



Indicatieve toetsing van de waardering van het gasveld bij Ternaard

Vertrouwelijk

3 december 2025

KPMG Advisory N.V.

P.O. Box 74500
1070 DB Amsterdam
The Netherlands

Laan van Langerhuize 1
1186 DS Amstelveen
The Netherlands
Telephone +31 (0)20 656 7890

Vertrouwelijk

Ministerie van Klimaat en Groene Groei

5.1.2.e
Bezuidenhoutseweg 73, 2594 AC Den Haag

Amstelveen, 3 december 2025

Betreft: Toetsing waardering gasveld Ternaard – Finale rapport

Geachte 5.1.2.e ,

Hierbij doen wij u zoals verzocht een exemplaar van het vertrouwelijke rapport met betrekking tot de toetsing van de waardering van het gasveld bij Ternaard gedateerd 3 december 2025. KPMG wijst u erop dat dit definitieve schriftelijke rapport voorrang zal krijgen boven alle voorafgaande mondelinge, voorlopige dan wel tussentijdse adviezen, rapporten en presentaties, alsook dat u zich uitsluitend op eigen risico op dergelijke mondelinge voorlopige dan wel tussentijdse adviezen, rapporten en presentaties verlaten kunt.

Het doel van dit vertrouwelijke rapport is om het Ministerie van Klimaat en Groene Groei ("KGG") te ondersteunen bij het begrotingsproces ten aanzien van het voornemen de NAM te vragen af te zien van exploitatie van het gasveld bij Ternaard in ruil voor een afkoopsom. Met ondersteuning van Energie Beheer Nederland B.V. ("EBN") is door KGG een rekenmodel opgesteld om een redelijke afkoopsom te kunnen bepalen. Om te kunnen starten met gesprekken met de NAM dient de afkoopsom in de begroting te worden verwerkt.

Wij vestigen uw aandacht op de disclaimer welke op de laatste pagina van dit rapport is opgenomen.

Ons rapport is vertrouwelijk en wordt aan u vrijgegeven onder de voorwaarde dat het niet zonder onze voorafgaande schriftelijke toestemming wordt gekopieerd, dat er niet naar wordt verwezen en dat het niet geheel of gedeeltelijk wordt verspreid anders dan overeenkomstig onze Opdrachtbrief is toegestaan.

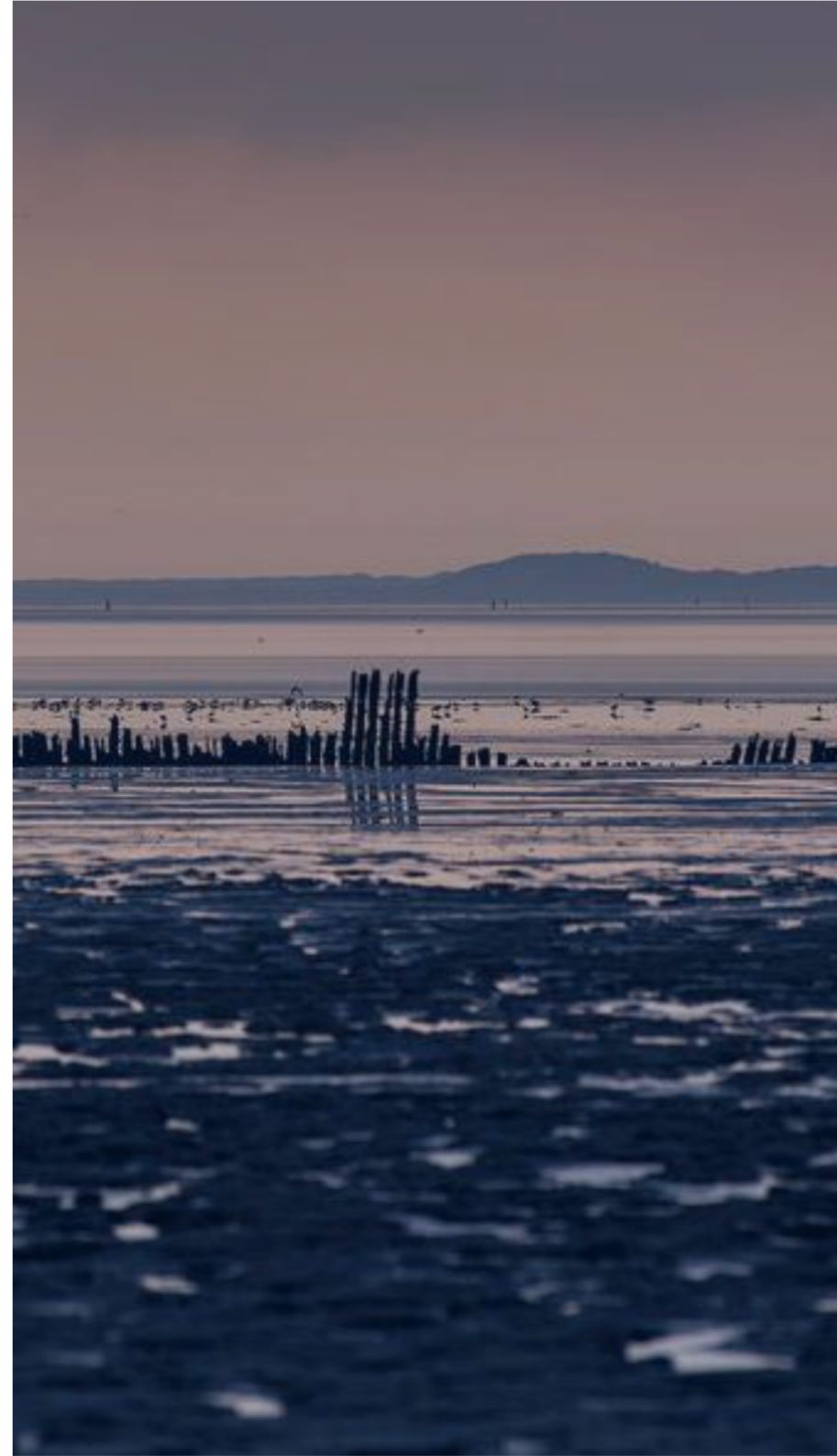
Geadresseerden hebben ingestemd met de strekking van onze werkzaamheden ten behoeve van dit rapport zoals weergegeven in de Opdrachtbrief en wij aanvaarden voor zover wettelijk toegestaan geen enkele verantwoordelijkheid of aansprakelijkheid jegens andere partijen ten aanzien van ons werk of het rapport (indien van toepassing: ook niet jegens de financiële en juridische adviseurs van de geadresseerden).

