

To: Cornerstone Investors

From: Zanders

Date: 25 mei 2023

Bestuurlijke samenvatting

Stedin is een netwerk distributiebedrijf georganiseerd als een naamloze vennootschap waar alleen overheden aandeelhouder van kunnen zijn of worden. Stedin heeft door de grote investeringsopgaven in haar distributienetwerk als gevolg van de energietransitie acuut versterking van haar eigen vermogen nodig om daardoor op de kapitaalmarkt onder gunstige voorwaarden te kunnen blijven lenen. Het belang van deze gunstige voorwaarden is dat Stedin op deze manier de klanttarieven lager kan houden dan wanneer er tegen ongunstige voorwaarden geleend moet worden. De kosten worden uiteindelijk doorberekend aan de klanten. Bovendien is een robuust toekomstbestendig elektriciteit distributienetwerk randvoorwaardelijk om de energie transitie succesvol te laten zijn.

De versterking van haar eigen vermogen zoekt Stedin op dit moment bij overheden in haar verzorgingsgebied die nog geen aandeelhouder zijn. Naast het Rijk zijn dat drie provincies (Zeeland, Zuid-Holland en Utrecht) en de gemeenten in de provincies Utrecht en Zeeland plus nog een zestal gemeenten in de provincie Zuid-Holland.

Binnen deze groep hebben de provincies Utrecht, Zeeland en Zuid-Holland en de gemeenten Amersfoort en Utrecht zich verenigt als Cornerstone Investors (CI) om in gezamenlijkheid te onderzoeken op welke wijze zij invulling kunnen geven aan de kapitaalsbehoefte van Stedin. Zij hebben in dat kader een aantal vragen gesteld aan het onderzoeksbureau Zanders. Een samenvatting van de antwoorden op deze vragen staat centraal in deze notitie.

Daarnaast zijn er gedurende het traject vragen gesteld over de instrumentkeuze, de uitgevoerde waardering van Stedin, de gesprekken tussen Stedin en het Rijk en de risico's t.a.v. de business case, hier zal ook aandacht aan worden besteed in dit rapport.

Hieronder volgt een korte samenvatting van de antwoorden van Zanders op deze vragen.

1. Onafhankelijke, algemene check op de uitgevoerde onderzoeken.

Zanders geeft aan dat tijdens het boekenonderzoek welke is beëindigd op 1 maart 2023 geen bijzonderheden aan het licht zijn gekomen die van invloed zijn op de hieronder gestelde vragen.

2. Vermogensbehoefte: hoeveel kapitaal is er nodig en is deze vraag voldoende onderbouwd?

Stedin heeft in haar Strategisch Investeringsplan 2022 (SIP22) aangegeven 8 tot mogelijk 10 miljard euro nodig te hebben tot 2030. Op basis daarvan is een versterking van het eigen vermogen met een bedrag van 1,8 miljard euro over diezelfde periode naar verwachting nodig. In 1e instantie vroeg Stedin voor de komende jaren aan het Rijk 500 miljoen euro en 600 miljoen euro aan de CI. De resterende 700 miljoen euro is pas later nodig en zal ook pas later een invulling krijgen.

De verwachte deelname van het Rijk, dat voor 500 miljoen euro aandelen wil verwerven in Stedin, heeft echter een positief effect op de eisen die de kredietbeoordelaars stellen aan de rating van Stedin. Hierdoor

kan Stedin meer geld lenen op de kapitaalmarkt waardoor het benodigde bedrag om het eigen vermogen te versterken naar beneden kon worden bijgesteld. Hier staat tegenover dat de algehele verwachting is dat Stedin medio 2023 extra investeringen zal opnemen in haar meerjarig investeringsplan om haar distributienetwerk voldoende robuust te maken voor de komende periode. De genoemde effecten meegenomen heeft Stedin de vraag gesteld of de CI en andere gemeenten 300 miljoen euro willen bijdragen. Er is nog geen financieel model beschikbaar gesteld met een doorrekening van de genoemde effecten.

