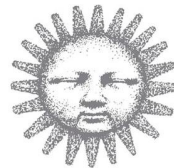




Ministerie van Economische Zaken

**Gevolgen van splitsing voor kosten van  
*Letters of Credit* voor Essent en Nuon**



**KEMPEN & CO**

*Merchant Bank*

---

4 augustus 2005

---

# Onderwerpen

## Inleiding

*Credit ratings* van het netwerkbedrijf en het commerciële bedrijf na de splitsing

Additionele kosten van te stellen *Letters of Credit* (L/Cs)

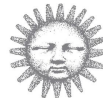
Appendices



---

# Inleiding

- Momenteel legt het Ministerie van Economische Zaken ('het Ministerie') de laatste hand aan het wetsvoorstel dat splitsing van de netwerkactiviteiten en de commerciële activiteiten (productie, handel en levering) van energiebedrijven voorschrijft
- Eén van de mogelijke gevolgen van splitsing is dat de kredietwaardigheid van de gesplitste bedrijven daalt, waarbij de verwachting is dat met name de kredietwaardigheid van het commerciële bedrijf lager kan worden
- Een lagere kredietwaardigheid kan vanwege de door energiebedrijven afgesloten *cross border lease* contracten (CBLs) leiden tot de verplichting om extra zekerheden te stellen in de vorm van *Letters of Credit* (L/Cs)
- Het Ministerie wenst inzicht te krijgen in de verwachte additionele kosten van het stellen van zekerheden door energiebedrijven als gevolg van de splitsing



---

# Onderzoeksvragen en afbakening

## Onderzoeksvragen

Het Ministerie heeft Kempen & Co de volgende onderzoeksvragen gesteld:

- Welke gevolgen heeft de splitsing van Essent en Nuon naar verwachting voor de kredietwaardigheid (de *credit rating*) van het netwerkbedrijf en het commerciële bedrijf?
- In welke mate zal het commerciële bedrijf na de splitsing extra zekerheden moeten stellen in de vorm van L/Cs in verband met de bestaande CBLs op productieactiva?
- Welke kosten zijn gemoeid met het stellen van deze extra zekerheden?

## Focus op Essent en Nuon

- Het Ministerie verwacht dat met name het commerciële bedrijf mogelijk in kredietwaardigheid kan teruggaan
- Aangezien Essent en Nuon binnen hun commerciële bedrijf (op hun productieactiva) CBLs hebben\*, richt het onderzoek zich op verzoek van het Ministerie op de situatie bij deze twee bedrijven

## Belangrijke uitgangspunten

- Het onderzoek richt zich uitsluitend op de gevolgen die een lagere kredietwaardigheid heeft voor de CBLs en niet op mogelijke andere gevolgen
- Het onderzoek gaat uit van een *ceteris-paribus* situatie:
  - Het onderzoek abstraheert van mogelijke voor- en nadelen van splitsen
  - Bij splitsing vindt geen vervreemding plaats van (delen van) het netwerkbedrijf of het commerciële bedrijf
  - Essent en Nuon zullen trachten de *rating* van het netwerkbedrijf na splitsen minimaal gelijk te houden
  - Bij splitsing vindt geen herkapitalisatie plaats van het netwerkbedrijf

---


\* Zie Appendix 1 voor een overzicht van CBLs van Essent en Nuon



---

# Beperkingen van het onderzoek

- Het onderzoek is uitsluitend gebaseerd op openbaar beschikbare informatie over Essent en Nuon en over de methodologie van *credit rating agencies*
- Het Ministerie heeft vertrouwelijke informatie over dit onderwerp die in zijn bezit is niet aan Kempen & Co verstrekt. Deze informatie is derhalve niet gebruikt in het onderzoek
- De openbaar beschikbare informatie over Essent en Nuon is beperkt, met name voor wat betreft de analyse van het verdelen van activa over de verschillende bedrijfsonderdelen:
  - Essent en Nuon segmenteren hun cijfers slechts naar een beperkt aantal bedrijfsonderdelen
  - Enkele segmenten bevatten zowel netwerk- als commerciële activiteiten
  - Het is niet altijd duidelijk in welke segmenten Essent en Nuon bepaalde activiteiten verantwoorden
- Essent en Nuon hebben geen medewerking verleend aan dit onderzoek, waardoor geen afstemming van de resultaten heeft kunnen plaatsvinden
- Kempen & Co heeft op meerdere punten in zijn analyse inschattingen moeten maken vanwege de beperkte informatie



De uitkomsten van het onderzoek zijn voor een deel gebaseerd op inschattingen van Kempen & Co. De gepresenteerde uitkomsten kunnen daarom verschillen van de werkelijke situatie bij Essent en Nuon



---

# Onderwerpen

Inleiding

***Credit ratings* van het netwerkbedrijf en het commerciële bedrijf na de splitsing**

Additionele kosten van te stellen *Letters of Credit* (L/Cs)

Appendices



---

## **Credit ratings van het netwerkbedrijf en het commerciële bedrijf na de splitsing**

- *Credit rating agencies* hanteren zowel kwalitatieve als kwantitatieve criteria bij het bepalen van de kredietwaardigheid van energiebedrijven
- Splitsing heeft in principe een negatief effect op de *rating* van het commerciële bedrijf en een neutraal tot positief effect op de *rating* van het netwerkbedrijf
  - Splitsing bezorgt het commerciële bedrijf een risicovoller bedrijfsprofiel, terwijl het netwerkbedrijf een zekerder profiel krijgt
  - *Credit rating agencies* zullen stringenter eisen hanteren voor de financiële ratio's van het commerciële bedrijf
- De manier waarop de energiebedrijven hun splitsing doorvoeren, zal de daling van de *rating* van het commerciële bedrijf bepalen



---

# Credit rating agencies hanteren zowel kwalitatieve als kwantitatieve criteria bij het bepalen van de kredietwaardigheid van energiebedrijven

## Kernelementen bij bepaling kredietwaardigheid

---

### • Bedrijfsprofiel

### Subelementen

Met name kwalitatieve criteria, onder meer:

- Aard van inkomsten:
  - Monopolie-inkomsten uit netwerk
  - Activiteiten in vrije markt
- Mate van concurrentie (liberalisering)
- Omvang en diversificatie
- Voorspelbaarheid van *framework* regelgeving
- Kwaliteit van management

