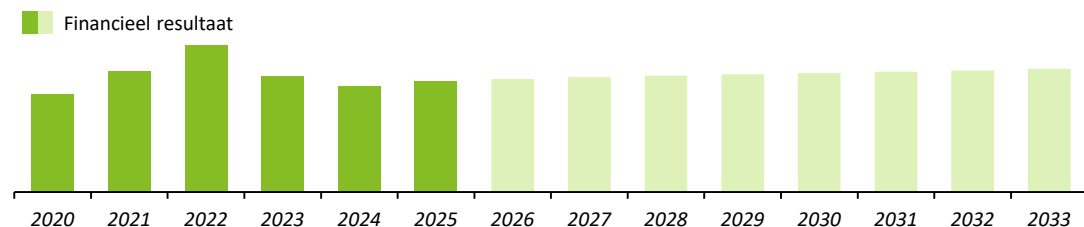
Introductie

- De meerjarenprognose van Evides heeft betrekking op de periode 2021 tot en met 2025. De voorgenomen looptijd van de Lening is 12 jaar (einddatum in 2033). We hebben derhalve de meerjarenprognose van Evides voor de periode 2026-2033 geëxtrapoleerd op basis van een aantal kengetallen, voornamelijk op basis van behoud van constante marges, een constante solvabiliteitsratio en inflatoire groei van omzet en activa. We verwijzen naar Bijlage A voor een nadere toelichting.
- De meerjarenprognose van Evides is ons in vertrouwelijkheid toegestuurd. Partijen beschikken over deze prognose. Wij hebben daarom deze bedrijfsgevoelige informatie van Evides niet expliciet en herleidbaar weergegeven in deze rapportage.

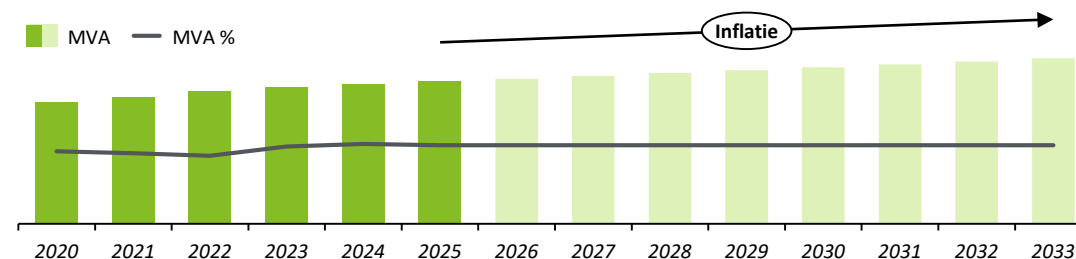
Omzet / EBITDA als % Bedrijfsopbrengsten



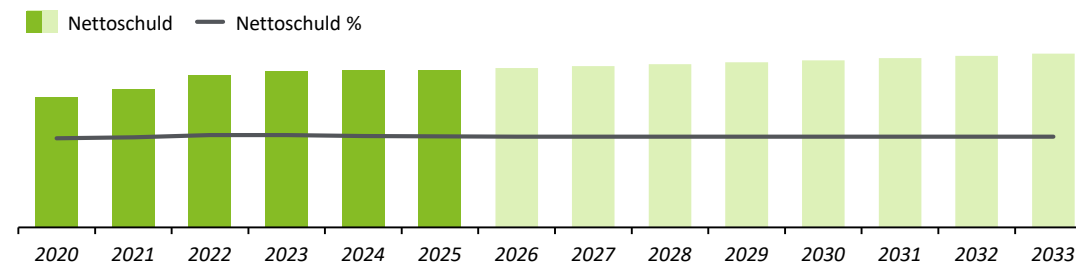
Financieel resultaat



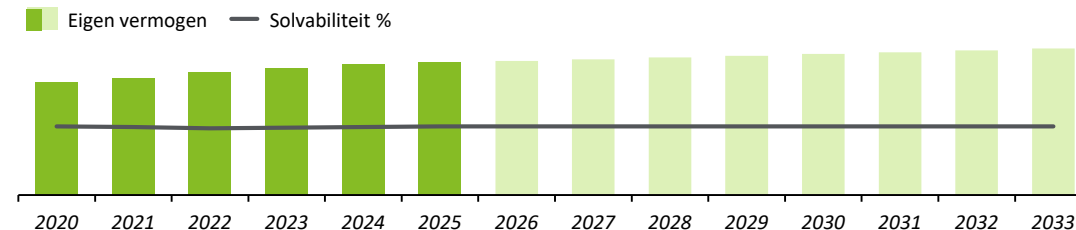
MVA (als % Bedrijfsopbrengsten)



Nettoschuld (als % Activa excl. liquide middelen)



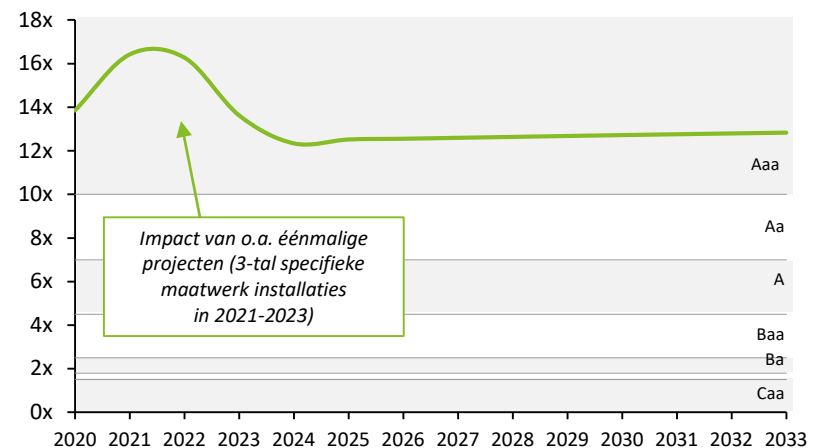
Eigen vermogen / Solvabiliteit %



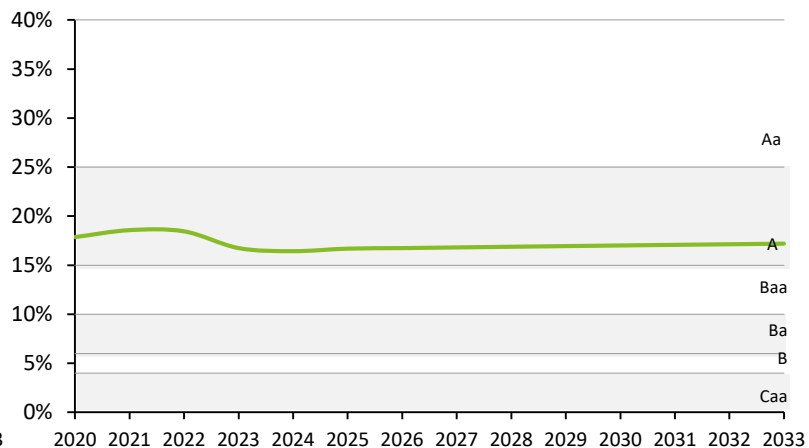
Stap 2: Kredietbeoordeling Evides standalone