Hoogachtend,

5.1.2.e

Inhoudsopgave

Introductie en scope	4
Uiteenzetting bevindingen	5
Waardering Ternaard: NAM, Staat en Geheel	8
Discontovoet	9
Bijlagen	10
• Kasstromen Ternaard	11
• Gevoeligheidsanalyses	12
• Peer group	14
• Winningsprofielen	15
• Ontwikkeling gasprijzen	16



Introductie en scope van de uitgevoerde werkzaamheden

Introductie

KPMG begrijpt dat de directie Transitie Diepe Ondergrond van KGG behoefte heeft aan ondersteuning in relatie tot een mogelijke afkoop van de gaswinning bij Ternaard van de Nederlandse Aardolie Maatschappij B.V. ("NAM"). Op basis van de offerteuitvraag begrijpen wij dat de NAM de gaswinning in Ternaard wil starten (i.e. een winningsplan heeft ingediend), waarvoor de NAM een vergunning heeft. De minister van KGG overweegt vanwege de maatschappelijke bezwaren de NAM te vragen af te zien van de gaswinning in ruil voor een afkoop. Met hulp van Energie Beheer Nederland B.V. ("EBN") is een rekenmodel opgesteld door KGG om een redelijke afkoop te kunnen bepalen. De werkzaamheden van KPMG zijn uitgevoerd ter ondersteuning van de waardebeoordeling.

Werkzaamheden

De scope van de uitgevoerde werkzaamheden is in twee separate activiteiten uiteengezet. KPMG heeft een toets uitgevoerd op i) het onderliggende rekenmodel '*Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)*' zoals ontvangen op 3 november 2025 (het "Model") en de gehanteerde methodiek, en ii) de gebruikte aannames in het Model:

- **Rekenmodel en methodiek:** KPMG heeft het Model rekenkundig getoetst en heeft hierin ook de gehanteerde methodiek met betrekking tot verrekeningen ten aanzien van de Mijnbouwwet in ogenschouw genomen. Daarnaast heeft KPMG de gehanteerde methodiek met betrekking tot de waardering getoetst. KPMG heeft haar initiële observaties gedurende de opdracht met KGG gedeeld en toegelicht, en vat in dit rapport haar bevindingen samen. Dit rapport bevat tevens een analyse van de methode waarop KGG de waardering van het gasveld bij Ternaard als geheel heeft opgenomen in het Model. Ook bevat dit rapport overwegingen ten aanzien van de gehanteerde discontovoet, en heeft KPMG overwegingen opgenomen ten aanzien van de implicaties van een eventuele afkoop op het risicoprofiel van de kasstromen resulterend uit eventuele exploitatie; en
- **Aannames en limitaties:** KGG heeft KPMG gevraagd het winningspatroon en gewogen winningsprofiel te toetsen. Aangezien het winningsprofiel asset-specifiek is en niet kan worden getoetst aan benchmarkgegevens heeft KPMG de onderliggende documentatie getoetst en beoordeeld of deze in lijn is met het winningsprofiel zoals opgenomen in de waardering. Daarnaast reflecteert KPMG in dit rapport op de gehanteerde discontovoet en verwachte gasprijzen op basis van marktdata. Ten aanzien van de parameters Capex, Opex, opruimvoorziening en onzekerheidsmarge heeft KPMG gevoeligheidsanalyses uitgevoerd. KPMG heeft geen onderliggende documentatie ontvangen van KGG voor deze aannames. KPMG heeft geen onderzoek gedaan naar de marktconformiteit van de waardering van het gasveld bij Ternaard. KPMG is geen fiscaal, juridisch of technisch adviseur.

De volgende pagina's bevatten een uiteenzetting van de bevindingen van KPMG ten aanzien van het rekenmodel, de methodiek, en de aannames ten aanzien van parameters in het Model.

KPMG is niet gevraagd om een reflectie te geven op de financiële effecten voor de Staat van het niet winnen van het gas bij Ternaard. Effecten op de inkomsten van de EBN op basis van de Mijnbouwwet (zoals Cijns) en effecten op de belastinginkomsten zijnde VPB, zijn buiten beschouwing gelaten.

KPMG is niet betrokken bij het uitgangspunt dat het doen van een "afkoop" de enige juridische weg is om het beleidsdoel te realiseren. KPMG adviseert juridische advies in te winnen over andere mogelijkheden die wellicht opgenomen zijn in de vergunning dan wel wetgevingsmogelijkheden. Ter illustratie: mogelijk kan gesteld worden dat er geen afkoop (of compensatie) benodigd is voor een verkregen recht waar nog geen investeringen voor zijn gedaan of kosten voor zijn gemaakt.

Bevindingen omtrent de indicatieve toetsing van de waardering van het voorkomen bij Ternaard (1/3)

Toetsing rekenmodel

KPMG heeft in de toetsing van het Model geen rekenkundige fouten aangetroffen. Wel heeft KPMG de volgende aandachtspunten geïdentificeerd:

- **Indexatie:** KPMG merkt op dat de operationele kosten ("Opex") worden berekend door een vast bedrag van EUR 0,02 per kubieke meter toe te passen op het winningsprofiel. Aangezien deze kosten (evenals de Regiobijdrage) niet geïndexeerd worden, waar de opruimvoorziening wel geïndexeerd wordt, worden de kasstromen niet op een gelijke nominale basis berekend. KPMG benadrukt dat indexatie van de Opex en Regiobijdrage een drukkend (negatief) effect heeft op de waardering. Met betrekking tot potentiële aftrek van de Regiobijdrage van de fiscale winst heeft KPMG geen inzicht in de overeenkomst tussen EBN en de NAM. KPMG merkt op dat de fiscale behandeling van de Regiobijdrage invloed kan hebben op de waardering. In tabel 5 op pagina 13 laat KPMG een gevoeligheidsanalyse zien waarin de Opex jaarlijks met 2% wordt geïndexeerd. Hieruit volgt onder andere dat jaarlijkse indexatie van de Opex met 2% een drukkend effect heeft op de waardering van -/- EUR 473k.

- **Marginale veldenaf trek:** In het Model wordt het '*Belastbaar resultaat (excl. marginale veldenaf trek)*' gedefinieerd en berekend. KPMG heeft niet kunnen herleiden waar betreffende marginale veldenaf trek in het model wordt berekend dan wel toegepast. Uit mondeling overleg met KGG begrijpt KPMG dat er geen marginale veldenaf trek toegepast dient te worden in de berekeningen in het Model.

Toetsing methodiek (1/2)

- **Winningsprofiel:** In lijn met de Opdrachtbrief heeft KPMG de onderliggende documentatie getoetst, en beoordeeld of deze overeenkomt met het winningsprofiel zoals opgenomen in de waardering. KPMG merkt op dat zowel het winningsprofiel als de geprognosticeerde periode (12 jaar, de "forecast periode") in het Model niet overeenkomt met de scenario's Laag, Midden (15 jaar) en Hoog (18 jaar) in het in 2019 ingediende winningsplan van de NAM (p. 24 in document '*A01-Aanvraag-instemming-Winningsplan-Ternaard-compleet*', hierna: "Winningsplan"). Gezien de materiële impact van het winningsprofiel op de waardering heeft KPMG gevoeligheidsanalyses uitgevoerd waarin deze impact inzichtelijk is gemaakt (zie tabel 2 op pagina 12). KPMG benadrukt dat in de gevoeligheidsanalyses een maximale forecast periode van 12 jaar is gehanteerd, en geen rekening is gehouden met de additionele winningsjaren in scenario's Midden en Hoog. Additionele winningsjaren in scenario's Midden en Hoog leiden tot additionele kasstromen en een hogere waardering. Uit mondeling overleg met KGG begrijpt KPMG dat eventuele gaswinning wordt beperkt tot en met 2037 vanwege het in dat jaar aflopen van de natuurvergunning.

