

Warmtenet Hengelo

10 juni 2016



Building a better
working world

Patrick Boertien

Partner

Transaction Advisory Services

T +31 (0) 88 407 9418

M +31 (0) 6 2125 2578

E patrick.boertien@nl.ey.com

Errol Scholten

Executive Director

Transaction Advisory Services

T +31 (0) 88 407 2217

M +31 (0) 6 2908 4516

E errol.scholten@nl.ey.com



EY Transaction Advisory Services
Zwartewaterallee 56
8031 DX ZWOLLE
Postbus 634
8000 AP ZWOLLE

Strikt vertrouwelijk

Gemeente Hengelo
T.a.v. de heer F. van Eldik
Burgemeester Jansenplein 1
7551 EC HENGELO

Geachte heer van Eldik,

Conform de opdrachtbevestiging van 24 mei 2016 ontvangt u hierbij onze rapportage ("Rapportage") inzake de indicatieve waardering van de in te brengen activa in Levering B.V. ("Levering"). Wij hebben begrepen dat deze waardering dient in het kader van een mogelijke participatie van Ennatuurlijk in Levering B.V. en de toetsing van de marktconformiteit van de tussen partijen overeengekomen voorlopige koopprijs. Wij hebben het genoeg u onze Rapportage aan te bieden, waarbij wij vooraf uw aandacht vragen voor de volgende zaken.

Deze rapportage is uitsluitend opgesteld ten behoeve van Gemeente Hengelo in het kader van een indicatieve waardering van de bestaande activa van Levering. Aan de Rapportage kan voor andere doeleinden geen waarde worden toegekend.

Deze rapportage, of delen daarvan, mag niet aan derden ter beschikking worden gesteld of getoond, noch mag naar onze rapportage worden gerefereerd zonder onze voorafgaande schriftelijke toestemming en eventuele aanvullende voorwaarden die wij van toepassing kunnen verklaren, tenzij u genoodzaakt bent de informatie uit de Rapportage te verstrekken uit hoofde van een wettelijke plicht dan wel een rechtelijke-, arbitrale- of administratieve uitspraak.

EY Transaction Advisory Services ("EY TAS") draagt geen verantwoordelijkheid voor de inhoud van de Rapportage ten opzichte van derden. Deze Rapportage betreft een

eerste indicatieve waardering. Indien derden besluiten enige waarde toe te kennen aan onze Rapportage dan geschiedt dit op eigen risico en aanvaarden wij generlei aansprakelijkheid voor de mogelijke gevolgen hiervan.

In bijlage D bij deze Rapportage is een toelichting op de beperkingen van de reikwijdte van onze werkzaamheden opgenomen.

In vertrouwen u naar genoeg te hebben geïnformeerd en tot nadere toelichting gaarne bereid.

Hoogachtend,

EY Transaction Advisory Services

namens deze,

Patrick Boertien
Partner

Errol Scholten
Executive Director

Inhoudsopgave

Inleiding	4
Bedrijfsprofiel	5
Uitgangspunten prognoses	7
Waarderingsmethodiek	11
Uitkomsten van de indicatieve waardering	15
Bijlagen	17
A. Disconteringsvoet	
B. Peer group	
C. Gebruikte bronnen	
D. Beperking reikwijdte indicatieve waardering	

Inleiding

Reikwijdte van de dienstverlening

Aanleiding

In verband met de mogelijke toetreding van Ennatuurlijk in Levering B.V. is aan EY TAS verzocht om de indicatieve waarde van de in te brengen activa van Levering B.V. vast te stellen per 31 December 2016.

Verrichte werkzaamheden

EY TAS heeft ten behoeve van de uitvoering van de opdracht de volgende werkzaamheden uitgevoerd:

- ▶ Het analyseren van de aangeleverde informatie;
- ▶ Het uitvoeren van berekeningen gebruikmakend van de discounted cash flow ("DCF")-methode ter bepaling van de waarde (op basis van een door EY TAS opgestelde disconteringsvoet en de cash flows uit de business case van Ennatuurlijk); en
- ▶ Het opstellen van deze rapportage.

De scope van onze werkzaamheden omvatte niet een review en validatie van het model, de aan de prognoses ten grondslag liggende operationele veronderstellingen en een beoordeling van de betrouwbaarheid van de historische cijfers.

