

ENERGIEZUKUNFT.
MUTIG.
NEU GESTALTET.

Professionelle Bewertung von EE-Projekten

CHRISTIAN SCHMIDT

IHR REFERENT



Christian Schmidt

Dipl. Volkswirt, Unternehmensberater und CVA
Partner bei Sterr-Kölln & Partner

- Strategische Unternehmensberatung
- Corporate Finance
- Integrierte Finanzplanung und Wirtschaftlichkeitsberechnungen
- Unternehmens- und Projektfinanzierung
- Unternehmens- und Projektbewertungen

1 **Bewertungsanlässe, -situationen und Perspektiven der Bewertung**

2 Grundlagen professioneller Bewertung von EE-Projekten

3 Exkurs: Wert – Preis

4 M&A Aktivitäten: Treiber und Sichtweise

5 Praktische Beispiele

Bewertung aufgrund gesetzlicher Regelungen

- Steuerliche Anlässe (Erbschaft, Schenkung)
- Familienrecht, Zugewinnausgleich
- Erbauseinandersetzungen
- Squeeze-out, Aktienrecht

- Kauf und Verkauf von Unternehmen
- Fusionen (Ermittlung der Umtauschverhältnisse)
- Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital (Banken/VC-Gesellschaften)
- Sonstige wie z.B. IPO, MBO

Bewertung aufgrund unternehmerischer Initiativen

Bewertung aufgrund vertraglicher Grundlage

- Abschluss von Unternehmensverträgen (Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge)
- Ein- und Austritt von Gesellschafter:innen
- Erbteilungen

- Wertorientierte Unternehmensführung, Beteiligungsbewertung, Impairment Test,
- Beteiligungsbewertung nach Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)

Laufende (bzw. jährliche) Bewertungen

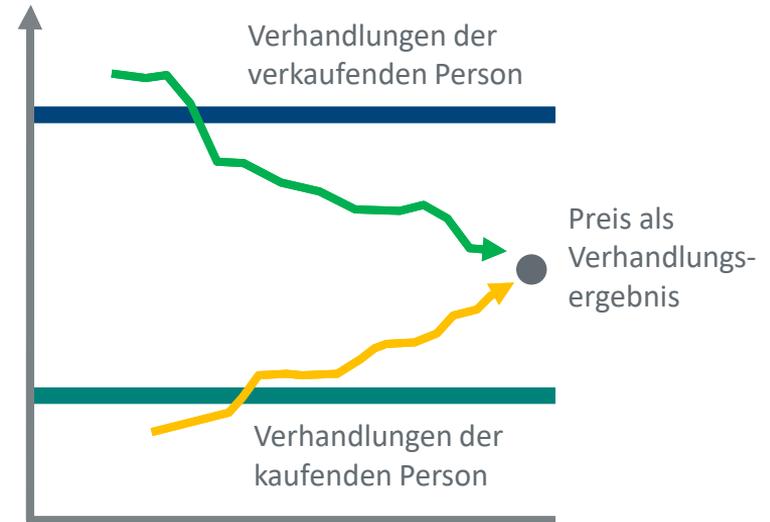
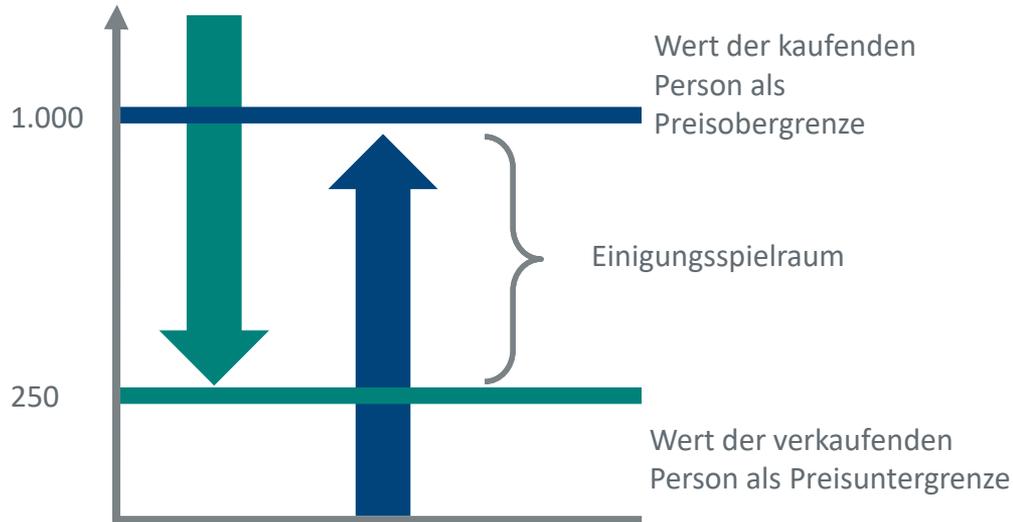
Nicht dominierte Situationen