- Het winningsprofiel zoals aangeleverd door de NAM in het Winningsplan is afhankelijk van onder andere de reservoirkwaliteit en het al dan niet 'doorlatend' zijn van breuken tussen gedefinieerde winningsblokken. KPMG merkt op dat, indien scenario Midden materialiseert, de waardering van het gasveld meer dan verdrievoudigd ten opzichte van het scenario dat door KGG wordt toegepast in het Model. Het verschil in waardering tussen het scenario gehanteerd door KGG en het scenario Hoog loopt ceteris paribus op tot circa EUR 189mln. Helderheid ten opzichte van het verwachte winningsprofiel (bijvoorbeeld door inzicht in de kans op materialisatie van de verschillende scenario's) is gezien de significante materialiteit essentieel om de waarde van het gasveld binnen een redelijke bandbreedte vast te kunnen stellen.

- KPMG begrijpt dat het winningsprofiel met ondersteuning van TNO wordt doorgerekend en afhankelijk is van ontwikkelingen zoals i) klimaatveranderingen en ii) omringende gaswinning. KPMG weet niet in hoeverre dit profiel ook zou zijn goedgekeurd door het SodM¹ en of TNO/SodM daar een uitspraak over kunnen doen.

Notes
Bronnen:

1) Staatstoezicht op de Mijnen
Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; document '*A01-Aanvraag-instemming-Winningsplan Ternaard-compleet*'



© 2025 KPMG Advisory N.V., een naamloze vennootschap en lid van het KPMG-netwerk van zelfstandige ondernemingen die verbonden zijn aan KPMG International Limited, een Engelse entiteit. Alle rechten voorbehouden. De naam KPMG en het logo zijn geregistreerde merken die onder licentie worden gebruikt door de zelfstandige ondernemingen die lid zijn van de wereldwijde KPMG organisatie.

Bevindingen omtrent de indicatieve toetsing van de waardering van het voorkomen bij Ternaard (2/3)

Toetsing methodiek (2/2)

- **Kapitaalinvestering ("Capex"):** In het Model wordt impliciet aangenomen dat de benodigde Capex van EUR 60mln aan het eind van 2026 wordt gerealiseerd, wanneer er volgens het Model al (geringe) omzet uit het gasveld gerealiseerd is. Omdat er in 2026 al omzet wordt verwacht neemt KPMG aan dat de gehele EUR 60mln niet aan het eind van 2026 wordt geïnvesteerd. Betreffende Capex wordt vervolgens wel voor een volledig jaar disconterd. Een aanpassing in de discontering middels periodisering heeft een impact hebben op de waardering (zie ook het punt 'Discontering').
- **Discontering:** In het Model worden de kasstromen elk jaar aan het eind van het jaar verdisconterd. KPMG benadrukt dat de timing van de kasstromen middels een 'mid-year adjustment' nauwkeuriger nagebootst zou kunnen worden, hetgeen middels minder sterke discontering een positief effect heeft op de waardering.
- **Afschrijvingen:** De jaarlijkse afschrijvingen in het Model worden berekend op basis van het gehanteerde winningsprofiel. KPMG merkt op dat er gebruik wordt gemaakt van het *matching* principe, hetgeen in dit geval een logische benadering lijkt te zijn. KPMG benadrukt dat het geen inzicht heeft in de mate waarin deze afschrijvingsmethode fiscaal is toegestaan. Zowel het winningsprofiel als de toegepaste afschrijvingsmethode kunnen via de afschrijvingen een impact hebben op de waardering. KPMG benadrukt dat het in dit Rapport geen fiscaal advies geeft.
- **Mijnbouwwet:** Ten aanzien van de verdeling van de kasstromen naargelang regelgeving zoals vastgelegd in de Mijnbouwwet heeft KPMG de gehanteerde methodiek in het Model kunnen volgen en reconstrueren. KPMG begrijpt dat Cijns buiten beschouwing is gelaten gezien de geringe invloed op de waardering als gevolg van relatief lage winning, en merkt hierbij op dat een eventuele verandering in het winningsprofiel invloed zal hebben op de Cijns, en daarmee op de waardering. Daarnaast is niet helder voor KPMG in hoeverre de winning in Ternaard onderdeel uitmaakt van andere concessies en daarmee in ogenschouw moet worden genomen voor specifieke Cijns-staffels voor totale volumes in die concessie. Indien de totale volumes voor de gehele concessie boven een specifieke grens uitkomen geldt een hogere Cijnsberekening. Zodoende kan de winning specifiek voor Ternaard te laag zijn voor Cijns-afdrachten. Indien Ternaard onderdeel is van een grotere concessie zouden er eventueel wel Cijns-afdrachten aan de Staat van toepassing kunnen zijn. KPMG benadrukt dat verhoogde gaswinning kan leiden tot hogere Cijns-afdrachten, hetgeen invloed heeft op de waardering van het belang van NAM. Wanneer het verwachte winningsprofiel significant hoger ligt dan in het Model toegepast, adviseert KPMG de Cijns-regeling mee te nemen in de berekeningen in het Model.
- **Berekening waardering Ternaard:** KPMG merkt op dat de waarde van het gehele gasveld Ternaard door KGG in het Model wordt berekend door een 70:30 verhouding (zijnde een vuistregel die gebruikt wordt om de omzet en kosten onder de Mijnbouwwet toe te delen aan de partijen) toe te passen op de Netto Contante Waarde ("NCW") van het belang van de NAM (berekend op EUR 53,6mln), resulterend in een waardering van het gehele gasveld van EUR 178,8mln. Uit de berekeningen op pagina 8 volgt dat de daadwerkelijke economische verhouding tussen de verdisconteerde kasstromen toebehorend aan de NAM en de Staat 28.5:71.5 vertegenwoordigt (na discontering). Wanneer de waardering van het belang van de NAM van EUR 53,6mln gebruteerd wordt met het belang van 28.5% resulteert een waardering van Ternaard als geheel van EUR 195,7mln. KPMG adviseert de daadwerkelijke berekende kasstromen te hanteren bij het vaststellen van de waarde van Ternaard als geheel en niet een afgeronde vuistregel te hanteren en licht haar begrip van de waardering van Ternaard verder toe op pagina 8.
- **Onzekerheidsmarge:** In het Model wordt een opslag van 20% gehanteerd welke niet verder wordt toegelicht. KPMG begrijpt uit mondelinge toelichting van KGG dat deze onzekerheidsmarge geduid kan worden als indicatie van de financiële onderhandelingsruimte van KGG in toekomstige onderhandelingen met de NAM. KPMG benadrukt dat dit geen standaard onderdeel van een waardering betreft, en adviseert dergelijke commerciële dan wel strategische overwegingen niet in de feitelijke berekening van de waardering mee te nemen (zie ook 'Prijs en waarde' op pagina 7).