### • Financieel profiel

Met name kwantitatieve criteria, onder meer:

- Mate van winstgevendheid
- Hoogte van kasstromen
- Omvang van schuld
- Mate van financiële flexibiliteit
- Hoogte van verwachte investeringen
- Omvang van *off-balance-sheet*-risico's (CBLs)
- Mate waarin financieel beleid conservatief is

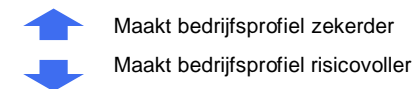
De wijze waarop *credit rating agencies* de verschillende criteria wegen, bevat subjectieve beoordelingen. Hierdoor is het voor Kempen & Co onmogelijk in te schatten tot welke *rating* deze *agencies* exact zullen komen















# Splitsing bezorgt het commerciële bedrijf een risicovoller bedrijfsprofiel, terwijl het netwerkbedrijf een zekerder profiel krijgt

*Indicatief*



Element van bedrijfsprofiel	Verandering profiel commerciële bedrijf	Verandering profiel netwerkbedrijf
• Aard van de inkomsten	• Genereert inkomsten uit vrije markten 	• Genereert vrijwel alleen gereguleerde inkomsten 
• Mate van concurrentie	• Opereert in steeds concurrerende omgeving 	• Opereert in een monopolie 
• Omvang en diversificatie	• Behoudt meerdere activiteiten, maar heeft kleinere omvang 	• Diversificatie neemt af, net als omvang 
• Voorspelbaarheid van framework regelgeving	• Niet van toepassing 	• Wetsvoorstel leidt niet tot verandering 
• Kwaliteit van management	• Afhankelijk van personele invulling 	• Afhankelijk van personele invulling 
• <b>Totaaleffect</b>	<hr/> 	<hr/> 



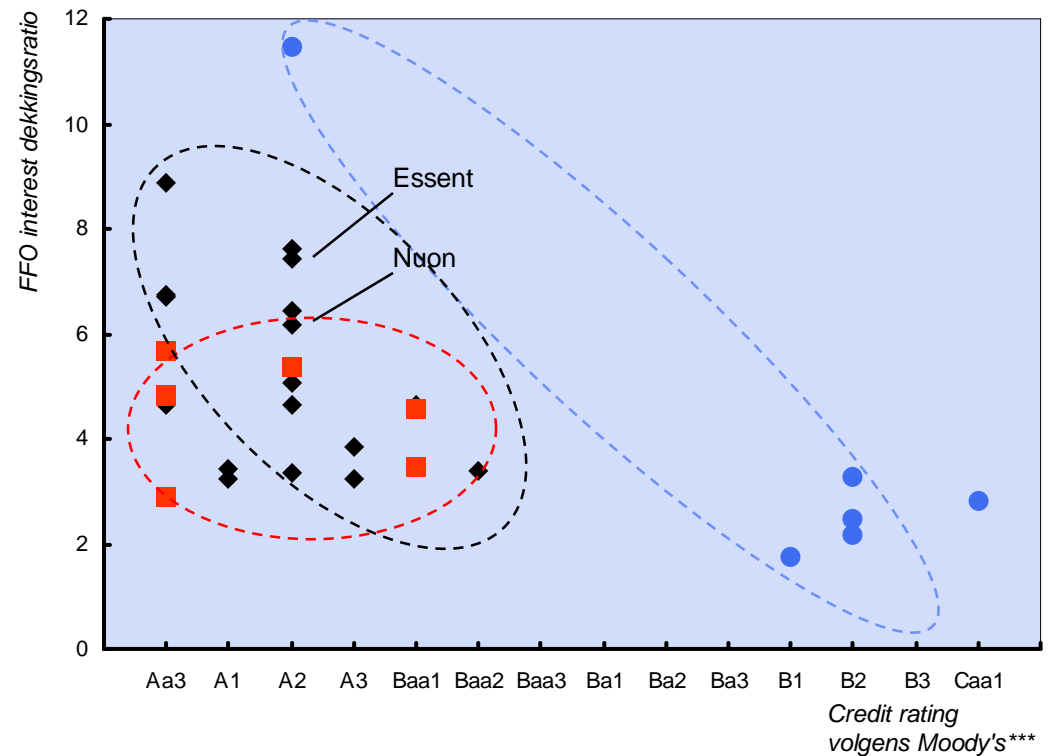
# Credit rating agencies zullen stringentere eisen hanteren voor de financiële ratio's van het commerciële bedrijf

Indicatief

- ◆ Geïntegreerd bedrijf
- Gereguleerd bedrijf
- Commerciële bedrijf

- De rechter figuur en de figuren op pagina 10 tonen de financiële ratio's van een groot aantal energiebedrijven
  - Geïntegreerd: zowel netwerk- als commerciële activiteiten
  - Gereguleerd: met name netwerkactiviteiten
  - Commercieel: (vrijwel) geen netwerkactiviteiten
- De FFO interest dekkingsratio is een maatstaf die aangeeft hoeveel keer een energiebedrijf zijn rentekosten kan voldoen uit de operationele kasstroom
- De ovalen geven ruwweg aan waar de ratio's en de *credit ratings* van de geïntegreerde, gereguleerde en commerciële energiebedrijven zich bevinden
- Een groot aantal van de gereguleerde energiebedrijven heeft bij een relatief lage ratio een relatief hoge *rating*
- Tegelijkertijd hebben de commerciële bedrijven een relatief lage *rating* in vergelijking met hun ratio
- Naarmate het bedrijfsprofiel van een onderneming risicovoller wordt, heeft deze naar verhouding hogere ratio's nodig om een bepaalde *credit rating* te verkrijgen

Gemiddelde\* FFO interest dekkingsratio\*\* voor energiebedrijven



\* Op basis van de twee meest recent beschikbare jaren

\*\* De ratio is gebaseerd op de ratio die *credit rating agencies* gebruiken, maar vereenvoudigd vanwege de beperkt beschikbare informatie  
 Definitie: FFO interest dekkingsratio = (operationele kasstroom – verandering in werkkapitaal + interestlasten) / (interestlasten)