De meest recente investeringsopgave (SIP22) geeft echter nog niet voldoende onderbouwing van de hoeveelheid investeringen om de indruk weg te nemen dat in deze 300 miljoen euro nog financiële ruimte zit. De vraag wat de absolute ondergrens is voor de CI om bij te dragen zodat Stedin zowel haar huidige rating kan behouden (A-) en daarnaast haar investeringsprogramma geheel kan uitvoeren kan (nog) niet worden beantwoord vanwege het grote aantal onzekerheden waarvoor Stedin zich geplaatst ziet t.a.v. de exacte omvang van de investeringen. De verwachting is dat deze onderbouwing medio 2023 volgt nadat hier bestuurlijke afstemming en besluitvorming door de AHC over heeft plaatsgevonden.

Zanders ziet in algemene zin dat Stedin voldoende onderbouwing geeft t.a.v. de investeringen zoals opgenomen in het SIP22 en begrijpt het als deze nog verder zouden stijgen in de volgende versie van het investeringsplan. Wel benadrukt Zanders dat het van belang is dat Stedin zo snel mogelijk met een nadere onderbouwing van de genoemde extra investeringen komt aangezien deze in het investeringsprogramma 2022 nog niet te vinden is.

3. Planning: wanneer heeft Stedin kapitaal nodig en wanneer is een besluit hierover nodig?

Idealiter zou er één moment van toetreding zijn, door zowel het Rijk als de CI en andere gemeenten. Er zijn echter signalen dat het Rijk al op relatief korte termijn (naar verwachting in het tweede halfjaar van 2023) zal toetreden. Dit komt voor de CI te vroeg omdat de besluitvorming over mogelijke deelname dan zeer waarschijnlijk nog niet is afgerond. Het belang van Stedin is dan in eerste instantie dat er zo snel mogelijk een toezegging ('commitment') komt van de mogelijke andere toetreders.

Er wordt ingezet op een getrappt systeem (als gelijktijdige toetreding onhaalbaar blijkt te zijn):

- Indien aangetoond en noodzakelijk wordt begin 2024 getracht een storting van 100 miljoen euro (naast de 500 miljoen euro die het Rijk gaat bijdragen) door de CI bijeen te brengen.
- Vervolgens zal de definitieve aanvullende vermogensbehoefte, die nu wordt ingeschat op 200 miljoen euro (300 minus 100) in het tijdvak t/m 2025, medio 2023 verder onderbouwd worden door Stedin, waarop de overige niet-aandeelhoudende partijen hun bijdrage kunnen baseren.

4. Verdeling aandeledeelnemers: wat is een objectieerbare manier om tot een verdeling te komen?

De tabel op de volgende pagina geeft de aandelenverdeling weer op basis van de omzet die Stedin genereert in alle gemeenten en provincies waar zij actief is. Daarbij is een onderlinge verdeling gemaakt van 50% provincies en 50% gemeenten

	Omzet	Relatief aandeel	Investing
Provincies	-	-	-
Utrecht	277.406.575	25,8%	38.707.317
Zuid-Holland	687.074.280	63,9%	95.869.401
Zeeland	110.535.167	10,3%	15.423.282
Totaal	1.075.016.022	100%	150.000.000
Gemeenten	-	-	-
Gem. Utrecht	73.751.900	6,9%	10.290.809
Gem. Amersfoort	32.014.481	3,0%	4.467.070
Overige gemeentes	969.249.640	90,2%	135.242.120
Totaal	1.075.016.022	100%	150.000.000
Investing gem.	150.000.000	-	-

Tabel 1: Absolute en relatieve aandeel per CI in kapitaalvraag o.b.v. alle omzet

In bovenstaande verdeling wordt geen rekening gehouden met het feit dat de gemeenten in de provincie Zuid Holland historisch gezien al veel kapitaal hebben ingebracht in Stedin. Ook meer recentelijk hebben de bestaande aandeelhouders nog EUR 200 miljoen in Stedin geïnvesteerd.

Om die reden kan voor een verdeling ook gekeken worden naar de gemeenten die nog geen aandeelhouder zijn. Zanders heeft twee verschillende verdeelsleutels in beeld gebracht, verdeling op basis van omzet en op basis van inwonertal. Dit resulteert in het overzicht bovenaan de volgende pagina.