Bronnen:

Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'

Bevindingen omtrent de indicatieve toetsing van de waardering van het voorkomen bij Ternaard (3/3)

Overwegingen ten aanzien van gebruikte parameters

- **Gasprices:** KPMG merkt op dat de gehanteerde gasprijzen gebaseerd zijn op niet-publieke cijfers van het CPB. Deze cijfers komen niet volledig overeen met de meest recente prognose van gasprijzen op basis van 'Dutch TTF Natural Gas Futures' gepubliceerd door de Chicago Mercantile Exchange ("CME"), hetzij dit een zeer beperkte impact heeft. Het toepassen van de meest recente prognose van gasprijzen op basis van de CME heeft ceteris paribus een minimaal negatief effect +/- EUR 15k op de waardering (zie tabel 1 op pagina 15).
- **Prijscorrectie calorische waarde:** Onderliggende documentatie bij de gehanteerde correctiefactor waarmee rekenschap gegeven wordt van verschillen in calorische waarden (de TQ <> GE conversie dan wel Gross Heating Value van 106.94) ontbreekt. KPMG benadrukt geen technisch adviseur te zijn, en adviseert de gehanteerde correctiefactor te laten toetsen alvorens tot een (finale) afkoopsom over te gaan.
- **Discontovoet:** Onderliggende documentatie waarin de opbouw van de discontovoet van 10% wordt onderbouwd ontbreekt. Overeenkomstig met de Opdrachtbrief heeft KPMG gereflecteerd op de discontovoet op basis van beschikbare marktdata. Deze reflectie wordt verder toegelicht op pagina 9. Daarnaast heeft KPMG op pagina 12 een indicatieve gevoeligheidsanalyse uitgevoerd ten aanzien van de impact van de discontovoet op de waardering.
- **Overige parameters:** Onderliggende documentatie ter onderbouwing van i) de benodigde Capex, ii) de te treffen voorziening ten aanzien van de opruimwerkzaamheden en iii) geschatte operationele kosten ("Opex") ontbreekt. KPMG benadrukt geen technisch adviseur te zijn, en adviseert de gehanteerde parameters te laten toetsen alvorens tot een (finale) afkoopsom over te gaan. KPMG heeft op pagina's 15 en 16 gevoeligheidsanalyses uitgevoerd ten aanzien van de impact van deze parameters op de waardering van het belang van de NAM.

Procesoverwegingen

- **Technische parameters:** Zoals benadrukt in de Opdrachtbrief is KPMG geen technisch adviseur. Gezien de materiële impact van parameters zoals de geschatte Capex, Opex, en met name het winningsprofiel, raadt KPMG aan deze parameters te laten toetsen door een technisch adviseur om marktconforme waarden vast te stellen.
- **Prijs en waarde:** KPMG merkt op dat waarde en prijs niet per definitie gelijk aan elkaar zijn. Hoewel de waarde mogelijk in meer objectieve termen kan worden onderbouwd, kan de daadwerkelijke prijs (hetgeen een koper of verkoper er voor over heeft dan wel wil ontvangen) substantieel afwijken. Achterliggende redenen kunnen liggen in, onder meer, kwalitatieve of strategische overwegingen en zeer specifiek zijn per partij en transactie.

Bronnen: Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; CME Group (Dutch TTF Natural Gas)

Overwegingen ten aanzien van de waardering: Waardering van het belang van de NAM

Waardering Ternaard - Belang NAM

€000	Totaal	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Omzet	279,271	2,071	39,605	34,786	28,313	26,495	25,230	23,993	22,948	21,988	21,239	19,890	12,714	-	-
-/- Opex	(71,012)	(378)	(8,546)	(8,395)	(7,739)	(7,154)	(6,727)	(6,302)	(5,962)	(5,668)	(5,431)	(5,180)	(3,529)	-	-
Bruto resultaat	208,259	1,693	31,059	26,391	20,574	19,341	18,503	17,691	16,987	16,319	15,808	14,710	9,184	-	-
Cijns	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.	n.q.
Afdrachten Staat	(63,138)	(527)	(9,554)	(8,041)	(6,189)	(5,826)	(5,581)	(5,345)	(5,138)	(4,941)	(4,790)	(4,448)	(2,758)	-	-
Bruto resultaat na Afdrachten	145,122	1,166	21,505	18,349	14,385	13,515	12,922	12,346	11,848	11,379	11,018	10,261	6,427	-	-
Vennootschapsbelasting	(37,441)	(301)	(5,548)	(4,734)	(3,711)	(3,487)	(3,334)	(3,185)	(3,057)	(2,936)	(2,843)	(2,647)	(1,658)	-	-
Netto resultaat	107,680	865	15,957	13,615	10,674	10,028	9,588	9,161	8,792	8,443	8,175	7,614	4,769	-	-
% van bruto resultaat Ternaard	31.0%	30.7%	30.8%	31.0%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.0%	31.0%	31.1%	31.2%	n.a.	n.a.
+/- Afschrijvingen	36,000	217	4,556	4,441	4,043	3,690	3,429	3,171	2,963	2,784	2,636	2,483	1,587	-	-
+/- Opbouw opruimvoorziening	6,849	41	867	845	769	702	652	603	564	530	501	472	302	-	-
-/- Capex	(36,000)	(36,000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-/- Kosten decommissioning	(6,849)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(6,849)
Vrije kasstroom	107,680	(34,877)	21,379	18,901	15,487	14,420	13,669	12,935	12,319	11,756	11,313	10,569	6,658	-	(6,849)
Discontofactor (10%)	n.m.	0.95	0.87	0.79	0.72	0.65	0.59	0.54	0.49	0.44	0.40	0.37	0.33	0.30	0.28
Netto contante waarde (10% disc.)	55,759	(33,254)	18,531	14,894	11,094	9,391	8,092	6,962	6,027	5,229	4,574	3,885	2,225	-	(1,891)
Netto contante waarde (15% disc.)	40,510	(32,523)	17,336	13,327	9,495	7,688	6,337	5,215	4,318	3,584	2,999	2,436	1,334	-	(1,038)

Overwegingen

- Bovenstaande tabel geeft de waardering van het belang van de NAM in Ternaard weer, wanneer zowel de mid-year conventie als een 2% indexatie op de Opex wordt toegepast. Dit leidt tot een Netto Contante Waarde ("NCW") van EUR 55,8mln. De NCW exclusief indexatie en mid-year conventie komt uit op EUR 53,6mln, hetgeen in lijn ligt met de waarde zoals berekend door KGG in het model. NB: hierin zijn niet de verschillende opmerkingen meegenomen op pagina 5-7, deze zijn in gevoeligheidsanalyses uiteengezet op pagina's 12 en 13. In de tabel is tevens de impliciete waardering van het belang van de NAM weergegeven wanneer een discontovoet van 15% wordt gehanteerd; dit leidt tot een NCW van EUR 40,5mln (inclusief indexatie en mid-year conventie)
- In de bovenstaande tabel zijn berekeningen met betrekking tot Cijns buiten beschouwing gelaten, aangezien het geschatte winningspatroon vrijwel volledig onder de drempelwaarde ligt voor toepassing van Cijns
- KPMG merkt op dat KGG in haar berekening van de waarde van Ternaard als geheel uitgaat van een economische verdeling van de verdisconteerde vrije kasstromen van 70:30. Deze verhouding lijkt niet overeen te komen met de daadwerkelijke verdeling van vrije kasstromen (deze betreft 69:31, hetgeen volgt uit de kasstromen van het belang van de Staat)