\*\*\* Zie Appendix 2 voor een toelichting op de definities en vergelijking van *credit ratings* van Moody's en Standard & Poor's

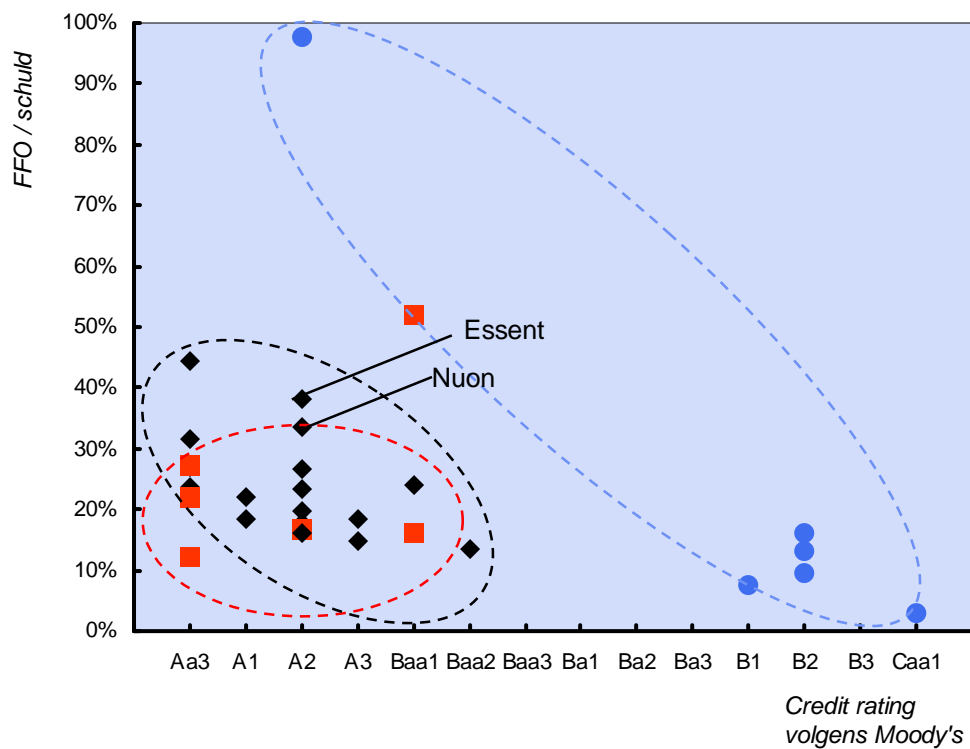


# Andere ratio's geven een vergelijkbaar beeld

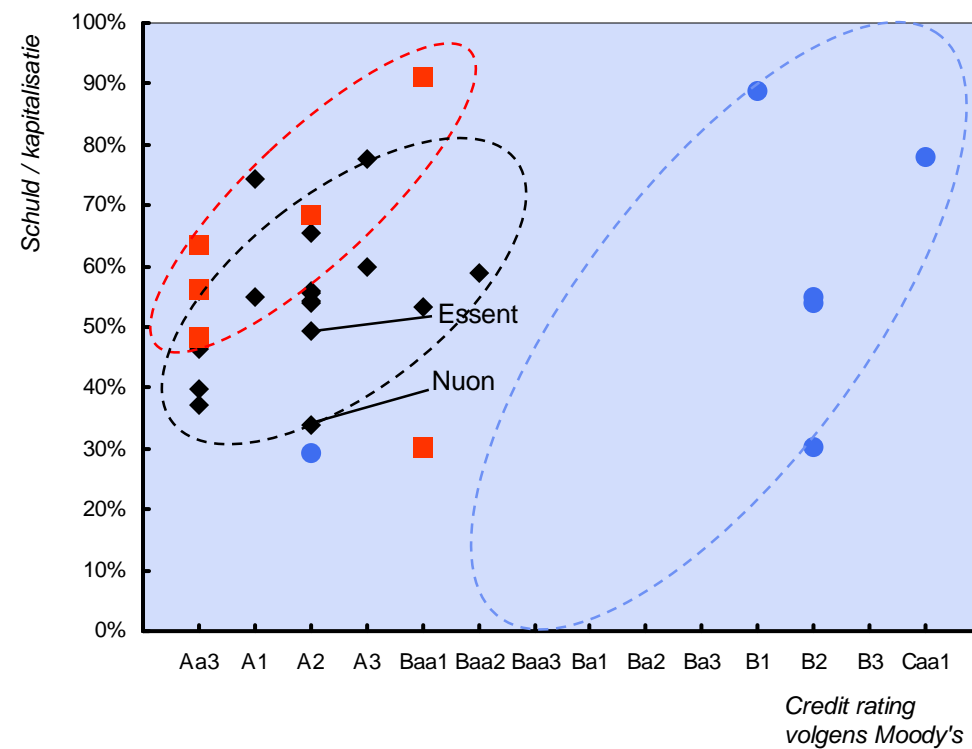
*Indicatief*

- ◆ Geïntegreerd bedrijf
- Gereguleerd bedrijf
- Commercieel bedrijf

Gemiddelde\* FFO / schuld\*\* voor energiebedrijven



Gemiddelde\* schuld / kapitalisatie\*\*\* voor energiebedrijven



\* Op basis van de twee meest recent beschikbare jaren

\*\* Definitie: FFO / schuld = (operationele kasstroom – verandering in werkkapitaal) / rentedragende schulden

\*\*\* Definitie: Schuld / kapitalisatie = rentedragende schulden / (rentedragende schulden + eigen vermogen + minderheidsbelang)

Bron: Moody's, analyse Kempen & Co



---

## De manier waarop de energiebedrijven hun splitsing doorvoeren, zal de daling van de *rating* van het commerciële bedrijf bepalen