Randvoorwaarden

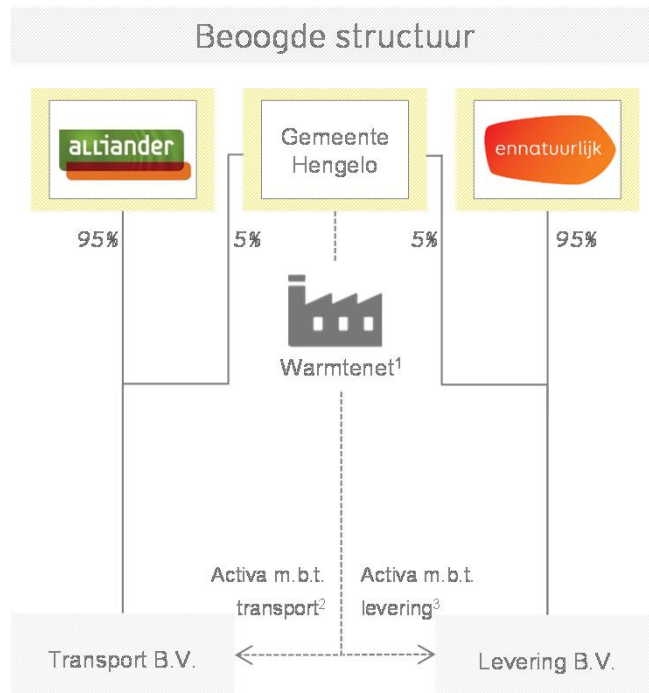
- ▶ De indicatieve waarde van de in te brengen activa van Levering B.V. is berekend naar de situatie per 31 December 2016 (de 'Waarderingsdatum'). Eventuele gebeurtenissen die na de datum van deze Rapportage of Waarderingsdatum zullen plaatsvinden, zijn niet in ogenschouw genomen.
- ▶ De indicatieve waardering is uitgevoerd op basis van reële waarde (i.e. fair market value). Reële waarde is voor doeleinden van deze Rapportage gedefinieerd als "Het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een passief kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn".
- ▶ De indicatieve waardering heeft plaatsgevonden op basis van een 'stand alone'-situatie. Dat wil zeggen dat er geen rekening is gehouden met eventuele synergie-effecten of strategische effecten die bij een eventuele verkoop aan een derde kunnen worden gerealiseerd.
- ▶ De indicatieve waardering is uitgevoerd op basis van een 'as is'-situatie. Dat wil zeggen dat er geen rekening is gehouden met eventueel nieuw te ontwikkelen bedrijfsactiviteiten door de Onderneming die niet reeds in de periode voor de Waarderingsdatum in materieel opzicht aanwezig zijn of reeds in de vorm van projecten zijn geprognosticeerd.
- ▶ De waarde-analyse is uitgevoerd op basis van going concern.

Bedrijfsprofiel

Bedrijfsprofiel

Grafische weergave structuur

Bron: Management informatie



Notes:

1. Warmtenet wordt opgeheven
2. Activa behorende tot transportnet (laag temperatuur transportnet tot aan DEC's)
3. Activa behorende tot opwekking, hoog temperatuurnet en afgiftestations

Warmtenet

Warmtenet Hengelo ("WNH") is een project van de Gemeente Hengelo ("Gemeente") dat als doel heeft warmte te leveren aan woningen en overige gebouwen met behulp van restwarmte en duurzame energie. Hiermee heeft de Gemeente voor ogen haar duurzaamheidsdoelstellingen voor een belangrijk deel te realiseren.

WNH is in 2007 gestart met haar eerste project: de levering van warmte aan het Twentse Regionaal Opleidings Centrum. Sindsdien is WNH blijven investeren in verdere uitbreiding van het warmtenet met de aansluiting van losstaande gebouwen en gebieden. Tot op heden zijn ook aansluitingen gerealiseerd in Hart van Zuid, Metropool, Siemens, Twentebad, Berflo Es, Veldwijk, Brouwerijterrein, 't Groothuis, Eaton/Galvano en het Gezondheidspark.

In sommige projecten wordt er nu nog gebruik gemaakt van aardgas. Een grote verduurzamingslag wordt er gemaakt zodra de industriële restwarmte van AkzoNobel ingezet kan worden. Om dit te realiseren dient er geïnvesteerd te worden in de backbone. De backbone zal via leidingen warmte en koude leveren aan de gebieden Kanaalzone Noord en Zuid gebruikmakend van restwarmte van AkzoNobel.

Samenwerking marktpartijen

Het college van Burgemeesters en Wethouders is voornemens om het huidige warmtenet in Hengelo aan Alliander Duurzame Gebiedsontwikkeling (DGO) en Ennatuurlijk over te dragen. Samen met de gemeente worden twee nieuwe organisaties opgericht (Levering B.V. en Transport B.V.) voor levering van duurzame energie aan klanten en de aanleg van de hoofdleiding (backbone). De activa die betrekking hebben op het lage temperatuur transportnet tot aan de decentrale energiecentrales ("DEC"), ofwel de activa met betrekking op het transportnet, zullen worden ingebracht in Transport B.V. De bestaande warmteoverdrachtstations ("WOS") en DEC zullen worden ingebracht in Levering B.V. Deze overgedragen activa hebben dus betrekking op het opwekken van warmte, het hoog temperatuurnet en de afgiftestations. In het schema hiernaast hebben wij de beoogde structuur weergegeven.

Context waardering

In verband met de mogelijke toetreding van Ennatuurlijk in Levering B.V. is aan EY TAS verzocht om de indicatieve waarde van de in te brengen activa van Levering B.V. vast te stellen per 31 December 2016. Onze waardering betreft een pre-money waarde. Naar wij hebben begrepen zal de betaling door Ennatuurlijk in Levering B.V. worden gestort en niet worden betaald aan de Gemeente Hengelo.

Uitgangspunten prognoses

Uitgangspunten prognoses

Uitgangspunten prognoses

- ▶ De waardering van Levering B.V. hebben wij gebaseerd op de door de Gemeente Hengelo/Ennatuurlijk aangeleverde business case genaamd 'Hengelo Buca 20160527.xlsx', welke is aangepast ten opzichte van de versie zoals genoemd in de opdrachtbrief (Hengelo Buca 20150315) naar aanleiding van gesprekken met EY TAS. Omdat deze business case (gedeeltelijk) betrekking heeft op Transport B.V. hebben wij hierin, op basis van gesprekken met de Gemeente Hengelo en Ennatuurlijk, de volgende wijzigingen aangebracht om zo tot de zuivere kasstromen van Levering B.V. te komen:
 - De kasstromen die betrekking hebben op de backbone (investeringen en de subsidies) zijn niet meegenomen (selectie backbone: NEE, EIA leverings bv indicatief: NEE);
 - De onderlinge inkoop van Levering B.V. bij Transport B.V. is gesteld op EUR 4,50 per GJ (inkoop backbone: 4,5).
 - De kasstromen die betrekking hebben op WOS 28 (Twentebad) zijn niet meegenomen, omdat WOS 28 geen onderdeel is van de transactie met Ennatuurlijk (tab 'Financieel'; cel B10 0)
- ▶ De projecties van Levering B.V. voor de periode 2017 – 2046 zijn in onderstaande tabel weergegeven:

Projecties 2017 - 2031

Unit: EUR '000	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F
Omzet	1.339	1.637	2.009	2.119	2.065	2.102	2.140	2.179	2.218	2.259	2.054	2.091	2.128	2.167	2.206
Inkoop	(745)	(854)	(1.105)	(1.176)	(1.189)	(1.211)	(1.232)	(1.254)	(1.277)	(1.300)	(1.140)	(1.160)	(1.180)	(1.201)	(1.223)
Brutomarge	594	783	904	943	875	891	908	924	941	959	914	931	948	965	983
Operationele kosten	(223)	(232)	(247)	(49)	(261)	(267)	(274)	(280)	(286)	(293)	(467)	(475)	(484)	(492)	(501)
EBITDA	371	551	657	894	614	624	634	645	655	666	448	456	464	473	482
Afschrijvingen	(245)	(334)	(365)	(388)	(442)	(442)	(442)	(442)	(442)	(442)	(535)	(535)	(535)	(535)	(540)
Afschrijvingen ASB	5	19	33	45	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73
EBIT	131	236	325	551	245	255	266	276	287	297	(14)	(6)	3	12	15

Bron: Management

Projecties 2032 - 2046

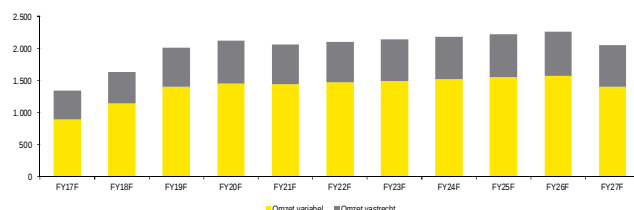
Unit: EUR '000	FY32F	FY33F	FY34F	FY35F	FY36F	FY37F	FY38F	FY39F	FY40F	FY41F	FY42F	FY43F	FY44F	FY45F	FY46F
Omzet	2.246	2.286	2.328	2.370	2.413	2.457	2.502	2.548	2.594	2.642	2.690	2.739	2.790	2.841	2.893
Inkoop	(1.244)	(1.267)	(1.289)	(1.312)	(1.336)	(1.360)	(1.384)	(1.409)	(1.434)	(1.460)	(1.487)	(1.514)	(1.541)	(1.569)	(1.597)
Brutomarge	1.001	1.020	1.039	1.058	1.077	1.097	1.118	1.138	1.160	1.181	1.203	1.226	1.249	1.272	1.296
Operationele kosten	(510)	(520)	(529)	(539)	(549)	(559)	(569)	(580)	(590)	(601)	(613)	(624)	(636)	(647)	(660)
EBITDA	491	500	509	519	529	539	549	559	569	580	591	602	613	624	636
Afschrijvingen	(296)	(375)	(390)	(373)	(331)	(331)	(331)	(331)	(331)	(331)	(238)	(238)	(238)	(238)	(232)
Afschrijvingen ASB	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	68	54	40	28	-
EBIT	268	198	192	220	271	281	291	301	312	323	421	418	416	415	404

Bron: Management

Uitgangspunten prognoses

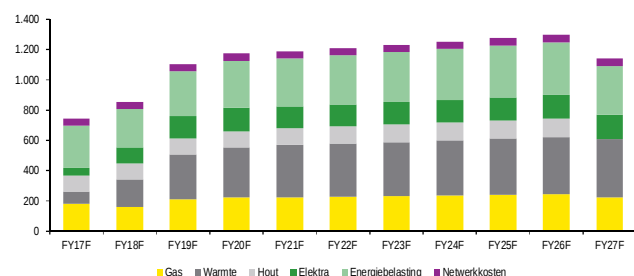
Uitsplitsing omzet

Bron: Management



Uitsplitsing inkoopkosten

Bron: Management



Omzet

► De omzet bestaat uit de verkoop van warmte en vastrecht. In de tabel hiernaast is de verdeling tussen de omzet uit warmte en het vastrecht weergegeven voor de periode 2017 – 2027. Na 2027 wordt er uitgegaan van een inflatoire groei van 2%.

- De omzet uit verkoop warmte wordt bepaald door de warmtevraag in GJ/jaar te vermenigvuldigen met de prijs per GJ. De warmtevraag wordt hierbij bepaald aan de hand van het verbruik per aansluiting en het aantal bestaande en nieuwe aansluitingen.
- De prijs per GJ is gebaseerd op een warmtewettarief voor B2C klanten van EUR 18,71 per GJ (NDMA principe, gepubliceerd door ACM 2016) en het contracttarief voor B2B klanten (welke per klant varieert). Beide tarieven worden jaarlijks geïndexeerd.
- Het vastrecht wordt bepaald aan de hand van het aantal aansluitingen en het vastrecht per aansluiting. Voor B2C klanten wordt een vastrecht van EUR 320 per aansluiting gehanteerd. Voor de B2B klanten hanteert men het tarief dat contractueel is afgesloten. Beide tarieven worden jaarlijks geïndexeerd.