Bronnen: Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; KPMG Corporate Finance analyse

Overwegingen ten aanzien van de gehanteerde discountvoet

Overwegingen ten aanzien van de discountvoet en hurdle rates

Overeenkomstig met de Opdrachtbrief heeft KPMG gereflecteerd op de discountvoet op basis van beschikbare marktdata. Hieronder vat KPMG haar bevindingen ten aanzien van de door KGG gehanteerde discountvoet van 10% samen:

- **Discountvoet NAM:** Teneinde een schatting te maken van een algemene discountvoet voor NAM als zelfstandige onderneming heeft KPMG een *peer group* (groep van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven) opgesteld. Hieruit volgt een indicatieve *weighted average cost of capital* ("WACC") van circa 6.9%. De peer group wordt uiteengezet in de bijlage op pagina 18;
- **Discountvoet project Ternaard:** Aangezien het gasveld bij Ternaard als zelfstandige entiteit gewaardeerd wordt, dient in de discountvoet rekening te worden gehouden met project-specifieke risico's. Ten opzichte van NAM als geheel is er sprake van specifieke operationele (executie) risico's. Daarnaast weerspiegelt de WACC van NAM als geheel een gediversifieerde portefeuille van olie- en gasprojecten, waar in het geval van Ternaard sprake is van significant concentratierisico. In de standaardpraktijk wordt er in deze gevallen veelal een size premium toegepast. In het geval van Ternaard zou een size premium van 4.5%, gebaseerd op onderzoek van Kroll, in de indicatieve berekeningen van KPMG leiden tot een WACC van 10.7%; en
- **Hurdle rate:** KPMG merkt op dat zowel Shell als Exxon bepaalde 'hurdle rates' (minimale doelrendementen) hanteren in hun investeringsbesluiten ten aanzien van gaswinning. Uit recente Capital Markets Day presentaties blijkt dat Shell ten aanzien van gaswinning een hurdle rate van 11-15% hanteert, waar concurrent BP een doelrendement van 15% nastreeft. In de korte doorlooptijd van deze opdracht heeft KPMG geen doelrendement van Exxon kunnen verkrijgen op basis van publieke bronnen. Ter illustratie neemt KPMG aan dat Exxon een vergelijkbare hurdle rate hanteert als Shell

KPMG merkt op dat in de gesprekken met NAM rekening dient te worden gehouden met het feit dat KGG, in een scenario waar het de gaswinning in Ternaard afkoopt, het volledige risico van eventuele exploitatie van het voorkomen bij Ternaard wegneemt. KPMG merkt op dat een discountvoet overeenkomstig met de hurdle rates gehanteerd door Shell dan wel Exxon rekening houdt met het volledig wegnemen van dit executierisico, en merkt op dat een discountvoet van 15% een verdedigbare uitkomst is.

De tabel in Bijlage 3 op pagina 14 bevat additionele details ten aanzien van de gehanteerde peer group, unlevered beta en debt-equity ratio

Indicatieve WACC berekening – Ternaard¹

Indicatieve weighted average cost of capital - Ternaard

€000

Cost of equity

a. Unlevered beta (zie Bijlage)	0.76
b. Debt-Equity ratio	0.19
c. Levered beta [$a * (1+b)$]	0.90
d. Market risk premium	5.3%
e. Corporate risk premium [$c * d$]	4.7%
f. Risk-free rate	2.9%
g. Size premium	4.5%
h. Cost of equity [$e + f + g$]	12.1%
<i>Equity weight</i>	<i>84.0%</i>

Cost of debt

f. Risk-free rate (<i>rente op 30-jarige Duitse staatsobligatie</i>)	2.9%
i. Debt spread	1.3%
j. Pre-tax cost of debt [$f + i$]	4.1%
k. Tax rate	25.8%
l. After-tax cost of debt [$j * (1-k)$]	3.1%
<i>Debt weight</i>	<i>16.0%</i>

WACC [$(h * \text{equity weight}) + (l * \text{debt weight})$]	10.7%
WACC gehanteerd door KGG	10.0%
Hurdle rate Exxon / Shell (indicatie)	15.0%

Notes: 1) Waarderingsdatum d.d. 7 november 2025, unlevered beta en debt-equity ratio gebaseerd op peer group (zie pagina 14)

Bronnen: Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; Capital IQ; KPMG Corporate Finance analyse; Shell & BP Capital Markets Day 2025 presentations



© 2025 KPMG Advisory N.V., een naamloze vennootschap en lid van het KPMG-netwerk van zelfstandige ondernemingen die verbonden zijn aan KPMG International Limited, een Engelse entiteit. Alle rechten voorbehouden. De naam KPMG en het logo zijn geregistreerde merken die onder licentie worden gebruikt door de zelfstandige ondernemingen die lid zijn van de wereldwijde KPMG organisatie.

Bijlagen

Bijlage 1: Overzicht van de geprojecteerde kasstromen

Overzicht kasstromen Ternaard													
€000	Totaal	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
<u>Totaal</u>													
Omzet	465,452	3,451	66,008	57,976	47,188	44,159	42,051	39,989	38,247	36,646	35,398	33,149	21,189
Operationele kosten	(36,939)	(200)	(4,298)	(4,273)	(3,968)	(3,694)	(3,501)	(3,303)	(3,148)	(3,016)	(2,913)	(2,799)	(1,825)
Regiobijdrage	(10,000)	-	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)	(909)
Opbouw opruimvoorziening	(11,414)	(69)	(1,444)	(1,408)	(1,282)	(1,170)	(1,087)	(1,005)	(940)	(883)	(836)	(787)	(503)
Afschrijvingen	(60,000)	(361)	(7,593)	(7,402)	(6,739)	(6,150)	(5,715)	(5,285)	(4,939)	(4,639)	(4,393)	(4,138)	(2,645)
Opex	(118,353)	(630)	(14,244)	(13,992)	(12,899)	(11,923)	(11,212)	(10,503)	(9,936)	(9,447)	(9,052)	(8,633)	(5,882)
Bruto resultaat	347,099	2,821	51,764	43,984	34,290	32,236	30,838	29,486	28,312	27,199	26,346	24,516	15,307
<u>NAM (60% van Totaal)</u>													
Omzet	279,271	2,071	39,605	34,786	28,313	26,495	25,230	23,993	22,948	21,988	21,239	19,890	12,714
Operationele kosten	(22,163)	(120)	(2,579)	(2,564)	(2,381)	(2,216)	(2,101)	(1,982)	(1,889)	(1,810)	(1,748)	(1,679)	(1,095)
Regiobijdrage	(6,000)	-	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)
Opbouw opruimvoorziening	(6,849)	(41)	(867)	(845)	(769)	(702)	(652)	(603)	(564)	(530)	(501)	(472)	(302)
Afschrijvingen	(36,000)	(217)	(4,556)	(4,441)	(4,043)	(3,690)	(3,429)	(3,171)	(2,963)	(2,784)	(2,636)	(2,483)	(1,587)
Opex	(71,012)	(378)	(8,546)	(8,395)	(7,739)	(7,154)	(6,727)	(6,302)	(5,962)	(5,668)	(5,431)	(5,180)	(3,529)
Bruto resultaat	208,259	1,693	31,059	26,391	20,574	19,341	18,503	17,691	16,987	16,319	15,808	14,710	9,184
als % van totaal bruto resultaat	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
<u>Staat (40% van Totaal)</u>													
Omzet	186,181	1,381	26,403	23,190	18,875	17,663	16,820	15,995	15,299	14,658	14,159	13,260	8,476
Operationele kosten	(14,776)	(80)	(1,719)	(1,709)	(1,587)	(1,478)	(1,400)	(1,321)	(1,259)	(1,206)	(1,165)	(1,120)	(730)
Regiobijdrage	(4,000)	-	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)	(364)
Opbouw opruimvoorziening	(4,566)	(27)	(578)	(563)	(513)	(468)	(435)	(402)	(376)	(353)	(334)	(315)	(201)
Afschrijvingen	(24,000)	(145)	(3,037)	(2,961)	(2,696)	(2,460)	(2,286)	(2,114)	(1,976)	(1,856)	(1,757)	(1,655)	(1,058)
Opex	(47,341)	(252)	(5,698)	(5,597)	(5,159)	(4,769)	(4,485)	(4,201)	(3,974)	(3,779)	(3,621)	(3,453)	(2,353)
Bruto resultaat	138,840	1,128	20,706	17,594	13,716	12,894	12,335	11,794	11,325	10,880	10,538	9,806	6,123
als % van totaal bruto resultaat	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