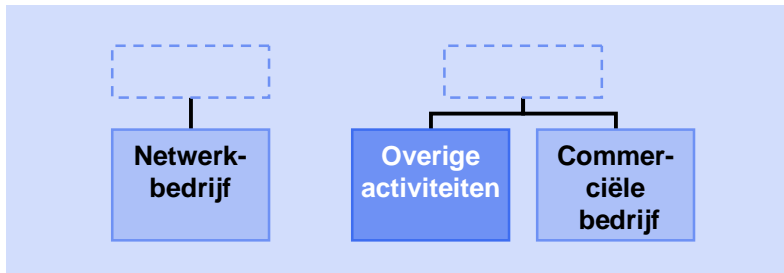
- Energiebedrijven hebben de vrijheid om de splitsing op verschillende wijzen door te voeren
- Uitgangspunt in dit onderzoek is dat de splitsing zodanig plaatsvindt dat de *rating* van het netwerkbedrijf minimaal gelijk blijft
  - De *rating* van een netwerkbedrijf zal in principe gelijk blijven of stijgen bij splitsing, tenzij een onevenredig deel van de schulden aan het netwerkbedrijf wordt toegekend
  - Essent en Nuon zullen bij een daling van de *rating* van het netwerkbedrijf naar verwachting meer L/Cs moeten stellen dan bij een daling van de *rating* van het commerciële bedrijf
- Ook de meest gunstige splitsingsvariant leidt waarschijnlijk tot een lagere kredietwaardigheid van het commerciële bedrijf



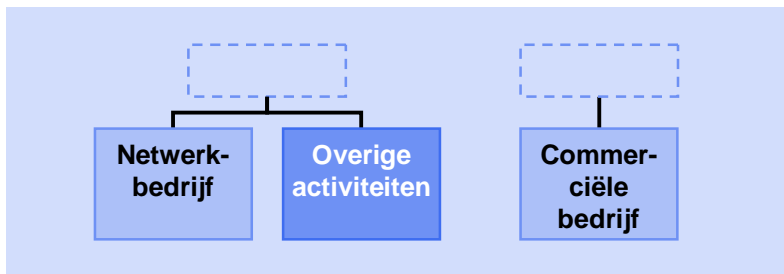
# Energiebedrijven hebben de vrijheid om de splitsing op verschillende wijzen door te voeren

## Varianten voor splitsen activa\*

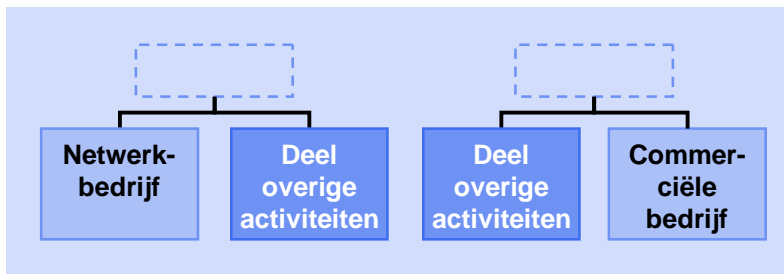
### 1. Overige activiteiten bij commerciële bedrijf



### 2. Overige activiteiten bij netwerkbedrijf



### 3. Overige activiteiten verdeeld



## Varianten voor splitsen passiva

### A. Gelijke ratio schuld / kapitalisatie

- Zowel het netwerkbedrijf als het commerciële bedrijf houden dezelfde verhouding schuld / kapitalisatie die het geïntegreerde bedrijf nu heeft

### B. Behoud rating netwerkbedrijf

- Financieringsstructuur wordt zodanig vormgegeven dat het netwerkbedrijf de *rating* behoudt bij een maximale hoeveelheid vreemd vermogen

## Toelichting varianten

### Activa

- Energiebedrijven moeten het netwerk splitsen van leverings-, handels- en productieactiviteiten
- Energiebedrijven mogen activiteiten die niet tot netwerk-, leverings-, handels- of productieactiviteiten horen, zowel bij het netwerkbedrijf als bij het commerciële bedrijf onderbrengen

### Passiva

- Het wetsvoorstel legt geen beperkingen op aan de manier waarop de schulden van de energiebedrijven bij de splitsing worden toegedeeld
- Gegeven het feit dat een daling van de *rating* van het netwerkbedrijf van Essent en Nuon naar verwachting relatief grotere gevolgen heeft voor de te stellen zekerheden, hanteert het onderzoek als uitgangspunt dat deze bedrijven zullen trachten de *rating* van het netwerkbedrijf minimaal gelijk te houden
- Een tweede uitgangspunt is dat geen herkapitalisatie van het netwerk plaatsvindt

\* Zie Appendix 3 voor uitwerking van scenario's voor Essent en Nuon



# Scenario 1B lijkt het meest gunstig voor de *rating* van het commerciële bedrijf, terwijl 2A het meest ongunstig lijkt

Indicatief

## Varianten voor splitsen passiva

### Varianten voor splitsen activa

A. Gelijke ratio schuld / kapitalisatie

B. Gelijke *rating* netwerkbedrijf

1. Overige activiteiten bij commerciële bedrijf

#### Lijkt meest gunstig voor commerciële bedrijf

- Het commerciële bedrijf heeft een betere schuldpositie en betere ratio's dan onder variant A
- Het commerciële bedrijf heeft een grotere omvang dan onder variant 2 en 3

2. Overige activiteiten bij netwerkbedrijf

#### Lijkt meest ongunstig voor commerciële bedrijf

- Het commerciële bedrijf krijgt meer schulden mee dan in variant B
- Het commerciële bedrijf is relatief klein

#### Lijkt meest ongunstig voor netwerkbedrijf

- Het netwerkbedrijf neemt een groter deel van de schuld op
- Het netwerkbedrijf behoudt commerciële activiteiten, waardoor het risicoprofiel niet veel verbetert

3. Overige activiteiten verdeeld

#### Lijkt meest gunstig voor netwerkbedrijf

- Het netwerkbedrijf neemt geen extra schuld van het commerciële bedrijf over
- Het netwerkbedrijf krijgt aantrekkelijke overige activiteiten toebedeeld



# Het netwerkbedrijf zal zijn *rating* waarschijnlijk behouden en mogelijk met een *notch* verbeteren

## Meest ongunstige scenario

### 2B:

- Overige activiteiten bij netwerkbedrijf
- Financiering zodanig dat *rating* netwerkbedrijf wordt behouden

### Bedrijfsrisico

- Neemt in beperkte mate af
  - Geen *exposure* meer voor productie, handel en levering
  - Nog altijd ongereguleerde activiteiten
  - Omvang enigszins kleiner

### Financieel risico

- Neemt licht toe aangezien de hoeveelheid schuld tot de grens van de huidige *rating* wordt verhoogd