Op basis van de Moody's Rating Factors zal de (jaarlijkse) rating van Evides naar verwachting dalen van Aa3 in 2020 naar A1 vanaf 2021, veroorzaakt doordat de Debt / Capitalisation ratio vanaf 2021 de grenswaarde van 55% overstijgt

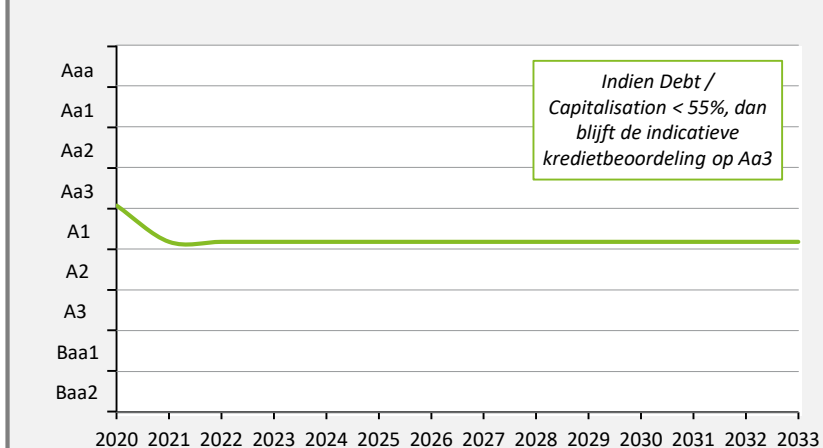
FFO / Interest Coverage



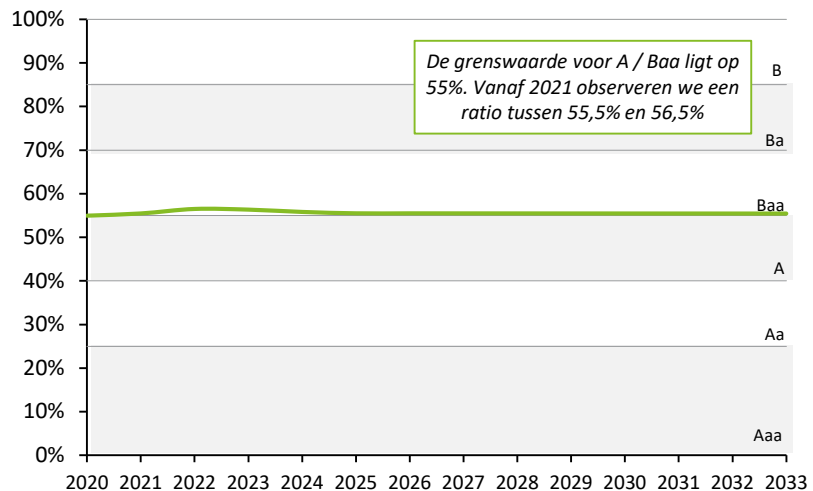
FFO / Net Debt



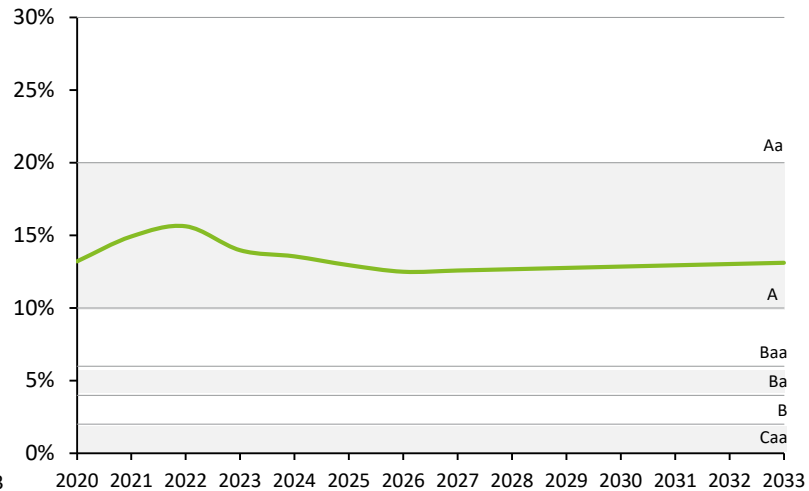
Indicatieve kredietbeoordeling



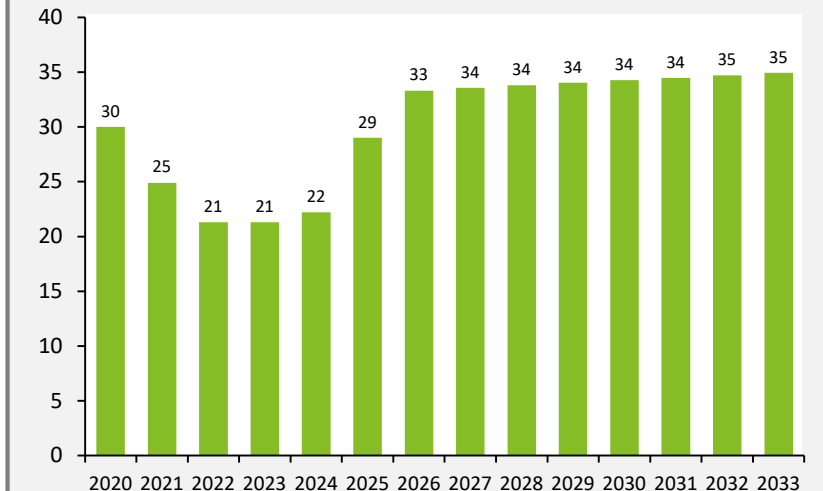
Debt / Capitalisation



RCF / Net Debt



Dividendprojectie van Evides (100%) (EURm)



Stap 3: Prognose GBE Aqua

Om op basis van de verwachte (jaarlijkse) rating van Evides naar de verwachte (jaarlijkse) rating van GBE Aqua te komen, dient er rekening gehouden te worden met de inrichting en financieringsstructuur van GBE Aqua

Introductie

- Op basis van de dividendprojectie van Evides, verwachte kapitaalstortingen van de aandeelhouders van GBE Aqua uit hoofde van PZEM dividend, in combinatie met de uitgangspunten en aannames met betrekking tot de inrichting en financieringsstructuur van GBE Aqua, hebben we een indicatieve winst-en-verliesrekening en balans voor GBE Aqua opgesteld voor de periode 2020-2033. De hierbij gehanteerde uitgangspunten en aannames zijn besproken en afgestemd met Partijen.