Bronnen: Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; KPMG Corporate Finance analyse

Bijlage 2: Gevoeligheidsanalyses ten aanzien van de waardering van het belang van NAM (1/2)

Gevoeligheidsanalyse - NCW belang NAM (Winningsprofiel : Gasprijs)

Bedragen in EUR '000

Scenario:

		Gasprijs	
		KGG	CME
KGG	1	55,759	55,743
Laag	2	22,764	22,750
Midden	3	195,949	195,838
Hoog	4	250,707	250,596

Gevoeligheidsanalyse - NCW belang NAM (Winningsprofiel : Disconteringsvoet)

Bedragen in EUR '000

Scenario:

		Disconteringsvoet					
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	15.0%
KGG	1	63,414	59,457	55,759	52,301	49,063	40,510
Laag	2	27,880	25,232	22,764	20,464	18,318	12,686
Midden	3	214,526	204,933	195,949	187,526	179,619	158,610
Hoog	4	276,870	263,321	250,707	238,948	227,973	199,121

Gevoeligheidsanalyse - NCW belang NAM (Gasprijs : Disconteringsvoet)

Bedragen in EUR '000

Scenario:

		Disconteringsvoet					
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	15.0%
Gasprijs	KGG	63,414	59,457	55,759	52,301	49,063	40,510
	CME	63,398	59,441	55,743	52,285	49,047	40,494

Tabel 1: Gevoeligheidsanalyse Winningsprofiel : Gasprijs

- KPMG heeft de netto contante waarde ("NCW") van het belang van de NAM afgezet tegen de verschillende winningsprofielen en de gasprijzen van zowel KGG als de Dutch TTF Natural Gas futures zoals gerapporteerd door de Chicago Mercantile Exchange ("CME")
- Winningsprofiel 1 komt overeen met het profiel zoals aangeleverd door KGG. Profielen 2 t/m 4 komen overeen met respectievelijk het Laag, Midden en Hoog scenario in het document '01-Aanvraag-instemming-Winningsplan-Ternaard-compleet')

Tabel 2: Gevoeligheidsanalyse Winningsprofiel : discontovoet

- KPMG heeft de NCW van het belang van de NAM afgezet tegen verschillende winningsprofielen en discontovoeten. Gezien de materiële impact op de waardering begrijpt KPMG graag de verhouding tussen het winningsprofiel zoals aangeleverd door KGG en de winningsprofielen in de aanvraag van de NAM uit 2019
- Winningsprofiel 1 komt overeen met het profiel zoals aangeleverd door KGG. Profielen 2 t/m 4 komen overeen met respectievelijk het Laag, Midden en Hoog scenario in het document '01-Aanvraag-instemming-Winningsplan-Ternaard-compleet')
- Uit de gevoeligheidsanalyse blijkt dat het winningsprofiel zoals aangeleverd door KGG materieel afwijkt van de profielen zoals aangeleverd door de NAM. KPMG benadrukt nogmaals de materiële impact van het winningsprofiel op de waardering en benadrukt dat een duidelijke inschatting van het winningsprofiel essentieel is om het gasveld nauwkeurig te waarderen

Tabel 3: Gevoeligheidsanalyse Gasprijs : discontovoet

- KPMG heeft de NCW van het belang van de NAM afgezet tegen verschillende discontovoeten, op basis van zowel de KGG als CME gasprijzen
- Uit de gevoeligheidsanalyse blijkt dat de discontovoet een materiële impact heeft op de waardering. Een 1% toename (afname) van een discontovoet van 10% heeft een impact van - /+ EUR 3,6mln (+/- EUR 3,8mln)

Bronnen:

Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; KPMG Corporate Finance analyse



© 2025 KPMG Advisory N.V., een naamloze vennootschap en lid van het KPMG-netwerk van zelfstandige ondernemingen die verbonden zijn aan KPMG International Limited, een Engelse entiteit. Alle rechten voorbehouden. De naam KPMG en het logo zijn geregistreerde merken die onder licentie worden gebruikt door de zelfstandige ondernemingen die lid zijn van de wereldwijde KPMG organisatie.

Bijlage 2: Gevoeligheidsanalyses ten aanzien van de waardering van het belang van NAM (2/2)

Gevoeligheidsanalyse - NCW belang NAM (Capex : Disconteringsvoet)

Bedragen in EUR '000		Disconteringsvoet					
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	15.0%
Capex	40,000	70,545	66,672	63,055	59,674	56,511	48,157
	50,000	66,979	63,064	59,407	55,988	52,787	44,333
	60,000	63,414	59,457	55,759	52,301	49,063	40,510
	70,000	59,849	55,849	52,111	48,614	45,340	36,686
	80,000	56,283	52,242	48,464	44,928	41,616	32,862

Gevoeligheidsanalyse - NCW belang NAM (Opex : Disconteringsvoet)

Bedragen in EUR '000		Disconteringsvoet					
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	15.0%
Opex / nm3	0.016	64,722	60,705	56,952	53,441	50,155	41,473
	0.018	64,068	60,081	56,356	52,871	49,609	40,991
	0.020	63,414	59,457	55,759	52,301	49,063	40,510
	0.022	62,760	58,833	55,163	51,731	48,517	40,028
	0.024	62,040	58,146	54,507	51,104	47,917	39,498

Gevoeligheidsanalyse - NCW belang NAM (Opruimvoorziening : Disconteringsvoet)