Inkoop

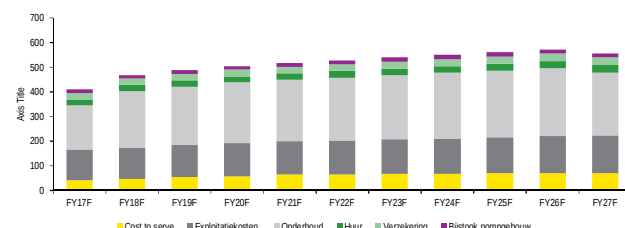
► De inkoopkosten bestaan uit de inkoop van gas, warmte, elektra, hout, de netwerkkosten en de energiebelasting op gas en elektra. In de tabel hiernaast is voor de periode 2017 – 2027 een overzicht gegeven van de uitsplitsing van de kosten over de diverse categorieën. Alle kosten worden jaarlijks geïndexeerd; na 2027 wordt er uitgegaan van een inflatoire groei van 2%.

- De inkoop van gas is gebaseerd op de gasvraag en de gasprijs per m3. De gasvraag wordt bepaald aan de hand van de verwachte totale afzet, het aandeel hoog thermische warmte in de totale afzet en het verwachte leidingverlies. Afhankelijk van de schaal grootte van de klanten wordt de TTF of G2 gasprijs gehanteerd. Deze gasprijzen bedragen EUR 0,18 en EUR 0,21 per m3.
- De inkoop van warmte wordt bepaald aan de hand van de warmtevraag en de inkoopprijs per GJ. De inkoopprijs per GJ betreft de inkoop van Levering B.V. bij Transport B.V. De onderlinge leveringsprijs is gesteld op EUR 4,50 per GJ per 1/1/2016.
- De inkoopkosten van elektra zijn gebaseerd op een tarief van EUR 0,04 per kwh.
- De warmte voor de klanten Eaton & Galvano (WOS 29) wordt geleverd door middel van een houtketel. De inkoop van hout bedraagt EUR 7,80/GJ.
- De netwerkkosten zijn gebaseerd op een raming van de Gemeente Hengelo.
- De energiebelasting is bepaald aan de hand van op dit moment geldende staffels en de prijs per m3/kwh. De toekomstige staffels en de prijs per m3/kwh zijn afhankelijk van overheidsbeleid.

Uitgangspunten prognoses

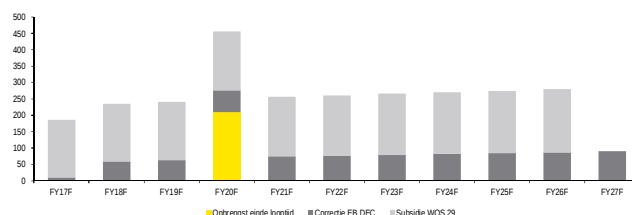
Uitsplitsing operationele kosten

Bron: Management



Uitsplitsing opbrengsten

Bron: Management



Overzicht investeringen

Unit: EUR '000	
WOS 2	991
WOS 3	387
WOS 8	198
WOS 9	1.187
WOS 13-18	357
WOS 21	-
WOS 27	205
WOS 29	-
WOS GROEI	8.465
Totaal investeringen	11.790

Bron: Management

Operationele kosten

► De operationele kosten bestaan met name uit costs to serve, exploitatiekosten, onderhoudskosten, verzekeringskosten en kosten als gevolg van bijstook van het pompgebouw. Alle kosten worden jaarlijks geïndexeerd. In de grafiek hiernaast is een overzicht gegeven van de operationele kosten.

- De costs to serve worden bepaald op basis van het aantal aansluitingen en de costs to serve per aansluiting. Voor B2C klanten is deze gesteld op EUR 50 per 1/1/2016, voor B2B klanten op EUR 750 per 1/1/2016.
- De exploitatiekosten bestaan uit een inschatting voor de kosten van sales & development, asset management en ondersteunende werkzaamheden.
- De onderhoudskosten bedragen 1,1% van de boekwaarde van de activa. Hierbij wordt rekening gehouden met de begrote investeringen.
- De geprognosticeerde verzekeringskosten bedragen EUR 25.000.
- De kosten voor de bijstook van het pompgebouw zijn ingeschat op basis van een verwacht verbruik van 2.000 GJ.

► Daarnaast zijn door de Gemeente/Ennatuurlijk in hun business case de contractuele verkoopopbrengsten, de subsidie vanuit Stimulering Duurzame Energieproductie ("SDE") en de verrekening van de energiebelasting in de operationele kosten opgenomen. Om de daadwerkelijke operationele kosten inzichtelijk te maken heeft EY TAS de opbrengsten uit de operationele kosten gehaald en apart gepresenteerd.

- De verkoopopbrengsten hebben betrekking op de contractuele opbrengsten bij beëindiging van WOS 21.
- In WOS 29 zijn de subsidie opbrengsten uit twee SDE beschikkingen opgenomen.
- In de business case is de energiebelasting per WOS berekend. Naar wij begrepen hebben zal de energiebelasting berekend worden op basis van de cumulatieve output per DEC. De optelsom van de energiebelasting uit de afzonderlijke WOS is derhalve hoger dan eigenlijk het geval is, vandaar dat er nog een correctie plaatsvindt.