Uitgangspunten en aannames

- De Lening heeft 31 december 2021 als startdatum en zal bestaan uit twee delen: A en B:
 - Lening A betreft een aflossende lening van EUR 60 met een looptijd van 12 jaar (oftewel EUR 5m aflossing per jaar); en
 - Lening B betreft een bullet lening van EUR 307m met een looptijd van 12 jaar.
- Op Lening B vindt vervroegde (gedeeltelijke) (boetevrije) aflossing plaats indien:
 - er een positieve kasstroom resteert in GBE Aqua na *betaling van de inrichtingskosten, aflossing en rente op Lening A en dividenduitkering van (ten hoogste) EUR 7m aan de aandeelhouders*;
 - PZEM haar dividend uitkeert aan de aandeelhouders. Voor zover dividend vanuit PZEM beschikbaar is voor de aandeelhouders zal dit dividend totdat Lening B is afgelost verplicht als kapitaalstorting bij GBE Aqua worden ingebracht door de aandeelhouders van PZEM (en GBE Aqua).
- Lening A en Lening B hebben een rentevastperiode van 12 jaar en een rente van 0,0% (indicatie van BNG Bank en NWB Bank).
- Aflossing op Lening A en Lening B vindt plaats op 31 december van elk jaar. In de praktijk is dit naar verwachting een aantal maanden tot een half jaar later doordat dividenden van Evides en PZEM, die gebruikt worden voor de aflossing, pas betaalbaar kunnen worden gesteld na het vaststellen van de jaarrekening. Onze analyses houden geen rekening met dit timingsverschil.
- De indicatieve inrichtingskosten van GBE Aqua bedragen EUR 50k per jaar, jaarlijks verhoogd met inflatie.
- De aandeelhouders van GBE Aqua verlangen jaarlijks een dividend van EUR 7m (het 'doeldividend' van GBE Aqua). Indien dit in enig jaar niet mogelijk is, dan wordt het tekort, indien mogelijk, in opvolgende jaren aangevuld tot het doeldividend van EUR 7m per jaar is bereikt.
- Het PZEM dividend is onzeker en wij begrijpen van Partijen dat er drie scenario's te verwachten zijn, namelijk:
 - Hoog scenario (verwacht): vanaf 2024 keert PZEM een dividend van EUR 50m per jaar uit dat vanaf 2026 oploopt tot EUR 75m per jaar in 2030;
 - Midden scenario: vanaf 2027 een dividend van EUR 50m per jaar; en
 - Laag scenario: geen dividend tot 2032, mogelijk een dividenduitkering van EUR 50m in 2033.
- Let op: in de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse hebben we de drie scenario's zoals hierboven beschreven overgenomen, met uitzondering van het *laag scenario*. De voorgenomen einddatum van de Lening is 31 december 2033; in het laag scenario resteert op dat moment nog de volledige Lening B. We begrijpen van Partijen dat de dividenduitkering in 2033 uiterst onzeker is in het laag scenario. Voorzichtigheidshalve – en als stress case – hebben we in het laag scenario daarom verondersteld dat er over de looptijd van de Lening geen dividend vanuit PZEM te verwachten is.
- De jaarlijkse kosten van de Garantiestelling bedragen: *probability of default* * risico-opslag / looptijd. De probability of default volgt uit onze analyses; voor de risico-opslag van de Garantiestelling hanteren wij 1,5% als inschatting o.b.v. verkennende gespreken met banken en een looptijd van 12 jaar; dit dient door Partijen nader te worden geanalyseerd.

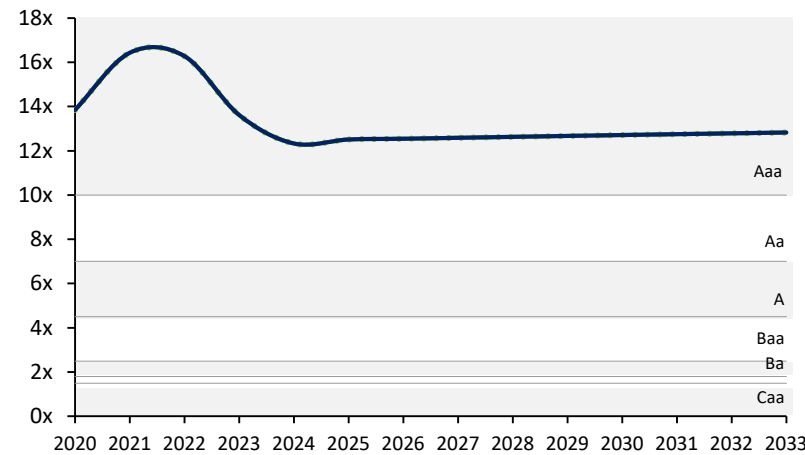
Stap 4: Kredietbeoordeling GBE Aqua (vóór kosten Garantiestelling)

Aangezien de FFO en RCF metrics zijn die betrekking hebben op het volledige jaar, is voor de berekening van de Moody's Rating Factors de (netto) schuld aan het begin van het jaar gebruikt (en er is verondersteld dat de Lening start op 1 januari 2021).

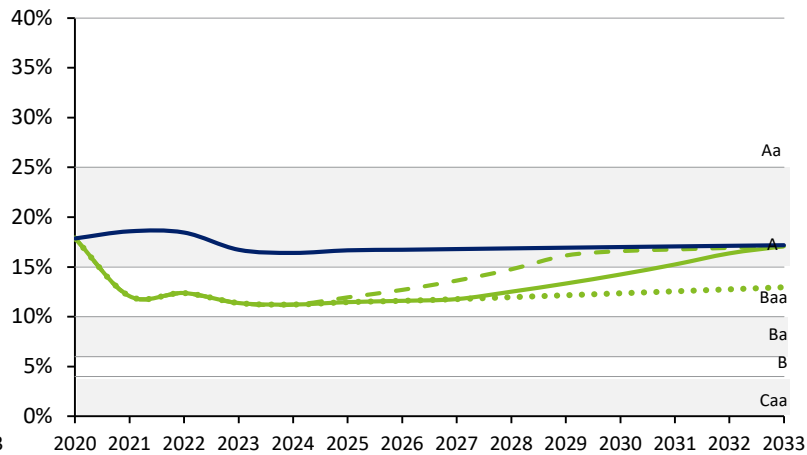
Op basis van de Moody's Rating Factors is de verwachte rating van GBE Aqua bij aanvang van de Lening (in 2021) A3. Het kredietprofiel kan verbeteren bij extra aflossingen in het geval van beschikbare PZEM-dividenden

●●● PZEM Scenario Laag — PZEM Scenario Hoog
— PZEM Scenario Midden — Evides (standalone)