Bedragen in EUR '000		Disconteringsvoet					
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	15.0%
Voorz. %	5.0%	63,360	59,287	55,494	51,955	48,650	39,959
	10.0%	63,387	59,372	55,626	52,128	48,857	40,234
	15.0%	63,414	59,457	55,759	52,301	49,063	40,510
	20.0%	63,441	59,542	55,892	52,474	49,270	40,785
	25.0%	63,469	59,626	56,025	52,647	49,477	41,061

Tabel 4: Gevoeligheidsanalyse Capex : discontovoet

- KPMG heeft de NCW van het belang van de NAM afgezet tegen variërende Capex en discontovoeten
- Aangezien de Capex plaatsvindt aan het begin van de forecast periode wordt deze nagenoeg niet verdisconteerd, hetgeen een directe impact heeft op de waardering van het belang, gecorrigeerd voor de 60:40 verhouding tussen de NAM en de Staat
- Zoals aangegeven in de bevindingen op pagina 7 raadt KPMG aan de geschatte benodigde Capex grondig te (laten) toetsen alvorens over te gaan tot een (finaal) bod, gezien de materiële impact op de waardering

Tabel 5: Gevoeligheidsanalyse Opex : discontovoet

- KPMG heeft de NCW van het belang van de NAM afgezet tegen variërende Opex en discontovoeten. Op de Opex is gedurende de forecast period een jaarlijkse indexatie van 2% toegepast, hetgeen ceteris paribus leidt tot een afname van de waardering van EUR 473k
- Uit de gevoeligheidsanalyse blijkt dat een toename van de geschatte Opex per nm3 van 10% ceteris paribus een impact heeft van +/- EUR 521k op de waardering van het belang van de NAM
- Zoals aangegeven in de bevindingen op pagina 7 raadt KPMG aan de geschatte benodigde Opex grondig te (laten) toetsen alvorens over te gaan tot een (finaal) bod, gezien de materiële impact op de waardering

Tabel 6: Gevoeligheidsanalyse Opruimvoorziening : discontovoet

- KPMG heeft de NCW van het belang van de NAM afgezet tegen variërende geschatte opruimvoorzieningen en discontovoeten
- Uit de gevoeligheidsanalyse blijkt dat een toename van de geschatte voorzieningskosten (t.o.v. de totale Capex, gecorrigeerd voor de 60:40 verhouding tussen de NAM en de Staat) een minimale impact heeft op de waardering van het belang van de NAM, gezien de opruimwerkzaamheden in (vanaf) 2039 plaatsvinden en daarmee significant verdisconteerd worden, en de opbouw van deze voorziening via de VPB een positief effect heeft op de vrije kasstromen gedurende de forecast periode

Bronnen: Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; KPMG Corporate Finance analyse

Bijlage 3: Peer group en median unlevered beta berekening

NAM - Beta analysis

EURm

Per 07 November 2025

Company	Country	Total Invested Capital	Equity	Net Debt	Current D/E	Target D/C (5yr)	Target D/E (5yr)	Levered Beta (5yr)	Unlevered Beta
BP p.l.c.	United Kingdom	96,484	60,057	36,427	60.7%	32.0%	47.1%	1.14	0.77
Chevron Corporation	United States	237,538	210,852	26,686	12.7%	9.5%	10.6%	0.94	0.85
ConocoPhillips	United States	112,669	96,434	16,235	16.8%	10.8%	12.2%	0.89	0.80
Exxon Mobil Corporation	United States	422,162	393,916	28,246	7.2%	12.4%	14.2%	0.72	0.63
Saudi Arabian Oil Company	Saudi Arabia	1,511,823	1,479,641	32,182	2.2%	1.0%	1.0%	0.51	0.51
Shell plc	United Kingdom	203,486	159,386	44,101	27.7%	24.6%	32.6%	1.01	0.76
TotalEnergies SE	France	138,170	107,972	30,198	28.0%	19.5%	24.2%	0.94	0.76
Edison S.p.A.	Italy	8,570	8,440	130	1.5%	1.3%	1.3%	0.63	0.62
Eni S.p.A.	Italy	54,108	33,787	20,321	60.1%	30.2%	43.2%	1.12	0.78
Equinor ASA	Norway	62,569	54,555	8,014	14.7%	1.7%	1.7%	0.66	0.65
Galp Energia, SGPS, S.A.	Portugal	12,296	9,543	2,753	28.8%	24.5%	32.4%	0.70	0.53
OMV Aktiengesellschaft	Austria	15,115	13,553	1,562	11.5%	7.3%	7.8%	1.26	1.17
Orlen S.A.	Poland	19,766	17,427	2,339	13.4%	21.3%	27.0%	1.27	1.00
Repsol, S.A.	Spain	16,656	11,100	5,556	50.1%	25.6%	34.4%	0.97	0.72
Average					24.0%	15.8%	20.7%	0.91	0.75
Median					15.8%	16.0%	19.2%	0.94	0.76

Bronnen:

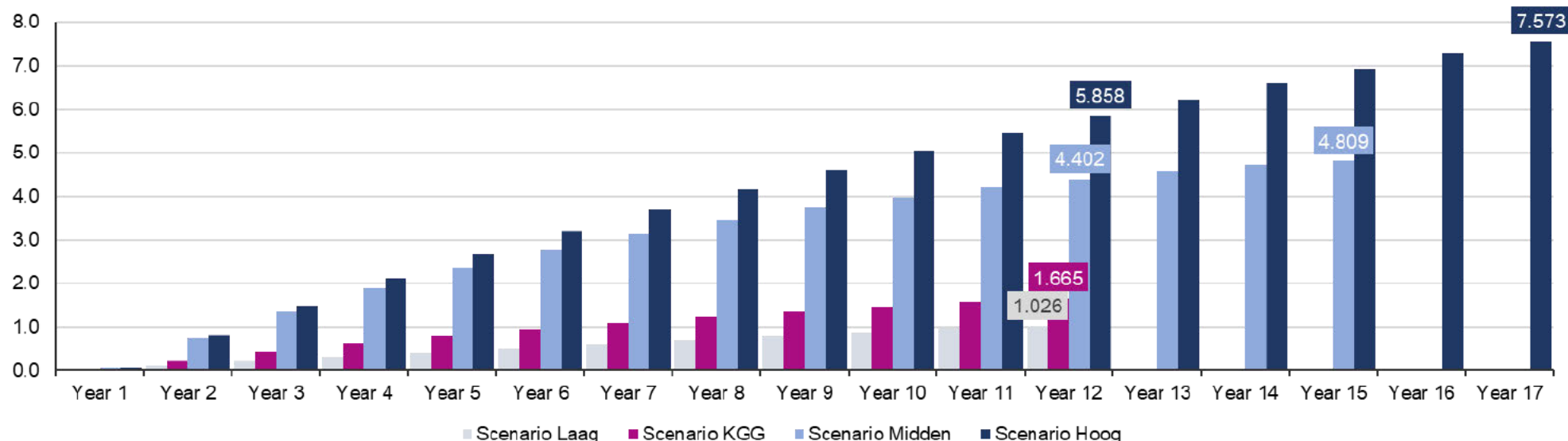
Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; Capital IQ; KPMG Corporate Finance analyse



© 2025 KPMG Advisory N.V., een naamloze vennootschap en lid van het KPMG-netwerk van zelfstandige ondernemingen die verbonden zijn aan KPMG International Limited, een Engelse entiteit. Alle rechten voorbehouden. De naam KPMG en het logo zijn geregistreerde merken die onder licentie worden gebruikt door de zelfstandige ondernemingen die lid zijn van de wereldwijde KPMG organisatie.