Investerings & afschrijvingen

► De investeringen zijn gebaseerd op de business case en hebben o.a. betrekking op de installaties en de investeringen in de aansluitingen van een aantal nieuwe warmteoverdrachtstations. In de tabel hiernaast is een overzicht gegeven van de begrote investeringen per warmteoverdrachtstation. De afschrijvingstermijn voor de activa bedraagt 15 jaar.

► De aansluitbijdragen zijn als positieve investeringen in de business case meegenomen. De afschrijvingstermijn van de aansluitbijdragen bedraagt 25 jaar.

Uitgangspunten prognoses

Opmerkingen uitgangspunten prognoses

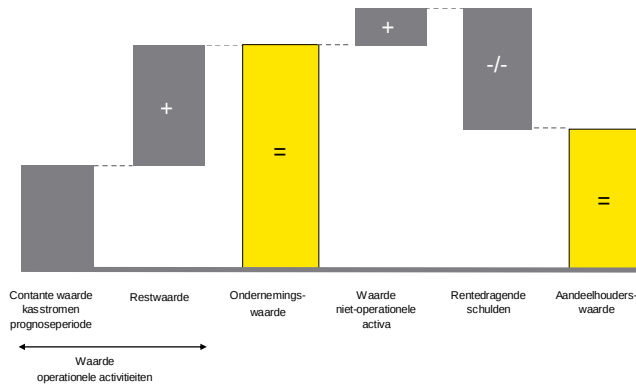
- ▶ Zoals hierboven vermeld hebben wij onze indicatieve waardering gebaseerd op de door de Gemeente Hengelo/Ennatuurlijk aangeleverde business case. In maart/april 2015 is door de Gemeente Hengelo reeds een business case opgesteld welke door EY TAS is beoordeeld. Graag willen wij uw aandacht vestigen op de volgende belangrijkste verschillen tussen de huidige business case en de business case uit maart/april 2015:
 - Niveau herinvesteringen: de investeringen na 2022 (herinvesteringsperiode) bedragen ca. EUR 5,7 miljoen in de huidige business case. De begrote herinvesteringen uit de business case van maart/april 2015 bedroegen ca. EUR 13,5 miljoen. EY TAS heeft aan Ennatuurlijk aanvullende vragen over het niveau van de herinvesteringen gesteld. Door hen wordt aangegeven dat zij de hoogte van de herinvesteringen uit de business case van maart/april 2015 niet representatief achten. Daarnaast is er in de huidige business case van uitgegaan dat een aantal projecten (WOS 21 en WOS 29) in de periode 2020 – 2026 beëindigd zullen worden, of geen onderdeel zijn van de overdracht aan Levering B.V. (WOS 28), waardoor de hiermee gepaard gaande herinvesteringen ook wegvallen.
 - Lager niveau omzet: vanaf ca. 2021 ligt de begrote omzet in de huidige business case aanzienlijk onder de begrote omzet uit de business case van maart/april 2015. Dit heeft te maken met een lagere totale afzet in GJ als gevolg van het beëindigen van WOS 21 en WOS 29. Daarnaast is de lagere afzet ook het gevolg van het veronderstelde aantal B2C aansluitingen: in de huidige business case groeit deze door naar een niveau van 945 terwijl in de business case van maart/april 2015 een doorgroei naar 1.134 aansluitingen is verondersteld. Ook ligt de prijs per GJ in de huidige business case lager als gevolg van een lager verondersteld inflatieniveau.

Waarderingsmethodiek

Waarderingsmethodiek

DCF Methode

Bron: EY TAS



Inleiding

- ▶ Wij hebben de DCF-methode toegepast om de waarde van de in Levering B.V. in te brengen activa te benaderen. Op basis van deze methode wordt expliciet rekening gehouden met de huidige verwachtingen ten aanzien van de toekomstige vrije kasstromen die door Levering B.V. stand-alone worden gegenereerd. Hieronder wordt de gehanteerde methode nader toegelicht.

Discounted cash flow methode

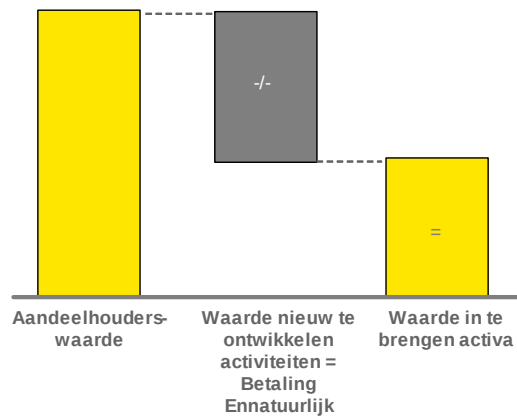
- ▶ Van de economische waarderingsmethoden is de DCF-methode de meest toegepaste methode. Deze methode stelt in de eerste plaats de waarde van de onderneming als geheel vast en leidt daar vervolgens de waarde van de aandelen van af.
- ▶ De DCF-methode baseert de waarde van de onderneming op de capaciteit om vrije geldstromen uit te keren aan haar vermogensverschaffers. De DCF-methode definieert ondernemingswaarde daarmee als de economische waarde van het geïnvesteerde vermogen (eigen plus vreemd vermogen) van de onderneming.
- ▶ De ondernemingswaarde wordt gebaseerd op de contante waarde van de vrije kasstromen die de onderneming tijdens een expliciete projectieperiode verwacht te genereren, vermeerderd met de contante waarde van de onderneming aan het einde van de projectieperiode (restwaarde). Onder “vrije kasstromen” worden die middelen verstaan die worden gegenereerd met het operationeel geïnvesteerd vermogen en die kunnen worden uitgekeerd zonder dat deze uitkeringen de toekomstige operationele winstgevendheid van de onderneming beïnvloeden. De kasstromen gedurende de expliciete prognoseperiode en de restwaarde worden gediscoteerd tegen de gemiddelde gewogen kostenvoet van het vermogen (“WACC”), die rekening houdt met het risicoprofiel van de onderneming.
- ▶ De waarde van de aandelen kan vervolgens van de ondernemingswaarde worden afgeleid door de rentedragende leningen op de ondernemingswaarde in mindering te brengen en/of deze te vermeerderen/verminderen met de aanwezige niet-operationele activa/passiva.