## Meest gunstige scenario

### 3A:

- Deel van de overige activiteiten bij het netwerkbedrijf
- Behoud van ratio schuld / kapitalisatie

- Neemt af
  - Minder niet-gereguleerde activiteiten
  - Omvang kleiner

- Neemt af
  - Schuld blijft in verhouding gelijk
  - Stabiele kasstroomratio's

Behoud van huidige *rating*\*

Zeker behoud van huidige *rating*\* en mogelijk verbetering met één *notch*\*\*

\* Met huidige *rating* wordt de *rating* van het huidige geïntegreerde energiebedrijf bedoeld

\*\* Een *notch* is een stapje op de '*rating* ladder', bijvoorbeeld van A2 naar A1 (Moody's) of van A naar A+ (Standard & Poor's)



# Voor het commerciële bedrijf lijkt een daling van de *rating* met circa één tot drie *notches* waarschijnlijk

Indicatief

## Meest ongunstige scenario

### 2A:

- Overige activiteiten bij netwerkbedrijf
- Behoud van ratio schuld / kapitalisatie

### Bedrijfsrisico

- Neemt sterk toe
  - Alle activiteiten zijn onderhevig aan de vrije markt en concurrentie
  - Bedrijf heeft beperkte omvang
  - Diversificatie is gering

### Financieel risico\*

- Neemt toe
  - Kasstroom commerciële activiteiten is relatief kleiner dan van netwerk
  - De schuldpositie blijft gelijk

## Meest gunstige scenario

### 1B:

- Overige activiteiten bij het commerciële bedrijf
- Verbetering ratio schuld / kapitalisatie van commerciële bedrijf door onderbrengen schulden bij netwerkbedrijf

- Neemt toe
  - Alle activiteiten zijn onderhevig aan de vrije markt en concurrentie.
  - Bedrijf is groter en meer gediversifieerd vanwege aanwezigheid overige activiteiten

- Blijft gelijk/neemt enigszins toe
  - Kasstroom commerciële activiteiten is relatief kleiner dan van netwerk
  - De schuldpositie neemt af

**Rating verslechtert minimaal twee notches t.o.v. de rating van het geïntegreerde energiebedrijf**

**Rating verslechtert met één tot twee notches t.o.v. de rating van het geïntegreerde energiebedrijf**

\* In dit overzicht is geabstraheerd van mogelijke extra interestkosten als gevolg van een verwachte verlaging van de *rating*





---

# Onderwerpen

Inleiding

*Credit ratings* van het netwerkbedrijf en het commerciële bedrijf na de splitsing

**Additionele kosten van te stellen *Letters of Credit* (L/Cs)**

Appendices



---

## Additionele kosten van te stellen *Letters of Credit* (L/Cs)

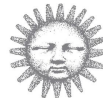
- Een lagere *rating* veroorzaakt additionele kosten
- Bij een lagere *rating* zullen zowel Essent als Nuon additionele zekerheden moeten stellen
- Indien alleen de *rating* van het commerciële bedrijf daalt, bedragen de totale additionele L/C-kosten maximaal enkele miljoenen euro's per jaar





---

## Een lagere *rating* veroorzaakt additionele kosten

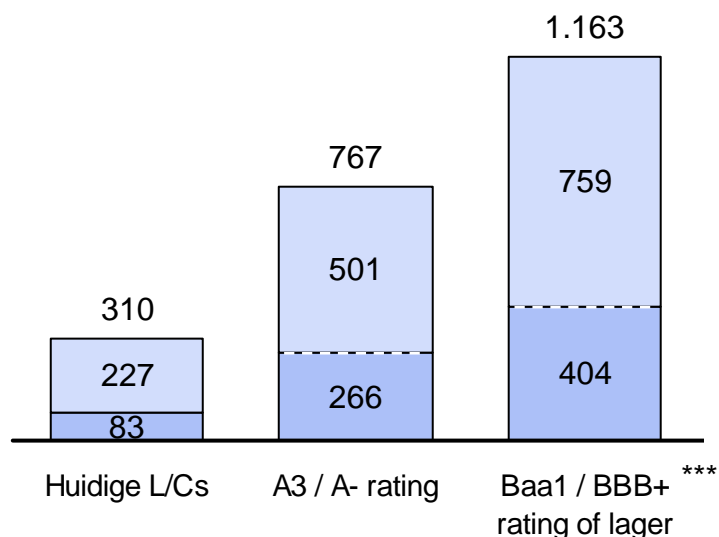
- Een lagere *credit rating* zorgt op twee manieren voor hogere L/C-kosten vanwege de CBLs:
  - De onderneming moet nieuwe L/Cs stellen
  - Bestaande L/Cs worden duurder
- Kosten voor het stellen van een nieuwe L/C:
  - Jaarlijkse kosten bedragen naar verwachting circa 50 tot 70 basispunten over het gedekte bedrag
  - Eenmalige, met name juridische kosten kunnen uitkomen op enkele tonnen per te stellen L/C
- Additionele kosten voor bestaande L/Cs bedragen naar verwachting circa 0 tot 20 basispunten per jaar, afhankelijk van de contractvoorwaarden
- Een lagere *credit rating* heeft ook negatieve gevolgen voor de tarieven waartegen de onderneming kan lenen. Deze additionele kosten vallen buiten de *scope* van dit onderzoek
- Een verbetering in de *credit rating* van het netwerkbedrijf kan de L/C-kosten beperken. Deze mogelijke kostenverlaging valt buiten de *scope* van dit onderzoek



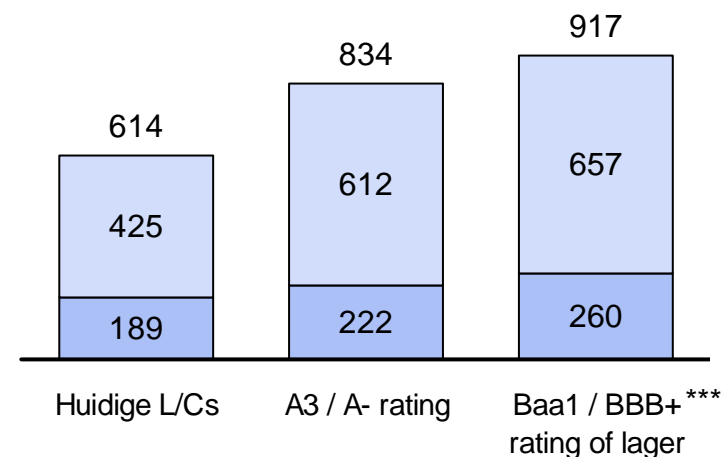
# Bij een lagere *rating* zullen zowel het gesplitste Essent als Nuon additionele zekerheden moeten stellen