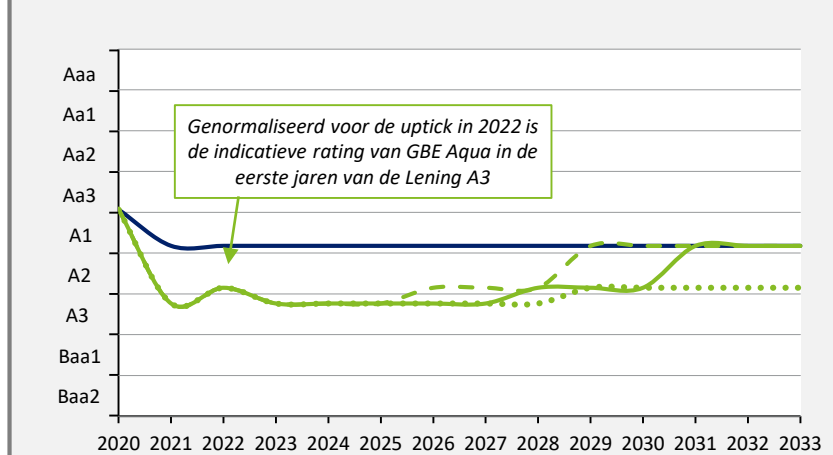
FFO / Interest Coverage



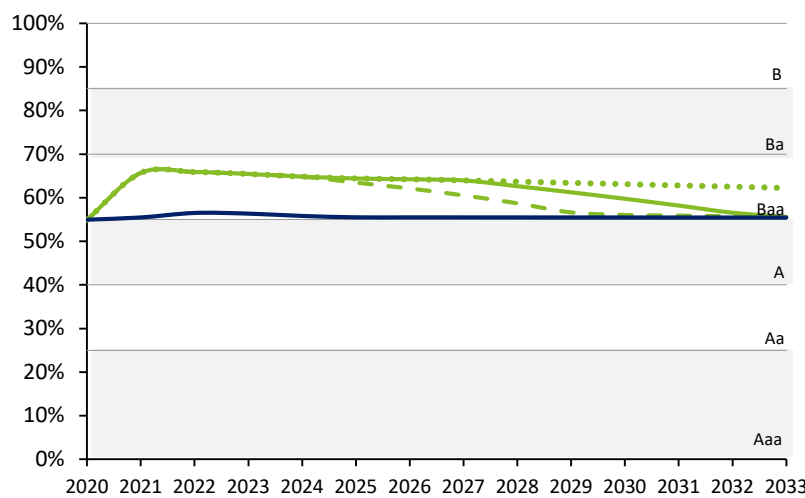
FFO / Net Debt



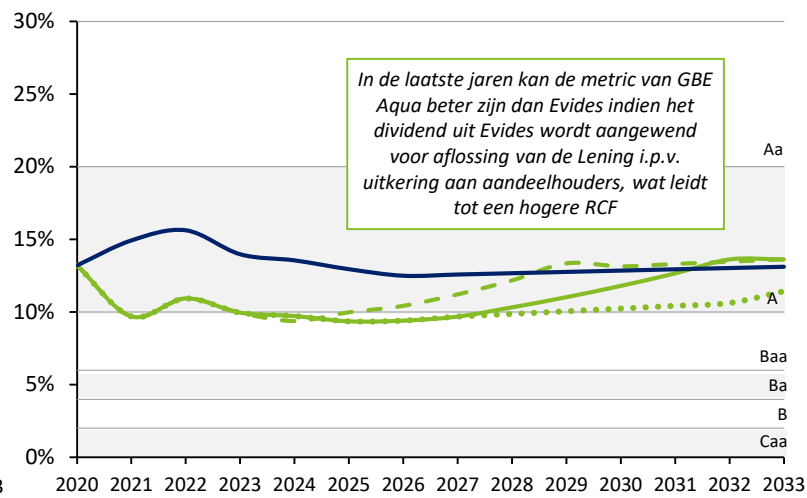
Indicatieve kredietbeoordeling



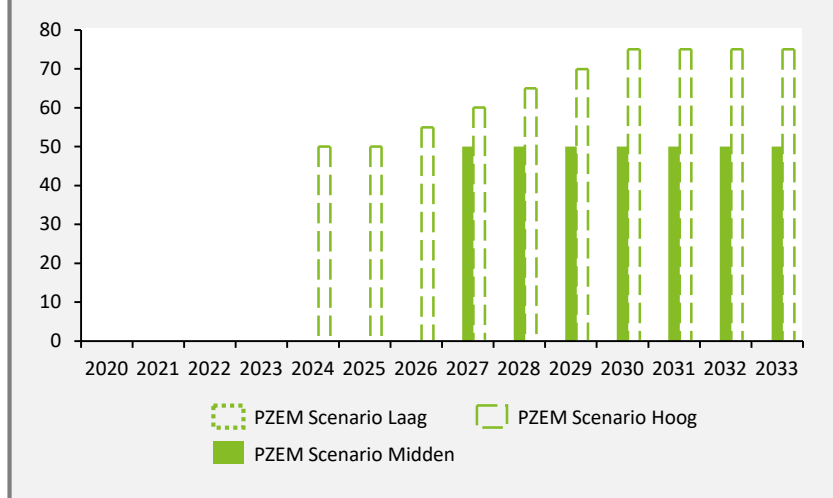
Debt / Capitalisation



RCF / Net Debt



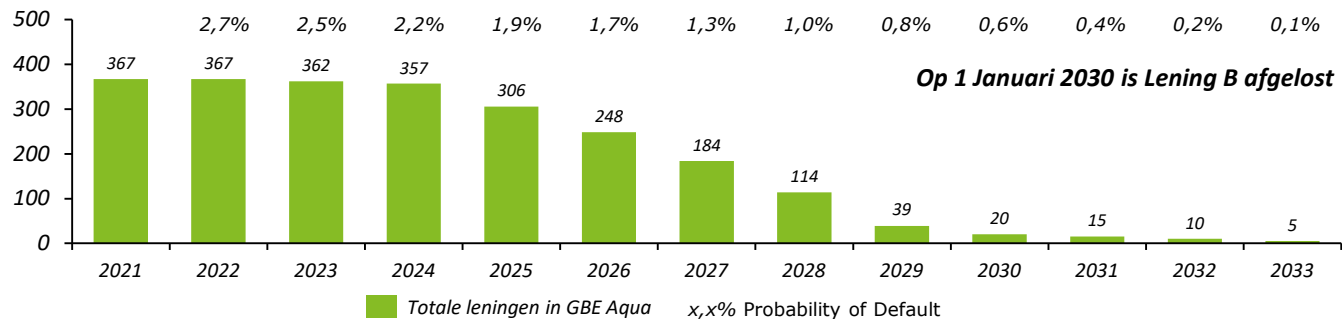
Projectie beschikbare PZEM-dividenden (EURm)



Stap 5: Probability of Default GBE Aqua (vóór kosten Garantiestelling)