Prognose periode en restwaarde

- ▶ Zoals reeds eerder vermeld hebben wij onze waardering gebaseerd op de door de Gemeente/Ennatuurlijk opgestelde business case. Deze business case beslaat een periode van 30 jaar (2017 – 2046), welke wij hebben gehanteerd als prognoseperiode.
- ▶ De restwaarde van Levering B.V. hebben wij gebaseerd op het bedrijfsresultaat gecorrigeerd voor belastingen (NOPLAT) van 2046 (het laatste prognosejaar) en een lange termijn groeivoet van 1,5%.

Waarderingsmethodiek

Werkwijze waardering in te brengen activa



Waarde in te brengen activa

- ▶ Door Ennatuurlijk wordt EUR 4,5 miljoen betaald voor 95% van de aandelen in Levering B.V. (voor 100% betekent dit een koopprijs van EUR 4,7 miljoen). De op basis van de DCF verkregen waarde voor het eigen vermogen heeft betrekking op zowel de in te brengen activa als de nieuw te ontwikkelen activiteiten van Levering B.V. Om tot een waarde voor de in te brengen activa van Levering B.V. te komen hebben wij verondersteld dat de door Ennatuurlijk betaalde prijs voor Levering B.V. betrekking heeft op de nieuw te ontwikkelen activiteiten. De waarde van de in te brengen activa wordt vervolgens verkregen door de op basis van de DCF verkregen waarde van het eigen vermogen te corrigeren voor de waarde van de nieuw te ontwikkelen activiteiten ad EUR 4,7 miljoen. Onze werkwijze is hiernaast schematisch weergegeven.
- ▶ Indien de waarde van de nieuw te ontwikkelen activiteiten groter is dan de totale waarde van de onderneming, hebben de in te brengen activa geen waarde. Feitelijk kunnen de eerder gedane investeringen beschouwd worden als 'sunk costs', kosten die in het verleden zijn gemaakt, maar niet meer ongedaan gemaakt kunnen worden.

Disconteringsvoet

- ▶ Zoals reeds vermeld hebben wij de bestaande activa in Levering B.V. gewaardeerd op basis van de DCF methode. Hierbij worden de vrije geldstromen gediscoteerd tegen de gemiddelde gewogen kostenvoet van het vermogen.
- ▶ Voor het bepalen van de waarde van in te brengen activa in Levering B.V. hebben wij een WACC gehanteerd van 7,32%. Wij verwijzen u naar Appendix A voor een gedetailleerde toelichting op de WACC. Omdat de Waarderingsdatum in de toekomst ligt, hebben wij een aantal parameters uit de WACC (risicovrije rente, beta, D/E verhouding, spread) gebaseerd op de laatst beschikbare datum, zijnde 1 mei 2016.

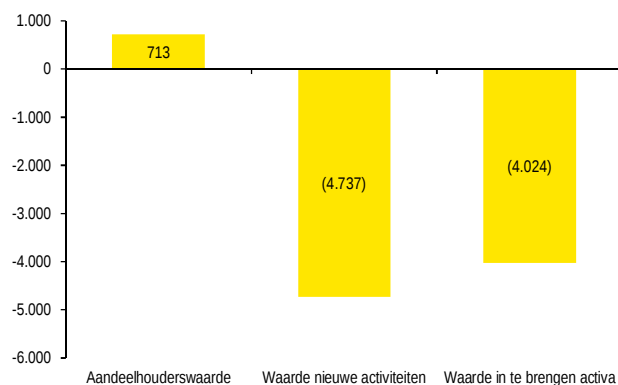
Rentedragende schulden en niet-operationele activa

- ▶ Per 31/12/2016 bedragen de rentedragende schulden en niet-operationele activa EUR 0.

Uitkomsten van de indicatieve waardering

Uitkomsten van de indicatieve waardering

Waarde in te brengen activa



Waarde in te brengen activa Levering B.V.

Zoals reeds in de paragraaf 'Waarderingsmethodiek' beschreven, kan er alleen een positieve waarde aan de in te brengen activa worden toegekend indien de totale waarde van de activa groter is dan de waarde voor de nieuw te ontwikkelen activiteiten. Hierbij hebben wij aangenomen dat de tussen de Gemeente Hengelo en Ennatuurlijk overeengekomen prijs van EUR 4,5 miljoen (EUR 4,7 miljoen op basis van 100%) betrekking heeft op de nieuw te ontwikkelen activiteiten.

Op basis van de hierboven beschreven aannames, een WACC van 7,32% en rentedragende schulden en niet-operationele activa van EUR 0, komt de aandeelhouderswaarde van Levering B.V. op ca. EUR 700.000 per 31/12/2016. Gecorrigeerd voor de waarde van de nieuw te ontwikkelen activiteiten ad EUR 4,7 miljoen, bedraagt de waarde van de in te brengen activa EUR 4,0 miljoen negatief. In de figuur hiernaast is dit grafisch weergegeven. Voor een uitwerking van onze waardering verwijzen wij u naar bijlage B.