	Verdeelsleutel - Omzet		Verdeelsleutel - Inwoners	
	Relatief (in %)	Absoluut (in €)	Relatief (in %)	Absoluut (in €)
Provincies	-	-	-	-
Provincie Utrecht	61,0%	91.453.502	65,8%	98.670.506
Provincie Zeeland	25,5%	38.191.945	19,4%	29.107.568
Provincie Zuid-Holland	13,6%	20.354.551	14,8%	22.221.927
Subtotaal Provincies	100,0%	150.000.000	100,0%	150.000.000
Gemeenten	-	-	-	-
Gemeente Utrecht	17,0%	25.482.647	18,2%	27.220.984
Gemeente Amersfoort	7,4%	11.061.596	8,0%	11.935.272
Overige gemeentes	75,6%	113.455.757	73,8%	110.843.745
Subtotaal gemeenten	100,0%	150.000.000	100,0%	150.000.000
Totaal	100,0%	€300.000.000	100,0%	€300.000.000

Tabel 2: Absolute en relatieve aandeel per CI in kapitaalvraag

Tot slot geeft het een aardige inkijk om de gevraagde bijdragen te relateren aan de geplande investeringen in de verschillende provincies. Stedin geeft aan dat deze investeringen randvoorwaardelijk zijn voor de aansluiting van woningen en overige gebouwen en het realiseren van de energietransitie. De grafiek op de volgende pagina geeft een overzicht. Hieruit blijkt dat voor alle 3 de provincies de geplande investeringen vele malen groter zijn dan de bijdrage die nu gevraagd wordt.

Provincie	Regio's	Geplande investeringen 2023-2027
Zuid Holland	Rotterdam Den Haag	880
	Drechtsteden	130
	Midden-Holland	120
	Hoeksche Waard	50
	Alblasserwaard	30
	Goeree-Overflakkee	30
	Overig	1150
Totaal	-	2400
Utrecht	Regio U16	420
	Amersfoort	240
	Overig	650
Totaal	-	1300
Zeeland	Zeeland	100
	Overig	320
Totaal	-	420

Tabel 3 Tactische investeringen 2023-2027 CI provincies (in miljoen euro's)

Over de keuze van verdeling is nog geen definitief standpunt ingenomen. Wel lijkt een verdeelsleutel op grond van omzet de meest zuivere omdat deze een relatie legt met de benodigde investeringen in het netwerk.

Zanders geeft ook aan dat bij andere netwerkbedrijven de verdeling van de aandelen tussen provincies en gemeenten ongeveer 70% provincies en 30% gemeenten bedraagt.

De verdeelsleutel is richtinggevend en niet bindend. Het is een indicatieve leidraad voor de provincies en gemeenten van Zanders. Het is mogelijk dat de AHC of Stedin een (beperkt) andere verdeling voorstellen.

5. Zeggenschap aandelendeelname: in hoeverre doet deelname recht aan het maatschappelijk belang?

De CI kunnen, als zij op basis van de huidige inzichten 398 miljoen euro inleggen, gezamenlijk één zetel verwachten in de Aandeelhouders Commissie van Stedin (AHC). Gezien de huidige inzichten lijkt dat niet haalbaar. Stedin en de AHC zien nog een tweede pad voor zich en dat is dat de CI mogelijk op basis van regionale spreiding zitting kunnen krijgen in de AHC.

6. Business Case: welke opties zijn er om tot een verbetering van de Business Case te komen?

Hier is vooral gekeken naar het financieel rendement. Zanders concludeert dat het financieel rendement op de bijdrage op korte termijn gering is. Niettemin verbetert het rendement na enkele jaren gebaseerd op de huidige wijze van bekostiging en investeringsprognose. Bij de ontwikkeling van het dividend spelen diverse elementen een rol, die uiteindelijk effect hebben op het moment van de daadwerkelijke realisatie van dividend. Omdat Stedin in een gereguleerde sector actief is krijgt zij haar (efficiënte) kosten waaronder haar kapitaallasten (inclusief een marktconform rendement) vergoed. Het risico op de langere termijn t.a.v. het rendement lijkt daardoor vooral op de timing van toepassing te zijn. Regelgeving omtrent o.a. de wijze waarop Stedin de tarieven dient te berekenen, zorgt er bij stijgende kosten en investeringen voor dat het enige jaren duurt voordat Stedin hiervoor middels de tarieven een vergoeding op ontvangt. Dit heeft invloed op de timing van de winsten, en daarmee de verwachte dividenden. De verwachting is dat wanneer de

benodigde investeringen over langere tijd stabiel zijn er ruimte ontstaat voor de uitkering van een hoger dividend. Tot slot bestaat het risico dat de gesprekken van de Staat met Stedin leiden tot bijstelling van het dividendbeleid, waardoor minder dividend uitgekeerd zal worden.