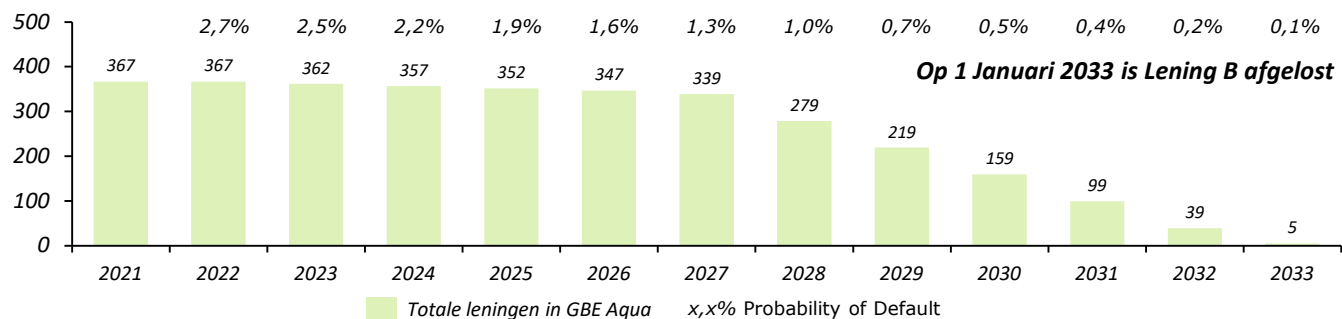
Bij een veronderstelde A3-rating is de probability of default van GBE Aqua in het eerste jaar van de Lening 2,72% o.b.v. Moody's onderzoek en een looptijd van 12 jaar. De PoD daalt als de looptijd van de lening verstrekt en er wordt afgelost

PZEM Scenario Hoog (verwacht)



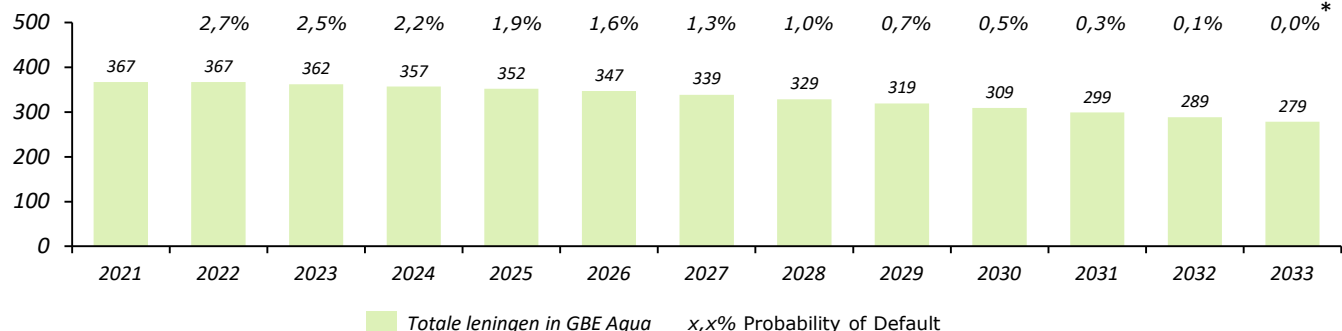
Ongewogen gemiddelde PoD is 1,3%

PZEM Scenario Midden



Ongewogen gemiddelde PoD is 1,3%

PZEM Scenario Laag



Ongewogen gemiddelde PoD is 1,3%

Exhibit 43 Average cumulative issuer-weighted global default rates by alphanumeric rating, 1983-2020

Source: Moody's Investors Service

| Rating/Horizon | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Aaa | 0.00% | 0.01% | 0.01% | 0.04% | 0.06% | 0.09% | 0.12% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% |
| Aa1 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.05% | 0.09% | 0.13% | 0.14% | 0.14% | 0.16% | 0.20% | 0.25% | 0.31% |
| Aa2 | 0.00% | 0.01% | 0.11% | 0.22% | 0.33% | 0.41% | 0.50% | 0.59% | 0.70% | 0.83% | 0.94% | 1.07% |
| Aa3 | 0.04% | 0.12% | 0.16% | 0.25% | 0.38% | 0.50% | 0.63% | 0.75% | 0.83% | 0.91% | 1.01% | 1.15% |
| A1 | 0.06% | 0.19% | 0.38% | 0.58% | 0.78% | 0.98% | 1.15% | 1.31% | 1.43% | 1.58% | 1.76% | 1.95% |
| A2 | 0.04% | 0.14% | 0.30% | 0.49% | 0.70% | 1.01% | 1.34% | 1.67% | 2.00% | 2.34% | 2.67% | 2.94% |
| A3 | 0.05% | 0.17% | 0.36% | 0.53% | 0.79% | 1.03% | 1.31% | 1.63% | 1.94% | 2.21% | 2.46% | 2.72% |
| Baa1 | 0.11% | 0.29% | 0.49% | 0.72% | 0.93% | 1.18% | 1.44% | 1.67% | 1.95% | 2.26% | 2.65% | 3.12% |
| Baa2 | 0.14% | 0.36% | 0.61% | 0.94% | 1.25% | 1.58% | 1.93% | 2.29% | 2.66% | 3.06% | 3.53% | 3.99% |
| Baa3 | 0.23% | 0.58% | 1.03% | 1.53% | 2.14% | 2.76% | 3.30% | 3.89% | 4.49% | 5.06% | 5.56% | 6.06% |
| Ba1 | 0.42% | 1.38% | 2.51% | 3.62% | 4.71% | 5.80% | 6.64% | 7.36% | 8.07% | 8.86% | 9.70% | 10.54% |
| Ba2 | 0.68% | 1.80% | 3.13% | 4.51% | 5.90% | 7.09% | 8.25% | 9.48% | 10.85% | 12.22% | 13.42% | 14.71% |
| Ba3 | 1.29% | 3.61% | 6.37% | 9.44% | 12.03% | 14.52% | 16.91% | 19.07% | 21.08% | 23.09% | 24.81% | 26.55% |
| B1 | 1.93% | 5.21% | 8.80% | 12.22% | 15.62% | 18.64% | 21.61% | 24.32% | 26.67% | 28.59% | 30.37% | 31.90% |
| B2 | 2.98% | 7.59% | 12.32% | 16.69% | 20.45% | 23.86% | 26.67% | 28.91% | 31.21% | 33.44% | 35.34% | 37.50% |
| B3 | 4.64% | 10.32% | 16.18% | 21.31% | 25.86% | 29.79% | 33.14% | 36.34% | 39.05% | 41.26% | 43.00% | 44.38% |
| Caa | 7.81% | 15.29% | 21.87% | 27.67% | 32.91% | 37.41% | 41.13% | 44.48% | 47.59% | 50.22% | 52.37% | 53.66% |
| Ca-C | 34.52% | 46.62% | 54.99% | 61.59% | 64.65% | 65.70% | 67.56% | 69.04% | 70.19% | 70.73% | 71.53% | 72.15% |
| IG | 0.08% | 0.23% | 0.42% | 0.63% | 0.87% | 1.13% | 1.38% | 1.63% | 1.88% | 2.14% | 2.40% | 2.66% |
| SG | 4.22% | 8.54% | 12.66% | 16.34% | 19.55% | 22.30% | 24.66% | 26.74% | 28.64% | 30.34% | 31.81% | 33.17% |
| All | 1.68% | 3.36% | 4.90% | 6.24% | 7.37% | 8.32% | 9.13% | 9.83% | 10.46% | 11.03% | 11.55% | 12.03% |