Gevoeligheidsanalyse

In onderstaande tabel is een gevoeligheidsanalyse weergegeven op de waarde van de in te brengen activa van Levering B.V. per 31 december 2016. Deze analyse is gebaseerd op de hiervoor beschreven aannames en een WACC range van 6,32% - 8,32%.

Gevoeligheidsanalyse waarde in te brengen activa Levering B.V.

In € x 1.000		Aandeelhouders- waarde	Waarde nieuw te ontwikkelen activiteiten	Waarde in te brengen activa
WACC	8,32%	201	4.737	(4.536)
	7,82%	437	4.737	(4.300)
	7,32%	713	4.737	(4.024)
	6,82%	1.041	4.737	(3.695)
	6,32%	1.438	4.737	(3.299)

Bron: EY TAS, Management

De waarde van de in te brengen activa in Levering B.V. bevindt zich in een range van EUR 4,5 miljoen negatief tot EUR 3,3 miljoen negatief.

Bijlagen

A: Disconteringsvoet

B: DCF waardering

C: Gebruikte bronnen

D: Beperking reikwijdte indicatieve waardering

Disconteringsvoet

WACC Levering B.V.

Cost of equity (Ce)	
Risicovrije rente (Rf)	1,83%
Marktrisicopremie (MRP)	6,00%
Asset beta	0,58
Debt/Equity (D/E)	105,23%
Equity beta = $(1 + D/E) \times \text{Asset beta}$	1,20
Small firm premium (SFP)	3,74%
Ce = Rf + Beta * MRP + SFP	12,76%
Cost of debt (Cd)	
Risk free rate (Rf)	1,83%
Spread (P)	1,04%
Rd = Rf + P	2,87%
Tax (Tc)	25,00%
Cd = Rd * (1 - Tc)	2,16%
Capital structure	
Target Equity/Value	48,73%
Target Debt/Value	51,27%
Debt/Equity	105,23%
WACC = $\frac{E}{E+D} \times Ce + \frac{D}{E+D} \times Cd$	7,32%

Bron: EY TAS

Risicovrije rentevoet

Voor de indicatieve waardering is een WACC van 7,32% gehanteerd. De WACC is berekend op basis van de hieronder beschreven veronderstellingen. In de tabel hiernaast is de opbouw van de WACC op basis van onze puntschatting opgenomen.

Marktrisicopremie

De marktrisicopremie is een geschat rendement dat een doorsnee lange termijn investeerder verlangt bovenop het risicovrije rendement om te besluiten te investeren in een gediversifieerde portefeuille van beursgenoteerde gewone aandelen. De marktrisicopremie is gebaseerd op lange termijn historische rendementen, verwachte geschatte marktrisicopremies en recent gepubliceerde onderzoeken en academische studies. Gebaseerd op deze bronnen en onze ervaring hebben wij een marktrisicopremie gehanteerd van 6,0%.

Beta

In de analyse wordt een asset beta gehanteerd van 0,58. Deze is gebaseerd op de mediaan van de asset beta's van de door ons geselecteerde vergelijkbare ondernemingen (peer group). De peer group bestaat uit 18 Europese bedrijven afkomstig met activiteiten op het gebied van o.a. warmte- en elektriciteitsopwekking.

Vermogensverhouding

De vermogensverhouding is gebaseerd op een normatieve verhouding tussen de marktwaarde van het vreemd en eigen vermogen en is afgeleid van de vermogensverhouding van de bedrijven in de peer group.

Kleinschaligheidspremie (small firm premium)

Op basis van de empirische bewijzen kan worden opgemerkt dat ondernemingen met een lagere marktkapitalisatie een hogere rentabiliteit genereren dan hetgeen op basis van toepassing van CAPM wordt verwacht. Op basis van onderzoek door Ibbotson Associates hebben wij een kleinschaligheidspremie van 3,74% (overeenkomend met het 9-10th Decile) toegepast.

Kredietopslag

Dit betreft de opslag die door de verschaffers van vreemd vermogen aan de onderneming in rekening wordt gebracht bovenop de risicovrije rentevoet. De omvang van deze opslag is afhankelijk van de kredietwaardigheid van de onderneming en de looptijd van de betreffende lening. Wij hebben een kredietopslag gehanteerd van 1,04%, resulterend in een normatief rentepercentage van 2,87%.

Belastingvoet

Het gehanteerde tarief voor vennootschapsbelasting bedraagt 25,0%.

DCF waardering

Waarde bestaande activa Levering B.V.

FCF projecties 2017 - 2026

Unit: EUR '000	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F
FCF	(3.209)	(492)	455	713	451	560	568	576	584	592
Discount period	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50
Discount factor	0,97	0,90	0,84	0,78	0,73	0,68	0,63	0,59	0,55	0,51
PV FCF	(3.098)	(443)	381	557	328	380	359	339	320	302

Bron: EY TAS, Management

FCF projecties 2027 - 2036

Unit: EUR '000	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	FY35F	FY36F
FCF	(1.148)	457	464	470	401	401	(2.071)	(230)	390	284
Discount period	10,50	11,50	12,50	13,50	14,50	15,50	16,50	17,50	18,50	19,50
Discount factor	0,48	0,44	0,41	0,39	0,36	0,33	0,31	0,29	0,27	0,25
PV FCF	(547)	203	192	181	144	134	(645)	(67)	105	72