- Jede Partei hat die Option, die Vertragsverhandlungen abzubrechen und den Status Quo beizubehalten.
- Beispiele: Kauf/Verkauf, Eintritt von Gesellschafter:innen, Verschmelzung von unabhängigen Gesellschaften (Merger of Equals)

Dominierte Situationen

- Eine Partei kann den Eigentumswechsel auch gegen den Willen der anderen Seite erzwingen.
- Beispiele: Austritt eines Gesellschafter/einer Gesellschafterin bei Kündigung, Squeeze-Out, Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Subjektive Werte



1 Bewertungsanlässe, -situationen und Perspektiven der Bewertung

2 Grundlagen professioneller Bewertung von EE-Projekten

3 Exkurs: Wert – Preis

4 M&A Aktivitäten: Treiber und Sichtweise

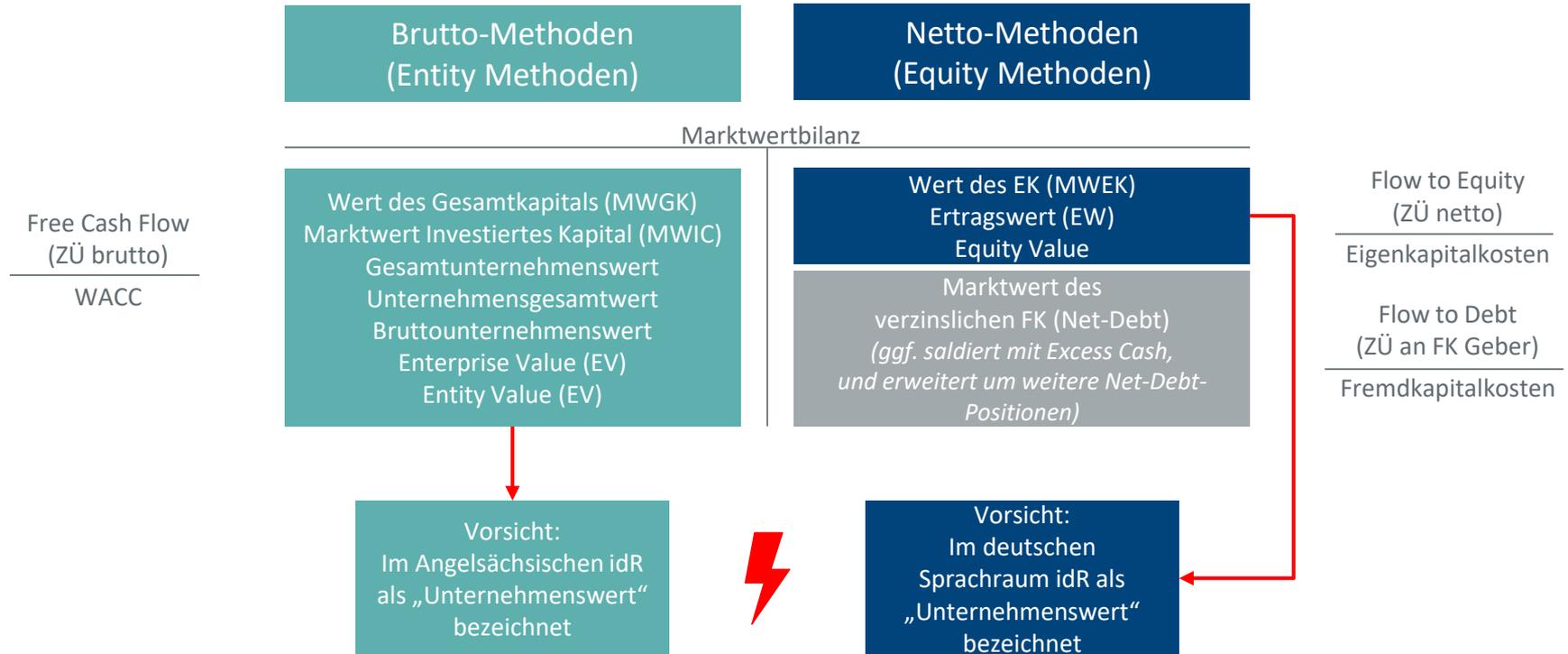
5 Praktische Beispiele

Übliche und anerkannte Verfahren

- Regelung in allen einschlägigen Bewertungsorganisationen und Berufsverbänden (z.B. IDW, EACVA, IVSC, DVFA)
- Üblicherweise Ertragswertverfahren i.W.S., inkl. Discounted Cashflow Verfahren (DCF) – Zukunftserfolgsverfahren
- Unterscheidung in
 - **Nettomethoden**, die den **Equity-Wert** ermitteln und
 - **Bruttomethoden**, die den **Entity-Wert** ermitteln; Differenz zu Equity ist Net Debt
- Als Vergleich und zur Plausibilisierung oft Marktwertverfahren anhand von **Multiples**
- Andere Verfahren finden selten Anwendung
- **Grundlage** für Bewertung: Planung (GuV, Bilanz, Cash Flow), die Cashflows daraus werden diskontiert und ergeben den Wert des Unternehmens (Equity / Entity)

Grundlagen professioneller Bewertung