 L/Cs t.b.v. productie-CBLs  
 L/Cs t.b.v. netwerk-CBLs

Essent – benodigde L/Cs in verschillende scenario's\*  
€ miljoen\*\*



Nuon – benodigde L/Cs in verschillende scenario's  
€ miljoen\*\*



\* Geen aparte cijfers voor te stellen L/Cs voor Essent productie beschikbaar. Veronderstelling is dat de te stellen L/Cs toe te delen zijn aan productie en netwerk o.b.v. de verhouding in *equity strip* (zie Appendix 4)

\*\* €/US\$-koers: 1,204

\*\*\* Indien met een Baa1 / BBB+ rating meer dan 50% van de aandelen wordt geprivatiseerd, dienen Essent en Nuon respectievelijk € 199 miljoen en € 78 miljoen additionele L/Cs te stellen

Bron: jaarverslagen en presentaties Essent en Nuon, rapporten Standard & Poor's en Moody's, analyse Kempen & Co



# Indien alleen de *rating* van het commerciële bedrijf daalt, bedragen de totale additionele L/C-kosten maximaal enkele miljoenen euro's per jaar

Indicatief

Kosten van verlaging *rating* van commerciële bedrijf met één *notch* tot A3 / A-  
€ miljoen\*\*

Kosten van verlaging *rating* van commerciële bedrijf met twee *notches* tot Baa1 / BBB+ of lager\*  
€ miljoen\*\*

## Inschatting kosten L/Cs

	Kosten van verlaging <i>rating</i> van commerciële bedrijf met één <i>notch</i> tot A3 / A-*			Kosten van verlaging <i>rating</i> van commerciële bedrijf met twee <i>notches</i> tot Baa1 / BBB+ of lager*		
	Jaarlijks	Jaarlijks na belasting***	Contante waarde na belasting****	Jaarlijks	Jaarlijks na belasting***	Contante waarde na belasting****
<b>Essent</b>	0,9 – 1,5	0,6 – 1,0	7 – 12	1,6 – 2,5	1,1 – 1,7	13 – 19
<b>Nuon</b>	0,2 – 0,6	0,1 – 0,4	1 – 4	0,4 – 0,9	0,3 – 0,6	3 – 6
<b>Totaal</b>	1,1 – 2,1	0,7 – 1,4	8 – 16	2,0 – 3,4	1,4 – 2,3	16 – 25

- De maximale jaarlijkse L/C kosten voor productie-CBLs bij een daling van de *rating* zijn beperkt tot enkele miljoenen euro's per jaar
- De contante waarde van de totale additionele kosten na belasting bedragen tussen € 8 en 25 miljoen
- Bovenop deze kosten komen eenmalige kosten van het stellen van L/Cs
- De kosten zijn gebaseerd op de veronderstelling dat additionele L/Cs voldoende beschikbaar zijn
- De beschikbaarheid van L/Cs is niet op voorhand te garanderen:
  - Slechts een beperkt aantal kredietwaardige banken kan L/Cs afgeven
  - De L/C-verstrekkeurs kunnen reeds een aanzienlijke *exposure* hebben m.b.t afgegeven L/Cs voor energiebedrijven

\* Zie Appendix 4 voor toelichting op de berekening

\*\* €/US\$-koers: 1,204

\*\*\* Op basis van belastingtarief van 30%

\*\*\*\* Veronderstelde disconteringsfactor is 7%

Bron: jaarverslagen en presentaties Essent en Nuon, rapporten Moody's en Standard & Poor's



---

# Onderwerpen

Inleiding

*Credit ratings* van het netwerkbedrijf en het commerciële bedrijf na de splitsing

Additionele kosten van te stellen *Letters of Credit* (L/Cs)

**Appendices**



## Appendix 1: Overzicht *cross border leases* Essent en Nuon ultimo 2004

	Essent		Nuon	
	<i>Netwerk</i>	<i>Commercieel</i>	<i>Netwerk</i>	<i>Commercieel</i>
<b>Aantal CBLs</b>	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar*	7	7
<b>Transactiewaarde</b> <i>In € miljoen**</i>	2.557	2.313	Niet beschikbaar	1.733
<b>Strip***</b> <i>In € miljoen**</i>	909	480	581	249
<b>Afgegeven L/C</b> <i>In € miljoen**</i>	227	83	425	189
<b>Jaren waarin CBLs zijn aangegaan</b>	1998 - 2000	1994 - 2000	1995 - 2000	1994 - 1997
<b>Jaren waarin CBLs aflopen</b>	2016 - 2027	2016 - 2027	2013 - 2028	2013 - 2024

\* Essent heeft ook een CBL op VAM

\*\* €/US\$ koers: 1,204

\*\*\* Het gedeelte van de beëindigingswaarde van de CBL (dit is de bij een voortijdig einde van de transactie mogelijk aan de investeerder te betalen vergoeding) dat niet uit de aan de CBL gerelateerde deposito's en beleggingen kan worden voldaan