Overig

Hieronder volgt een korte samenvatting van een aantal andere onderwerpen die gedurende project Omega zijn bekeken door Zanders.

Instrumentkeuze

Anders dan het versterken van het eigen vermogen door aandelenuitgifte:

- Garantstelling: garantstelling door de staat of Cl's is niet geschikt omdat dit geen versterking van het eigen vermogen is.
- Private investeringen: netbeheerders dienen in publieke handen te blijven waardoor dit geen optie is voor een versterking van het eigen vermogen.
- Inhouden van dividend: Heeft onvoldoende effect en is geen toekomstbestendige oplossing.
- Interne financieringsbronnen: Stedin heeft verschillende kostenbesparingen doorgevoerd, en blijft deze doorvoeren en er zijn commerciële onderdelen afgestoten. Beide maatregelen leveren te weinig op.
- Subsidieverlening: Zowel het rijk als Stedin geeft aan dat dit lastig is. De vergoedingssystematiek bij netbeheerders betekent dat subsidies worden gesaldeerd met ACM vergoedingen. Per saldo levert dit dus geen/bepert extra investeringsruimte.
- Hybride kapitaal: dit is mogelijk een geschikt financieringsinstrument. Vanwege het conversiemechanisme kan op den duur alsnog een eigenvermogensversterking worden gerealiseerd. Dit zou in een volgende fase verder onderzocht kunnen worden.

Waardering aandeel:

De meest recente (voor 1 maart) beschikbaar gestelde waardering van een aandeel per ultimo 2022 komt uit op [vertrouwelijk].

Risico's en onzekerheden

De hieronder genoemde onzekerheden hebben met name betrekking op de business case. Dit is geen uitputtende lijst van alle mogelijke risico's en onzekerheden t.a.v. project Omega.

- Stedin heeft nog niet alle verwachte investeringen opgenomen in haar prognose omdat een deel van de investeringen afhangt van de uitwerking van (Europese) wet- en regelgeving (bijvoorbeeld de concrete impact van een programma als 'Fit for 55'). Stedin geeft aan deze nu nog niet te kunnen kwantificeren. Een verdere kwantificering kan leiden tot een hogere behoefte aan eigen vermogen in de toekomst dan nu bekend is. Ook kan dit er voor zorgen dat de stijging van het dividend later plaatsvindt dan in de nu beschikbaar gestelde doorrekeningen.
- Een andere voorbeeld van de onzekerheid t.a.v. de exacte hoogte van de investeringen is de lange termijn impact van de energietransitie op de netten. Ook hier geldt dat wanneer de investeringen hoger uitvallen dan nu ingeschat dit in de toekomst kan leiden tot een grotere behoefte aan eigen vermogen en een latere stijging van het dividend.

- De hoogte van het dividend is vooral op de korte termijn onzeker. Wordt deze uitgekeerd of schuift het door als gevolg van nieuwe ontwikkelingen (e.g. wijzigingen in het bekostingsstelsel) en investeringsvragen? Mochten de verwachte dividenden later worden uitgekeerd dan nu is doorgerekend dan kan dit leiden tot een, in ieder geval op de korte termijn, lagere dekking van de financieringslasten (er van uitgaande dat er geleend moet worden om te kunnen bijdragen).
- Pay out ratio dividend: Een belangrijk punt bij de toetredingsvoorwaarden van het Rijk is de dividend pay-out ratio. Deze wordt door de AHC bepaald en bedraagt statutair maximaal 50% van het nettoresultaat dat beschikbaar is voor gewone aandeelhouders. In de doorrekeningen is rekening gehouden met deze 50%. Het is mogelijk dat het Rijk wil inzetten op een lagere pay-out ratio. Dit zou de Business Case in termen van dividendrendement verslechteren. Wel is het zo dat er waarde opgebouwd wordt voor de aandeelhouders in de onderneming wanneer het niet uitgekeerde dividend opnieuw wordt geïnvesteerd
- Toetreding later in de tijd is mogelijk. Wel is het zo dat hoe langer hier mee gewacht wordt, hoe meer de beschikbare informatie (denk aan de waardering van de onderneming en daarmee de toetredingsprijs) door de realiteit wordt ingehaald, wat tot complicaties kan leiden.