Überblick Methoden



Bewertung von Projekten mit endlicher Laufzeit vs. Terminal Value Periode

Terminal Value

- Standard für Unternehmen mit der Annahme unendlicher Lebensdauer:
5 Detailplanungsjahre, danach „ewige Rente“ bzw. „Terminal Value“-Periode
- Die Terminal Value-Periode hat üblicherweise den über 10-fachen Wert der Detailplanungsperioden (Cashflow/Kapitalisierungszins) und bestimmt den Wert des Bewertungsobjektes signifikant

EE-Projekte

- EE-Projekte werden dagegen bis zum Betriebsende in einer Detailplanung geplant (d.h. 25 oder 30 Perioden)
- Die Cashflows werden gemäß den vertraglichen Grundlagen geplant, der sich verändernde Verschuldungsgrad sowie der resultierende Diskontierungszins periodenscharf abgebildet

Diskontierungszins

- **Risikoloser Zins** muss zum Vorhaben und zur Restlaufzeit passen (z.B. Bundesanleihen mit der gleichen Laufzeit wie Projektrestlaufzeit)
- Adäquate **Marktrisikoprämie**: entweder aus Veröffentlichung von Spezialist:innen (Damodoran, www.marktrisikoprämie.de, Smart Zebra, etc.) oder anhand FAUB
- **β -Faktor**: systematisches Risiko im Vergleich zum Gesamtmarkt (z.B. MSCI oder wenn passend lokaler Bezug); Ermittlung z.B. anhand Peergroup / Vergleichsunternehmen, Veröffentlichung (sofern notiert) oder mit Hilfe von Smart Zebra oder ähnlichen Anbieter:innen – bitte **wenn möglich nicht einfach $\beta=1$** annehmen!
- **Stichtagsprinzip** und **Wurzeltheorie** („muss zum Stichtag bereits in der Wurzel angelegt gewesen sein“) – auch für die o.g. Parameter (!)