## Appendix 2: Definities en vergelijking van *credit ratings*

Rating* Moody's	Beschrijving	Rating* S&P's	Beschrijving
• Aaa	• <i>Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, with minimal credit risk</i>	• AAA	• <i>The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is extremely strong</i>
• Aa	• <i>Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk</i>	• AA	• <i>The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is very strong</i>
• A	• <i>Obligations rated A are considered upper-medium grade and are subject to low credit risk</i>	• A	• <i>The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is still strong</i>
• Baa	• <i>Obligations rated Baa are subject to moderate credit risk. They are considered medium-grade and as such may possess certain speculative characteristics</i>	• BBB	• <i>Adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitment on the obligation</i>
• Ba	• <i>Obligations rated Ba are judged to have speculative elements and are subject to substantial credit risk</i>	• BB	• <i>Major ongoing uncertainties or exposure to adverse business, financial or economic conditions could lead to the obligor's inadequate capacity to meet its financial commitment on the obligation</i>
• B	• <i>Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk</i>	• B	• <i>The obligor currently has the capacity to meet its financial commitment on the obligation. Adverse business, financial or economic conditions likely will impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitment on the obligation</i>
• Caa**	• <i>Obligations rated Caa are judged to be of poor standing and are subject to very high credit risk</i>	• CCC**	• <i>An obligation rated 'CCC' currently is vulnerable to non-payment and is dependent on favourable business, financial and economic conditions for the obligor to meet its financial commitment on the obligation. In the event of adverse business, financial or economic conditions, the obligor is not likely to have the capacity to meet its financial commitment on the obligation</i>

\* Zowel Moody's als Standard & Poor's geeft binnen een ratingcategorie een relatieve ranking door het toevoegen van symbolen; Moody's: 1, 2 of 3; Standard & Poor's: +, geen teken of –

\*\* Na categorie Caa / CCC volgen nog Ca, C / CC, C

Bron: Moody's website, Standard & Poor's Corporate Criteria 2005





## Appendix 3: Uitwerking van de scenario's voor Essent en Nuon

### Verdeling overige activiteiten

Scenario	Essent		Nuon		Overige activiteit	Toelichting	Essent Nuon	
	Netwerk-bedrijf	Commerciële bedrijf	Netwerk-bedrijf	Commerciële bedrijf			Essent	Nuon
1.		Alle overige activiteiten		Alle overige activiteiten	• Infra	• Onderhoud van elektriciteits- en gasnetwerken	✓	✓
					• Meters	• Verhuur en installatie van elektriciteits- en gasmeters	✓	✓
					• Warmte	• Distributie en levering van warmte	✓	✓
2.	Alle overige activiteiten		Alle overige activiteiten		• Kabel	• Levering van kabel- en telecomproducten	✓	
					• Milieu	• Verbranding van afval en beheer van stortplaatsen	✓	
3.	Meters Warmte Infra	Kabel Milieu swb AG Overige activiteiten Deelnemingen	Meters Warmte Infra Water (36% in Vitens)	Feenstra Deelneming in Cascal Overige activiteiten	• swb AG	• Geïntegreerd Duits energiebedrijf	✓	
					• Overige activiteiten en deelnemingen	• Overige activiteiten • Belangen in ondernemingen	✓	✓



## Appendix 4: Berekening van de jaarlijkse additionele L/C-kosten

Indicatief

### Berekening van de jaarlijkse additionele L/C-kosten voor productie-CBLs bij een verlaging naar A3 / A-

<i>Bedragen in € miljoen*</i>	Essent	Nuon
Benodigde L/Cs bij rating gelijk aan A3 / A-	266	222
Huidig saldo uitstaande L/Cs productie	83 -/-	189 -/-
Additioneel te stellen L/Cs	183	33
Inschatting jaarlijkse kosten in basispunten	50 - 70 bp x	50 - 70 bp x
<b>Jaarlijkse kosten voor nieuwe L/Cs (A)</b>	<b>0,9 - 1,3</b>	<b>0,2 - 0,2</b>
Huidig saldo uitstaande L/Cs productie	83	189
Inschatting extra kosten voor bestaande L/Cs	0 - 20 bp x	0 - 20 bp x
<b>Jaarlijkse additionele kosten van bestaande L/Cs (B)</b>	<b>0,0 - 0,2</b>	<b>0,0 - 0,4</b>
<b>Totaal jaarlijkse additionele L/C kosten voor productie CBLs (A+B)</b>	<b>0,9 - 1,5</b>	<b>0,2 - 0,6</b>

### Berekening van de jaarlijkse additionele L/C-kosten voor productie-CBLs bij een verlaging naar Baa1 / BBB+

<i>Bedragen in € miljoen*</i>	Essent	Nuon
Benodigde L/Cs bij rating lager of gelijk aan Baa1 / BBB+	404	260
Huidig saldo uitstaande L/Cs productie	83 -/-	189 -/-
Additioneel te stellen L/Cs	321	71
Inschatting jaarlijkse kosten in basispunten	50 - 70 bp x	50 - 70 bp x
<b>Jaarlijkse kosten voor nieuwe L/Cs (A)</b>	<b>1,6 - 2,3</b>	<b>0,4 - 0,5</b>
Huidig saldo uitstaande L/Cs productie	83	189
Inschatting extra kosten voor bestaande L/Cs	0 - 20 bp x	0 - 20 bp x
<b>Jaarlijkse additionele kosten van bestaande L/Cs (B)</b>	<b>0 - 0,2</b>	<b>0 - 0,4</b>
<b>Totaal jaarlijkse additionele L/C kosten voor productie CBLs (A+B)</b>	<b>1,6 - 2,5</b>	<b>0,4 - 0,9</b>

\* €/US\$-koers: 1,204

\*\* Geen aparte cijfers voor te stellen L/Cs voor Essent productie beschikbaar. Veronderstelling dat de te stellen L/Cs toe te delen zijn aan productie en netwerk o.b.v. de verhouding in strip analyse Kempen & Co, jaarverslagen en presentaties Essent en Nuon, rapporten Standard & Poor's en Moody's

Bron:



# Appendix 4: Berekening contante waarden totale additionele L/C-kosten Indicatief

## Additionele L/C-kosten van productie CBLs bij verlaging naar A3 / A-

Bedragen in € miljoen *	Essent			
	2004	2010	2017	2024
Additionele L/Cs bij rating gelijk aan A3 / A-**	183	183	167	50
Inschatting jaarlijkse kosten (A)	0,9 - 1,3	0,9 - 1,3	0,8 - 1,2	0,3 - 0,4
Huidige L/Cs	83	83	76	23
Inschatting extra jaarlijkse kosten (B)	0,0 - 0,2	0,0 - 0,2	0,0 - 0,2	0,0 - 0,1
<b>Totale extra jaarlijkse kosten (A+B)</b>	<b>0,9 - 1,5</b>	<b>0,9 - 1,5</b>	<b>0,8 - 1,4</b>	<b>0,3 - 0,5</b>
<b>Totale extra jaarlijkse kosten na belasting</b>	<b>0,6 - 1,0</b>	<b>0,6 - 1,0</b>	<b>0,6 - 0,9</b>	<b>0,2 - 0,3</b>
<b>Totale kosten na belasting '04 - '27</b>	<b>12 - 18</b>			
<b>Contante waarde extra totale kosten na belasting voor productie-CBLs</b>	<b>7 - 12</b>			