Source: Moody's 'Annual default study: Following a sharp rise in 2020, corporate defaults will drop in 2021', Exhibit 43, 28 January 2021

* De weergegeven PoD neemt niet in ogenschouw dat in het PZEM Scenario Laag op jaareinde 2033 het restant van de Lening, o.b.v. onze analyses naar verwachting EUR 279m, zal moeten worden afgelost of geherfinancierd, en de daaraan verbonden risico's.

Let op: In alle drie scenario's stijgt de indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua in 2022 voor één jaar naar A2 vanwege een tijdelijke en eenmalige verhoging van het kredietprofiel van Evides (o.a. vanwege positieve effecten uit de oplevering van eenmalige projecten). Aangezien dit effect tijdelijk is en de PoD voor een A2 kredietprofiel bij de resterende looptijd van 12 jaar hoger is dan voor een A3 kredietprofiel (wat in strijd is met de algemene verwachting dat een beter kredietprofiel een lagere PoD zou moeten hebben), hebben we de observatie in 2022 genormaliseerd tot een A3-rating.

Let op: De berekende jaarlijkse kosten uit hoofde van de Garantiestelling o.b.v. de op deze pagina weergegeven PoD van GBE Aqua zijn in zichzelf te beperkt om het gepresenteerde indicatieve kredietprofiel van GBE Aqua vóór de kosten van Garantiestelling te doen wijzigen.

Stap 6: Scenario-analyse

Op verzoek van Opdrachtgever hebben wij de effecten van enkele scenario's op de indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua, onder het scenario PZEM dividend hoog (verwacht), berekend

Scenario's

a

Rente van 0,5% op de Lening

Beschrijving

- Er bestaat een kans dat bij het afsluiten van de Lening de rentestand hoger is dan op dit moment is veronderstelt in onze analyse. In dit scenario rekenen we met een rentepercentage van 0,5% per jaar in plaats van 0,0%. De totale rentelasten van de Lening, onder het scenario PZEM dividend hoog, bedragen vervolgens EUR 10,3m in de periode 2022-2033.
- In dit scenario is niet meegenomen dat een hogere rentestand, via de regulering die van toepassing is op Evides, kan resulteren in hogere toegestane opbrengsten voor Evides cq. hogere dividenden.

Uitkomst

- De indicatieve kredietbeoordeling (en probability of default) van GBE Aqua blijft in dit scenario onveranderd.

b

Cash-buffer in GBE Aqua

Beschrijving

- Zonder het aanhouden van een cash-buffer is er (in de eerste jaren van de Lening) meteen sprake van insolventie indien Evides geen dividend uitkeert; GBE Aqua heeft immers geen andere bron van inkomsten. In dit scenario wordt daarom een cash-buffer van EUR 5m opgebouwd, ter grootte van één jaar aflossing op Lening A, om een mogelijke (tijdelijke en ten hoogste eenjarige) dividendstop (of timingsverschillen in het moment van aflossen en uitkering van het dividend) vanuit Evides te kunnen opvangen.

Uitkomst

- Het aanhouden van EUR 5m in cash resulteert niet tot een andere indicatieve kredietbeoordeling. De probability of default van GBE Aqua blijft in dit scenario onveranderd.

c

Doeldividend van GBE Aqua verlagen van EUR 7,0m naar EUR 3,5m per jaar

Beschrijving

- In dit scenario wordt het doeldividend van GBE Aqua van EUR 7m per jaar verlaagd naar EUR 3,5m. De daarmee vrijgekomen liquiditeiten worden gebruikt voor extra aflossing van Lening B. Deze lening is vervolgens naar verwachting één jaar eerder afgelost (in 2028 ipv 2029).

Uitkomst

- De indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua stijgt in dit scenario één jaar eerder van A3 naar A2 (in 2025 ipv 2026).

d

Geen dividenuitkering door GBE Aqua

Beschrijving

- In dit scenario wordt geen dividend uitgekeerd zolang Lening B niet volledig is afgelost. Deze lening is in dit scenario vervolgens naar verwachting één jaar eerder afgelost (in 2028 ipv 2029).

Uitkomst

- De indicatieve kredietbeoordeling van GBE Aqua stijgt in dit scenario drie jaar eerder van A3 naar A2 (in 2023 ipv 2026) en één jaar eerder van A2 naar A1 (in 2028 ipv 2029).

Stap 6: Scenario-analyse

Daarnaast hebben Partijen ons gevraagd overwegingen te delen ten aanzien van de effecten op het kredietprofiel van GBE Aqua en de Garantiestelling in het geval de aandelen van Evides in onderpand worden gegeven aan de garantsteller







Scenario's

Aandelen Evides als onderpand voor garantsteller

- Het kredietprofiel van GBE Aqua is in grote mate afhankelijk van de toekomstige financiële performance van Evides, wat reeds in ogenschouw is genomen in de Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse; een pandrecht brengt ons inziens daar geen verandering in omdat dit geen directe impact heeft op de toekomstige financiële performance. De indicatieve kredietbeoordeling (en probability of default) van GBE Aqua blijft daarom onveranderd. Het is ons niet bekend of een kredietbeoordelaar op basis van kwalitatieve analyses tot een ander kredietprofiel zou (kunnen) komen.
- Vanuit de Garantsteller verandert wel het risico; de exposure van de Garantsteller (het uitstaande leningsbedrag) heeft bij pandrecht een dekking vanuit de aandelen Evides (bij uitwinning van het pandrecht de onderliggende waarde van de aandelen of cash bij verkoop van het aandelenbezit).
- Indien er sprake is van insolventie van GBE Aqua doordat Evides in enig jaar geen dividend uitkeert, maar met behoud van de onderliggende waarde in Evides (b.v. in de situatie dat Evides beleidsmatig geen dividend uitkeert maar de bedrijfswinsten en financiering conform verwachting zijn), dan lijkt het risico voor de Garantsteller vanwege het pandrecht laag.
- Als de insolventie van GBE Aqua wordt veroorzaakt doordat Evides in financiële moeilijkheden verkeert, dan zal naar verwachting de waarde van onderpand zijn afgenomen. Indien deze afname in waarde in de pas loopt met de aflossingen van de Lening, dan is het mogelijk dat de exposure van de Garantsteller gedekt blijft. Er is sprake van risico wanneer de waarde van het onderpand lager uitvalt dan de exposure van de garantsteller.
- Indien, en uitsluitend voor zover, de exposure van de Garantsteller gedurende de looptijd van de Lening wordt gedekt door de (toekomstige) waarde van Evides, lijkt het vanwege het verlaagde risico voor de Garantsteller uit hoofde van het pandrecht niet onredelijk om een lagere provisie voor de Garantiestelling te rekenen dan in een situatie zonder pandrecht op het aandelenbezit van GBE Aqua in Evides.
- De hoogte van de provisie voor de Garantiestelling in het geval van onderpand op de aandelen Evides is een beleidskeuze van de garantsteller.
- Bij het optekenen van deze overwegingen konden wij niet beschikken over een document waarin de specifieke voorwaarden van een pandrecht stonden beschreven. De voornoemde overwegingen moeten daarom als input voor de verkennende gesprekken tussen Partijen worden gezien in plaats van als limitatief advies.