Bijlage 4: Verschillende winningsprofielen (ingediende aanvraag NAM 2019 versus scenario KGG)

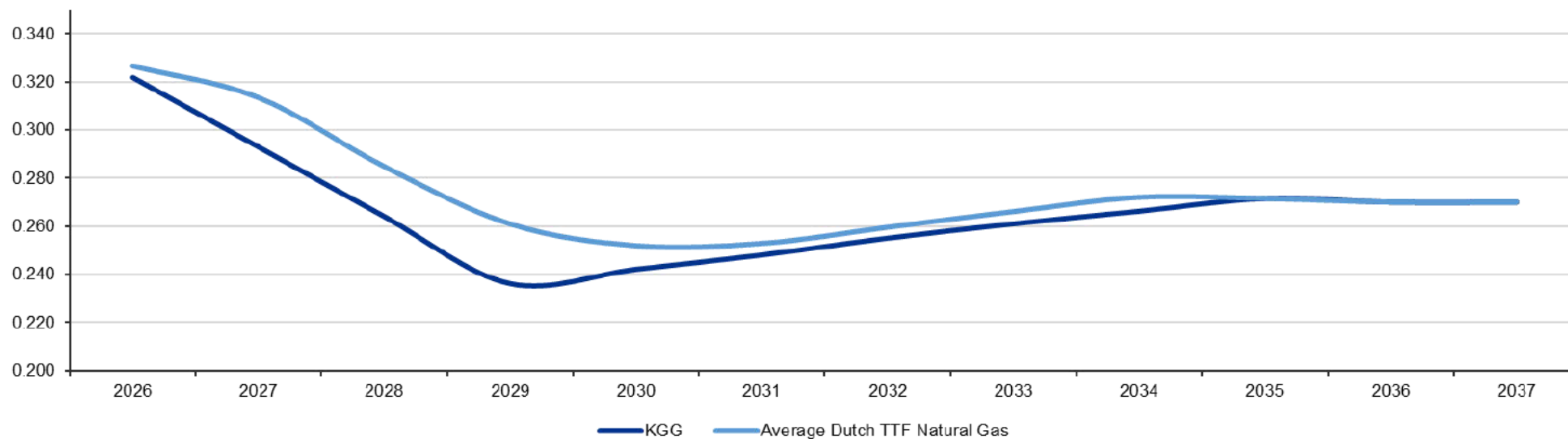
Bijlage 1: Cumulatieve winningsprofielen (in miljard nm3)



Bronnen: Rekenmodel 'Ternaard waardering (versie KPMG 03-11-2025)'; document 'A01-Aanvraag-instemming-Winningsplan Ternaard-compleet'

Bijlage 5: Verloop gasprijzen (Dutch TTF Natural Gas versus scenario KGG)

Bijlage 2: Vergelijking gehanteerde gasprijzen KGG en Dutch TTF Natural Gas futures gedurende de forecast periode (in EUR / Nm3, d.d. 7 november)



Bronnen: CME Group (Dutch TTF Natural Gas) d.d. 7 november 2025

Disclaimer

Deze vertrouwelijke rapportage (het "Rapport") is opgesteld namens het Ministerie van Klimaat en Groene Groei ("de Onderneming") door KPMG Corporate Finance, onderdeel van KPMG Advisory N.V. ("KPMG Corporate Finance") in verband met de indicatieve toetsing van het onderliggende rekenmodel, de gehanteerde methodiek en de gebruikte aannames ten aanzien van de door de Onderneming opgestelde waardering aangaande gaswinning in Ternaard. Dit Rapport is uitsluitend ten behoeve van en bestemd voor intern gebruik door de Onderneming en mag niet zonder onze voorafgaande schriftelijke toestemming openbaar worden gemaakt of verspreid.

Er mag niet naar dit Rapport worden verwezen zonder onze voorafgaande schriftelijke toestemming.

Noch dit Rapport, noch de inhoud hiervan, mag worden gebruikt voor enig ander doeleinde zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van KPMG Corporate Finance.

Dit Rapport is niet compleet zonder verwijzing naar, en mag uitsluitend worden gebruikt in combinatie met, de verstrekte of te verstrekken mondelinge toelichting door KPMG Corporate Finance.

Bij het opstellen van dit Rapport hebben wij vertrouwd op de juistheid en volledigheid van de informatie afkomstig uit openbare bronnen of van derden, informatie verstrekt door of namens de Onderneming of informatie welke anderszins door ons is beoordeeld, zonder deze onafhankelijk te hebben geverifieerd. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor dergelijke informatie en, voor zover betrekking hebbend op door de Onderneming verstrekte informatie, is de Onderneming hiervoor verantwoordelijk.

De door KPMG Corporate Finance uitgevoerde werkzaamheden behelzen geen audit of review van de in het Rapport opgenomen financiële gegevens of enige andere verstrekte informatie. Wij benadrukken dan ook dat wij geen opinie geven, noch enigerlei vorm van zekerheid verstrekken ten aanzien van de informatie in dit Rapport.

KPMG Corporate Finance zal niet betrokken zijn bij besluitvorming door de Onderneming en zal op geen enkele wijze optreden als management van de Onderneming.

De in dit Rapport opgenomen toekomstgerichte financiële informatie is opgesteld door de Onderneming; wij aanvaarden geen aansprakelijkheid ten aanzien van deze informatie. Wij benadrukken dat de daadwerkelijke realisatie van toekomstgerichte financiële informatie afhankelijk is van het van toepassing blijven van de aannames waarop de toekomstgerichte financiële informatie berusten. De aannames moeten worden gecontroleerd en moeten worden aangepast op grond van veranderingen ten aanzien van handelspatronen, kostenstructuren of de koers van het bedrijf, zodra dergelijke veranderingen zich voordoen. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid ten aanzien van de daadwerkelijke realisatie van de toekomstgerichte financiële informatie. De daadwerkelijke resultaten zullen naar verwachting afwijken van de opgenomen toekomstgerichte financiële informatie, aangezien gebeurtenissen en omstandigheden veelal niet exact voorspeld kunnen worden en het verschil tussen voorspelde en daadwerkelijke gebeurtenissen en omstandigheden aanzienlijk kan zijn.

Wij aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid voor onze werkzaamheden, voor het Rapport of voor oordelen, bevindingen, conclusies, aanbevelingen of opinies die wij gevormd hebben, anders dan jegens de Onderneming. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid jegens enige andere partij als gevolg van verstrekking van het Rapport aan een dergelijke partij.

De werkzaamheden die zijn uitgevoerd en het Rapport dat is uitgebracht zijn overeenkomstig de overeengekomen opdrachtvoorwaarden, opdat wij de overeengekomen onderwerpen aan de Onderneming kunnen rapporteren en voor geen enkel ander doeleinde. Het Rapport is niet opgesteld voor, en mag ook niet worden aangemerkt als zijnde geschikt voor, enig ander doeleinde.