Bedragen in € miljoen *	Nuon			
	2004	2010	2017	2024
Additionele L/Cs bij rating gelijk aan A3 / A-**	33	33	21	0
Inschatting jaarlijkse kosten (A)	0,2 - 0,2	0,2 - 0,2	0,1 - 0,2	0,0 - 0,0
Huidige L/Cs	189	189	120	0
Inschatting extra jaarlijkse kosten (B)	0,0 - 0,4	0,0 - 0,4	0,0 - 0,2	0,0 - 0,0
<b>Totale extra jaarlijkse kosten (A+B)</b>	<b>0,2 - 0,6</b>	<b>0,2 - 0,6</b>	<b>0,1 - 0,4</b>	<b>0,0 - 0,0</b>
<b>Totale extra jaarlijkse kosten na belasting</b>	<b>0,1 - 0,4</b>	<b>0,1 - 0,4</b>	<b>0,1 - 0,3</b>	<b>0,0 - 0,0</b>
<b>Totale kosten na belasting '04 - '24</b>	<b>2 - 6</b>			
<b>Contante waarde extra totale kosten na belasting voor productie-CBLs</b>	<b>1 - 4</b>			

\* €/US\$-koers: 1,204

\*\* De omvang van te stellen L/Cs hangt af van de *equity strip*. De *equity strip* is het bedrag dat Essent en Nuon zijn verschuldigd bij vervroegde beëindiging van de CBLs. De ontwikkeling in de omvang van de *equity strip* is voor Essent t/m 2016 en voor Nuon t/m 2013 constant verondersteld. In de volgende jaren (Essent t/m 2027; Nuon t/m 2024) is verondersteld dat de *equity strip* lineair afneemt tot nul. De L/Cs nemen af in gelijke verhouding tot de *equity strip*.

Bron: analyse Kempen & Co, jaarverslagen en presentaties Essent en Nuon, rapporten Moody's en Standard & Poor's

## Additionele L/C-kosten van productie CBLs bij verlaging naar Baa1 / BBB+

Bedragen in € miljoen *	Essent			
	2004	2010	2017	2024
Additionele L/Cs bij rating lager of gelijk aan Baa1 / BBB+**	321	321	292	88
Inschatting jaarlijkse kosten (A)	1,6 - 2,3	1,6 - 2,3	1,5 - 2,0	0,4 - 0,6
Huidige L/Cs	83	83	76	23
Inschatting extra jaarlijkse kosten (B)	0,0 - 0,2	0,0 - 0,2	0,0 - 0,2	0,0 - 0,1
<b>Totale extra jaarlijkse kosten (A+B)</b>	<b>1,6 - 2,5</b>	<b>1,6 - 2,5</b>	<b>1,5 - 2,2</b>	<b>0,4 - 0,7</b>
<b>Totale extra jaarlijkse kosten na belasting</b>	<b>1,1 - 1,7</b>	<b>1,1 - 1,7</b>	<b>1,0 - 1,5</b>	<b>0,3 - 0,5</b>
<b>Totale kosten na belasting '04 - '27</b>	<b>20 - 30</b>			
<b>Contante waarde extra totale kosten na belasting voor productie-CBLs</b>	<b>13 - 19</b>			

Bedragen in € miljoen *	Nuon			
	2004	2010	2017	2024
Additionele L/Cs bij rating lager of gelijk aan Baa1 / BBB+**	71	71	45	0
Inschatting jaarlijkse kosten (A)	0,4 - 0,5	0,4 - 0,5	0,2 - 0,3	0,0 - 0,0
Huidige L/Cs	189	189	120	0
Inschatting extra jaarlijkse kosten (B)	0,0 - 0,4	0,0 - 0,4	0,0 - 0,2	0,0 - 0,0
<b>Totale extra jaarlijkse kosten (A+B)</b>	<b>0,4 - 0,9</b>	<b>0,4 - 0,9</b>	<b>0,2 - 0,5</b>	<b>0,0 - 0,0</b>
<b>Totale extra jaarlijkse kosten na belasting</b>	<b>0,3 - 0,6</b>	<b>0,3 - 0,6</b>	<b>0,2 - 0,4</b>	<b>0,0 - 0,0</b>
<b>Totale kosten na belasting '04 - '24</b>	<b>4 - 9</b>			
<b>Contante waarde extra totale kosten na belasting voor productie-CBLs</b>	<b>3 - 6</b>			



---

## Disclaimer

Dit document is opgesteld door Kempen & Co Corporate Finance B.V. ('Kempen') uitsluitend ten behoeve van het Ministerie van Economische Zaken ('het Ministerie'). De informatie in dit document weerspiegelt huidige omstandigheden en opvattingen die kunnen veranderen. Kempen heeft geen verplichting om het Ministerie of enige andere partij op de hoogte te stellen of te informeren over enige ontwikkeling of verandering die na de datum van dit document plaatsvindt en die de inhoud van dit document gedeeltelijk of geheel onjuist of onnauwkeurig maakt. Het Ministerie en derden kunnen geen rechten ontleen aan enige schatting of indicatie van prijzen, koersen of andere waarden of meningen die Kempen in dit document verstrekt. Bij het opstellen van dit document heeft Kempen, zonder eigen onafhankelijke verificatie, vertrouwd op en is zij uitgegaan van de juistheid en volledigheid van alle gebruikte informatie, ontleend aan publieke of andere betrouwbaar geachte bronnen of aan ons beschikbaar gesteld door of namens het Ministerie. Kempen is noch jegens het Ministerie noch jegens derden aansprakelijk voor enig verlies of schade als gevolg van de onjuistheid of onvolledigheid van deze informatie dan wel de informatie in dit document. Kempen is niet aansprakelijk voor interpretaties en/of handelingen van het Ministerie op basis van de informatie in dit document.