Inflation

- Positiver Inflationsschock hat selbst bei vollständiger Überwälzung der Preissteigerungen einen signifikanten Effekt auf den Unternehmenswert (Vgl. Schwetzler in BWP 2023 Nr. 2, Seite 47)
- Der verwendeten Inflationsrate kommt eine nicht zu vernachlässigende Bedeutung zu
- Vorsicht bei der Verwendung von Strompreiskurven: indexiert oder nicht?

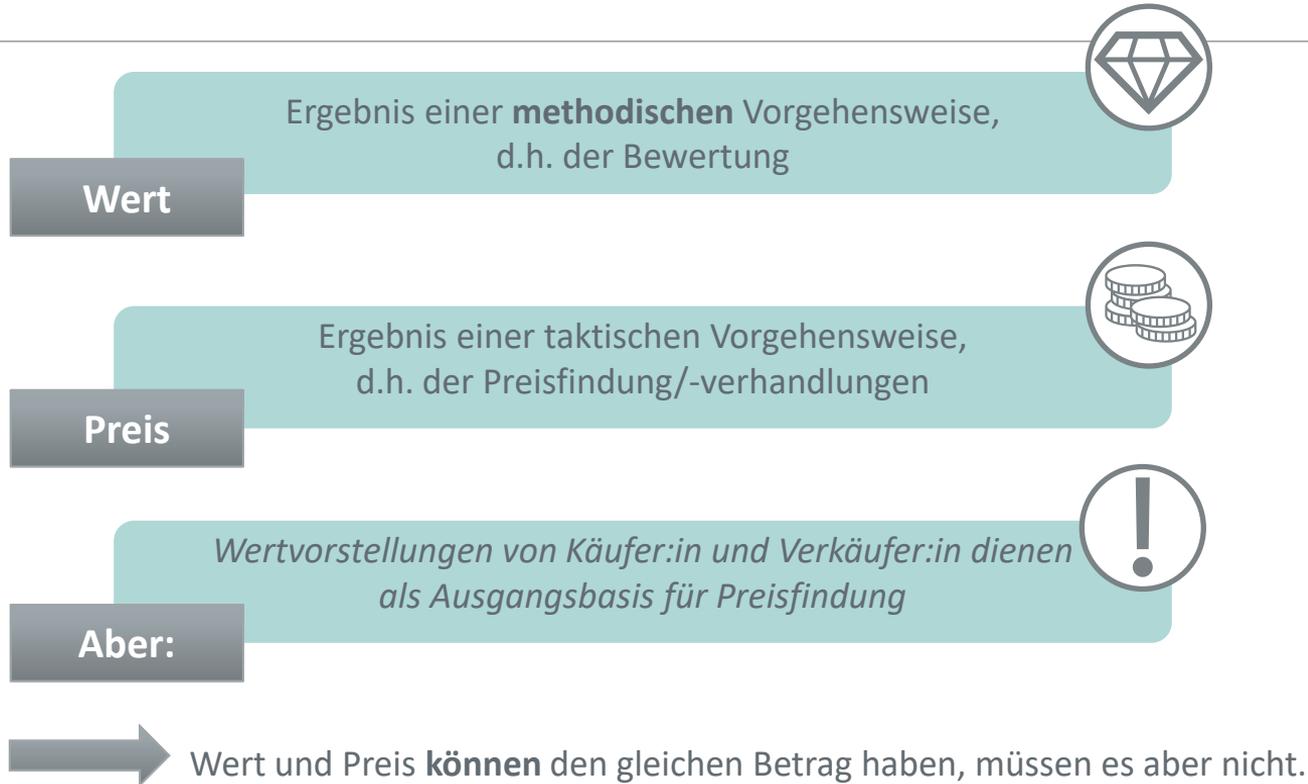
1 Bewertungsanlässe, -situationen und Perspektiven der Bewertung

2 Grundlagen professioneller Bewertung von EE-Projekten

3 Exkurs: Wert – Preis

4 M&A Aktivitäten: Treiber und Sichtweise

5 Praktische Beispiele



Exkurs: Wert - Preis

Funktion des Bewerter

Bewertungen können auch das Ziel haben, einen „Preis für Jedermann“ direkt zu ermitteln:

Fair Market Value /
Verkehrswert



Rolle bzw. **Funktion der bewertenden Person muss transparent** sein (siehe IDW S1 – Tz. 12):

- Neutrale:r Gutachter:in: *Bewertung als sachverständige Person, objektivierter Unternehmenswert*
- Berater:in: *subjektiver Entscheidungswert für Käufer:in oder Verkäufer:in*
- Schiedsgutachter:in / Vermittler:in: *Einigungswert auf Basis unterschiedlicher Wertvorstellungen der Parteien*

1 Bewertungsanlässe, -situationen und Perspektiven der Bewertung

2 Grundlagen professioneller Bewertung von EE-Projekten

3 Exkurs: Wert – Preis

4 M&A Aktivitäten: Treiber und Sichtweise

5 Praktische Beispiele

Unternehmensinterne Treiber

Wachstum und Nebenziele

- Realisierung von Synergien
- Eintritt in neue Märkte
- Überwindung von Markteintrittsbarrieren
- Erweiterung der Produktpalette
- Kapitalbedarf

Kostenreduzierung

- Verbundeffekte
- Skaleneffekte

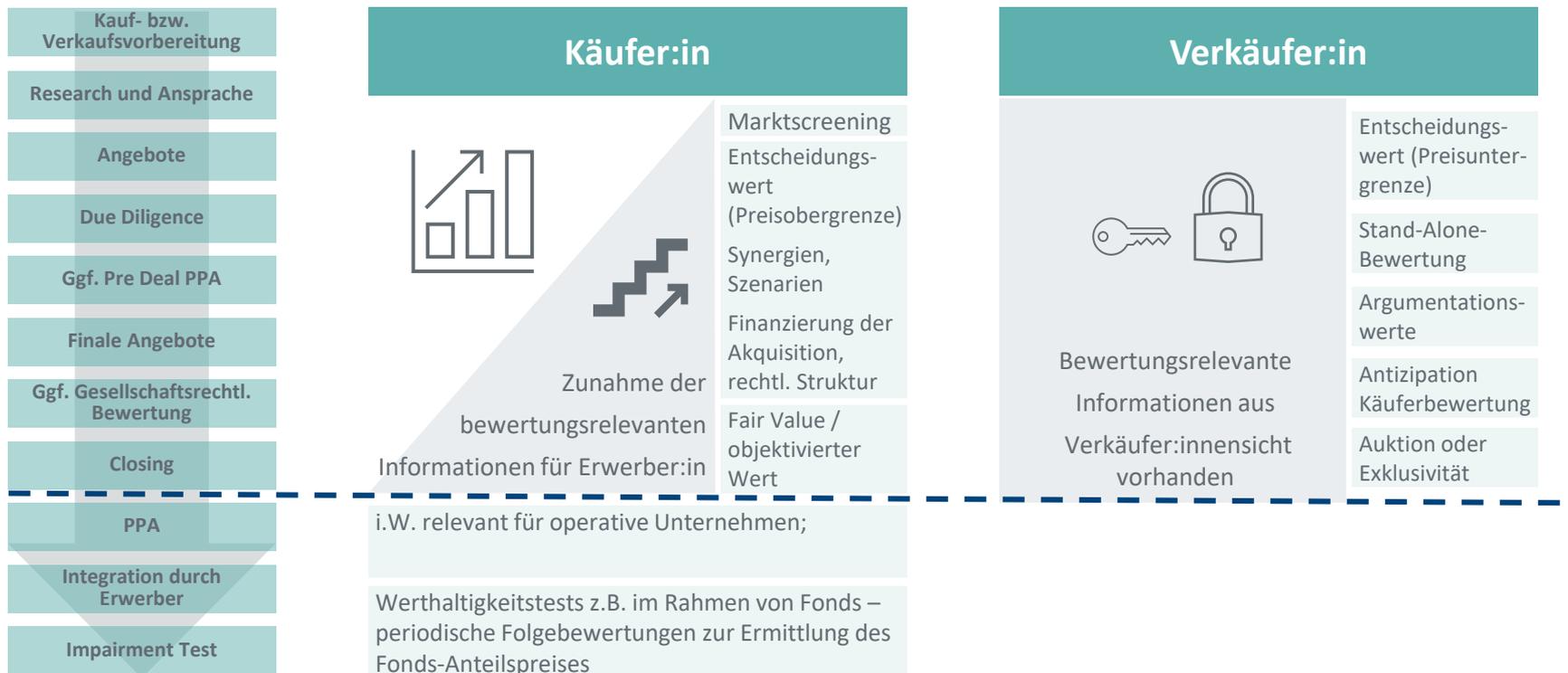
Risikoreduzierung

- Diversifikation auf Unternehmensebene

Unternehmensexterne Treiber

- Steuerliche Gründe
- Unternehmenskrisen
- Unternehmensnachfolge
- Eigeninteresse des Managements
- Differenzen im Gesellschaftskreis

Käufer- und Verkäufer:innensicht einer Transaktion



1 Bewertungsanlässe, -situationen und Perspektiven der Bewertung

2 Grundlagen professioneller Bewertung von EE-Projekten

3 Exkurs: Wert – Preis

4 M&A Aktivitäten: Treiber und Sichtweise

5 Praktische Beispiele

Prämissen

- 1 WEA
- 6 MW
- 2.400 VLS
- EEG-Vergütung 7,15 Ct
- Invest 1.800 EUR/kWp
- 15% EK
- 4,6% Kapitalkosten