Geïdentificeerde risico's

De Indicatieve Kredietbeoordelingsanalyse is gebaseerd op uitgangspunten en aannames. Wijzingen in uitgangspunten en aannames kunnen van invloed zijn op de uitkomsten van onze analyse en mogelijk zelfs een tot een significant andere PoD leiden voor GBE Aqua

| Geïdentificeerde risico's | |
|---|---|
|  Onzekerheid prognoses | <ul style="list-style-type: none">• Projecties komen vaak niet precies uit zoals op voorhand verwacht waardoor de werkelijkheid anders kan verlopen. |
|  Extrapolatie prognose | <ul style="list-style-type: none">• Onze extrapolatie van de meerjarenprognose van Evides veronderstelt dat de omzet en MVA van Evides met inflatie groeit, dat marges gelijk blijven aan het peil van 2025 (het laatste jaar van de meerjarenprognose van Evides), schulden als percentage van MVA en de solvabiliteit (vóór winstbestemming) gelijk blijft aan de ratio van 2025. De extrapolatie is niet door Evides bevestigd. |
|  Dividendcapaciteit Evides | <ul style="list-style-type: none">• Een belangrijke driver voor het kredietprofiel van Evides is de dividendcapaciteit. De toekomstige dividendcapaciteit van Evides is mede afhankelijk van de toekomstige ontwikkeling van de drinkwater WACC en doelsolvabiliteit en deze zijn onzeker. |
|  Dividendcapaciteit PZEM | <ul style="list-style-type: none">• Een belangrijke driver voor het kredietprofiel van GBE Aqua is de inbreng van PZEM-dividenden als kapitaalstorting door de aandeelhouders van GBE Aqua. Wij begrijpen dat het onzeker is wanneer en voor welk bedrag PZEM in de toekomst dividend kan uitkeren. Middels de drie dividendscenario's is geprobeerd het effect hiervan op het kredietprofiel van GBE Aqua inzichtelijk te maken. |
|  Renteontwikkeling | <ul style="list-style-type: none">• Rentestanden kunnen veranderen waardoor de kosten van de Lening en/of Garantiestelling bij afsluiting anders kunnen zijn dan nu is verondersteld. |
|  Afgeleide rating analyse | <ul style="list-style-type: none">• Deloitte is geen credit rating agency. De kredietbeoordeling van credit rating agencies zijn mede afhankelijk van kwalitatieve beoordelingen (waar wij geen zicht op hebben), terwijl wij ons hebben beperkt tot kwantitatieve factoren, in het bijzonder de Moody's Rating Factors, in onze analyse. Het is derhalve mogelijk dat een formele kredietbeoordeling van een credit rating agency afwijkt van onze indicatieve financiële analyse. |

Bijlagen

Bijlage A: Extrapolatie prognose Evides tot 2033

De winst-en-verliesrekening en balans in de meerjarenprognose van Evides (2020-2025) is geëxtrapoleerd tot 2033, waarbij is uitgegaan van constante marges, een constante solvabiliteitsratio en inflatoire groei van omzet en activa

| Aannames extrapolatie balans | |
|------------------------------|---|
| Materiele vaste activa | <ul style="list-style-type: none"> Jaarlijkse investeringen zodat materiële vaste activa ("MVA") als percentage van de bedrijfsopbrengsten gelijk blijft |
| Immateriele vaste activa | <ul style="list-style-type: none"> Jaarlijkse Investeringen in software groeien met inflatie, afschrijving als vast percentage van boekwaarde Overige immateriële vaste activa lopen over de prognose uit de balans tegen een constante afschrijving zonder verdere investeringen |
| Financiële vaste activa | <ul style="list-style-type: none"> Financiële leaseovereenkomsten (eenmalige projecten) lopen op lineaire basis uit de balans Overige vorderingen nemen jaarlijkse toe met inflatie Latente belastingvorderingen blijven constant |
| Netto werkkapitaal | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van bedrijfsopbrengsten |
| Voorzieningen | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van bedrijfsopbrengsten |
| Schulden | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van de totale activa (exclusief liquide middelen) |
| Winstbestemming | <ul style="list-style-type: none"> Solvabiliteit gelijk aan de ratio van 2025 |

| Aannames extrapolatie winst-en-verliesrekening | |
|--|---|
| Bedrijfsopbrengsten | <ul style="list-style-type: none"> Jaarlijkse groei met inflatie van 1,9% (<i>source: Economic Intelligence Unit per Maart 2021</i>) |
| EBITDA | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van bedrijfsopbrengsten |
| Afschrijvingen | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van MVA |
| Financiële lasten | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van schuld |
| Financiële baten | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van financiële leases en overige vorderingen |
| Resultaat uit deelnemingen | <ul style="list-style-type: none"> Resultaat uit deelnemingen groeit jaarlijks met inflatie |
| Belastingen | <ul style="list-style-type: none"> Constant als percentage van winst voor belastingen |

Bijlage B: GBE Aqua B.V.