Bron: EY TAS, Management

FCF projecties 2037 - 2046

Unit: EUR '000	FY37F	FY38F	FY39F	FY40F	FY41F	FY42F	FY43F	FY44F	FY45F	FY46F
FCF	468	476	483	491	499	485	497	509	521	535
Discount period	20,50	21,50	22,50	23,50	24,50	25,50	26,50	27,50	28,50	29,50
Discount factor	0,23	0,22	0,20	0,19	0,18	0,16	0,15	0,14	0,13	0,12
PV FCF	110	104	99	93	88	80	76	73	69	67

Bron: EY TAS, Management

Waarde in te brengen activa

Unit: EUR '000	FY16F
Sum of PV FCF during explicit forecast period	57
PV FCF after FY46	656
Total PV of cash flows contributed	713
Bij: Lening u/g groepsmaatschappijen	-
Af: Achtergesteld rentedragend vreemd vermogen	-
Af: Langlopend rentedragend vreemd vermogen	-
Af: Schulden aan groepsmaatschappijen	-
Aandeelhouderswaarde	713
Waarde nieuw te ontwikkelen activiteiten	4.737
Waarde in te brengen activa	(4.024)

Bron: EY TAS, Management

Gebruikte bronnen

Gebruikte bronnen

20160217 Toelichting BUCA

20160303 Voorstel samenwerking Warmtenet Hengelo-Ennatuurlijk

Door alle partijen getekende Procesovereenkomst Warmtenet

Duurzaam Warm Voorstel Alliander Warmtenet Hengelo v1.0

Rekenmodel: Hengelo Buca 20160215stg

Aangepast rekenmodel: Hengelo Buca 20150315

Aangepast rekenmodel: Hengelo Buca 20160527

Aangepast rekenmodel: Hengelo Buca 20160527 update

Gebruikte bronnen

- ▶ Onze analyses zijn hoofdzakelijk gebaseerd op door WNH verstrekte informatie. Daarnaast hebben wij in beperkte mate externe informatie gehanteerd. Een overzicht van de door ons gebruikte documenten is weergegeven in nevenstaande tabel.
- ▶ Gedurende onze opdracht, hebben gesprekken (in persoon of telefonisch) en e-mail correspondentie plaatsgevonden met de volgende personen:
 - Frank Schoof (Projectleider en Directeur WNH);
 - Frank van Eldik (Senior Auditor Gemeente Hengelo);
 - Harald Droog (Ennatuurlijk).

Beperking reikwijdte indicatieve waardering

Randvoorwaarden rapportage

- ▶ Dit rapport is opgesteld in opdracht van Gemeente Hengelo. Het rapport mag geheel, noch gedeeltelijk, in enigerlei vorm aan derden ter inzage worden gegeven dan wel worden verstrekt zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van EY TAS.
- ▶ Het rapport vormt een integraal geheel en mag niet in afzonderlijke delen worden gesplitst. De resultaten van de indicatieve waardebeoordeling kunnen slechts bij gebruik van het integrale rapport tot een juiste oordeelsvorming leiden.
- ▶ Dit rapport bevat een cijfermatige analyse zonder dat een kwalitatieve analyse van Levering B.V. en/of de markt is uitgevoerd.
- ▶ De in dit rapport opgenomen informatie is door EY TAS niet geverifieerd, noch getoetst op juistheid en volledigheid. Er heeft door EY TAS geen accountantscontrole, noch een beoordeling of due diligence onderzoek plaatsgevonden.
- ▶ EY TAS aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor het ontbreken van informatie of voor het niet correct zijn van informatie, welke expliciet of impliciet is opgenomen in dit rapport, noch voor omissies in de rapportering voor zover deze voortvloeien uit niet correcte of onvolledige informatie.
- ▶ De uitkomsten in deze rapportage zijn mede gebaseerd op uitgangspunten en veronderstellingen welke zijn verstrekt door de opdrachtgever. EY TAS aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid als gevolg van onjuistheden in deze uitgangspunten en veronderstellingen.
- ▶ De uitkomst van de indicatieve waardebeoordeling is geen prijsadvies en kan derhalve afwijken van een prijs die kan worden gerealiseerd bij verkoop aan een derde.
- ▶ De informatie, aannames en veronderstellingen zoals gebruikt in dit rapport hebben een beperkte geldigheidsduur gezien de veranderingen in marktomstandigheden en de invloed daarvan op geprognosticeerde resultaten.
- ▶ EY TAS heeft Gemeente Hengelo op geen enkele wijze fiscaal en/of juridisch geadviseerd.

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

Over EY

EY is wereldwijd toonaangevend op het gebied van assurance, tax, transactions en advisory. Juridische en notariële dienstverlening wordt in een strategische alliantie met Ernst & Young Belastingadviseurs LLP verzorgd door Holland Van Gijzen Advocaten en Notarissen LLP. Onze 210.000 mensen delen wereldwijd dezelfde waarden en staan voor kwaliteit. Wij maken het verschil door onze mensen, onze cliënten en de samenleving te helpen hun mogelijkheden optimaal te benutten.

Waar sprake is van EY wordt de wereldwijde organisatie van lidfirma's van Ernst & Young Global Limited bedoeld, die elk een aparte rechtspersoon zijn. Ernst & Young Global Limited is een UK company limited by guarantee en verleent zelf geen diensten aan cliënten.

Voor meer informatie over onze organisatie, kijk op www.ey.com.

© 2016 EYGM Limited
Alle rechten voorbehouden