- KapD-Reserve 40%
- Risikoloser Zinssatz 2,5%
- Marktrisikoprämie 7,5%
- Beta unlevered 0,45
- Variation der einzelnen Parameter ceteris paribus

Operative Kosten	
Wartung	0,85 ct/kWh
Pachten	14,00%
Betriebsführung	2,50%
Direktvermarktung	0,06 ct/kWh
Sonstiges	0,04 ct/kWh

Praktische Beispiele

Verkäufer:innen- vs. Käufer:innenbewertung

Strompreis*	IKV	Wert EnV**	Delta
5,00 ct/kWh	6,6%	1.924 €/kW	-7%
6,00 ct/kWh	6,9%	1.983 €/kW	-4%
7,00 ct/kWh	7,3%	2.066 €/kW	0%
8,00 ct/kWh	7,9%	2.221 €/kW	8%
9,00 ct/kWh	8,9%	2.460 €/kW	19%

*auch schon während der 20 Jahre EEG-Vergütung (übersteigende Marktprämie)

**Entity Value (Unternehmenswert) nach APV-Methode

Praktische Beispiele

Ermittlung β -Faktor

Beta	IKV	Wert EnV	Delta
0,25	7,3%	2.440 €/kW	18%
0,35	7,3%	2.241 €/kW	8%
0,45	7,3%	2.066 €/kW	0%
0,55	7,3%	1.912 €/kW	-7%
0,65	7,3%	1.777 €/kW	-14%
1,00	7,3%	1.410 €/kW	-32%

Standort	IKV	Wert EnV	Delta
2.000 h	6,5%	1.910 €/kW	-8%
2.200 h	6,9%	1.992 €/kW	-4%
2.400 h	7,3%	2.066 €/kW	0%
2.600 h	7,5%	2.125 €/kW	3%
2.800 h	7,9%	2.216 €/kW	7%

Praktische Beispiele

Auktion vs. Exklusivität



* Erfahrungswerte für Projekte bzw. Projektrechte: Spannen mit bis zu Faktor 5 (Extremfall) zwischen Bewertung(en) und Preis bzw. regelmäßig 15-40 % Mehrerlöse.

VIELEN DANK!

Ich schicke Ihnen den Vortrag auf Wunsch gerne per Mail.
Kommen Sie einfach auf mich zu.

Christian Schmidt

Partner, Dipl. Volkswirt, Unternehmensberater, CVA

Standort Freiburg

+49 761 490 54-18

christian.schmidt@sterr-koelln.com

www.sterr-koelln.com