Indicatief financieel overzicht in het geval van PZEM Scenario Hoog (inclusief Garantiestelling met vergoeding o.b.v. een probability of default van 2,72% (vast percentage over de looptijd van de Lening))

Versimpelde cash flow statement

| EURm | 2020 FC | 2021 FC | 2022 FC | 2023 FC | 2024 FC | 2025 FC | 2026 FC | 2027 FC | 2028 FC | 2029 FC | 2030 FC | 2031 FC | 2032 FC | 2033 FC |
|---|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Kapitaalstorting uhv dividend PZEM | - | - | - | - | 50.0 | 50.0 | 55.0 | 60.0 | 65.0 | 13.8 | - | - | - | - |
| Dividend in vanuit Evides | - | - | 10.7 | 10.7 | 11.1 | 14.5 | 16.7 | 16.8 | 16.9 | 17.0 | 17.1 | 17.2 | 17.4 | 17.5 |
| Inrichtingskosten * | - | - | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| Financiële baten en lasten ** | - | - | (0.8) | (0.8) | (0.8) | (0.7) | (0.6) | (0.4) | (0.3) | (0.1) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| Aftrek kosten | - | - | (0.9) | (0.9) | (0.9) | (0.8) | (0.6) | (0.5) | (0.3) | (0.2) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| Aflossingen lening | - | - | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) | (5.0) |
| Kasstroom voor dividend/extra aflossing | - | - | 4.8 | 4.8 | 55.2 | 58.7 | 66.0 | 71.3 | 76.6 | 25.6 | 12.0 | 12.1 | 12.3 | 12.4 |
| Dividend *** | - | - | (4.8) | (4.8) | (11.5) | (7.0) | (7.0) | (7.0) | (7.0) | (7.0) | (7.0) | (7.0) | (7.0) | (7.0) |
| Beschikbaar voor extra aflossingen of dividend | - | - | - | - | 43.7 | 51.7 | 59.0 | 64.3 | 69.6 | 18.6 | 5.0 | 5.1 | 5.3 | 5.4 |
| Extra aflossingen lening B | - | - | - | - | (43.7) | (51.7) | (59.0) | (64.3) | (69.6) | (18.6) | (0.0) | - | - | - |
| Extra dividend **** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | (5.0) | (5.1) | (5.3) | (5.4) |
| Toe- / (af)name geldmiddelen | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

* EUR 50k per jaar (jaarlijks geïndexeerd met inflatie)

** Vanwege de rente van 0,0% op de Lening effectief uitsluitend de vergoeding voor de Garantiestelling

*** Het door aandeelhouders doeldividend van EUR 7m per jaar

**** Beschikbaar dividend voor aandeelhouders in aanvulling op het doeldividend

Versimpelde balans

| EURm | 2020 FC | 2021 FC | 2022 FC | 2023 FC | 2024 FC | 2025 FC | 2026 FC | 2027 FC | 2028 FC | 2029 FC | 2030 FC | 2031 FC | 2032 FC | 2033 FC |
|-----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Deelneming in Evides | - | 367.0 | 382.6 | 392.7 | 400.4 | 405.6 | 409.2 | 412.9 | 416.8 | 420.9 | 425.0 | 429.3 | 433.8 | 438.3 |
| Liquide Middelen | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Activa | - | 367.0 | 382.6 | 392.7 | 400.4 | 405.6 | 409.2 | 412.9 | 416.8 | 420.9 | 425.0 | 429.3 | 433.8 | 438.3 |
| Totaal eigen vermogen | - | - | 20.6 | 35.7 | 92.1 | 154.1 | 221.7 | 294.7 | 373.2 | 400.9 | 410.0 | 419.3 | 428.8 | 438.3 |
| Lening A | - | 60.0 | 55.0 | 50.0 | 45.0 | 40.0 | 35.0 | 30.0 | 25.0 | 20.0 | 15.0 | 10.0 | 5.0 | - |
| Lening B | - | 307.0 | 307.0 | 307.0 | 263.3 | 211.5 | 152.5 | 88.2 | 18.6 | - | - | - | - | - |
| Schulden | - | 367.0 | 362.0 | 357.0 | 308.3 | 251.5 | 187.5 | 118.2 | 43.6 | 20.0 | 15.0 | 10.0 | 5.0 | - |
| Passiva | - | 367.0 | 382.6 | 392.7 | 400.4 | 405.6 | 409.2 | 412.9 | 416.8 | 420.9 | 425.0 | 429.3 | 433.8 | 438.3 |

Bijlage C: Moody's Rating Methodiek

| | Weight | Aaa | Aa | A | Baa | Ba | B | Caa |
|---|--------|------|--------|----------|----------|----------|----------|-------|
| Factor 3 – Leverage and Coverage | | | | | | | | |
| Adjusted Interest Coverage Ratio (1) | 12.5% | ≥8x | 4.5-8x | 2.5-4.5x | 1.5-2.5x | 1.2-1.5x | 1.0-1.2x | <1.0x |
| OR | | OR | OR | OR | OR | OR | OR | OR |
| FFO Interest Coverage (2) | | ≥10x | 7-10x | 4.5-7x | 2.5-4.5x | 1.8-2.5x | 1.5-1.8x | <1.5x |
| Net Debt / Regulated Asset Base (3) | 10% | <25% | 25-40% | 40-55% | 55-70% | 70-85% | 85-100% | ≥100% |
| OR | | | | | | | | |
| Debt / Capitalisation | | | | | | | | |
| FFO / Net Debt | 12.5% | ≥40% | 25-40% | 15-25% | 10-15% | 6-10% | 4-6% | <4% |
| RCF / Net Debt | 5% | ≥30% | 20-30% | 10-20% | 6-10% | 4-6% | 2-4% | <2% |

- Notes:
- (1) The Adjusted Interest Coverage Ratio is our preferred metric for water utilities where allowed revenues/tariffs are determined using a 'building block' or equivalent approach and where the components of allowed revenues/tariffs are consistently available and can be verified by from an independent source – in many cases, publications from the regulatory authority itself. For the numerator, Interest net of Inflation Accretion is added back to the extent it was deducted in calculating FFO. Capital Charges represent expenditures recovered in revenues that are not accounted for as operating expenses and are not treated as additional invested capital incrementing the RAB, including regulatory revenue profiling to smooth the impact of tariff increases on customer bills.
 - (2) In jurisdictions where regulatory revenues/tariffs are not determined with a 'building block approach' or where the regulatory information needed to calculate Capital Charges may not be consistently available, we use the FFO Interest Coverage, calculated (or for forward periods estimated) as (FFO + Interest Expense) / Interest Expense.
 - (3) For the utilities regulated under a RAB-based model where the RAB accurately represents the invested capital on which the water utility will earn a return over time, we measure leverage as Net Debt to RAB. For water utilities that (1) are regulated under tariff models without a RAB; (2) are regulated under a RAB-based model but where the RAB may not accurately represent the invested capital on which the water utility will earn a return over time (e.g. because of ex-post rate-setting); or (3) where RAB may not be consistently available, we use Debt to Capitalisation.

Bron: Moody's rating methodology regulated water utilities (gepubliceerd op 8 juni 2018)

| Definities | |
|----------------|--|
| FFO | Funds From Operations (Operating Cash Flow voor veranderingen in werkkapitaal) |
| RCF | RCF (FFO na dividenduitkeringen) |
| FFOIC | FFO Interest Coverage (FFO + rentelasten) / rentelasten |
| Capitalisation | Schuld + Eigen vermogen + Latente belastingschuld + Minderheidsbelang derden |
| Net Debt | Schulden - Liquide middelen |



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