

REVICONCONSULT GMBH
alleiniger Gesellschafter

Sparkassenstraße 2
39100 Bozen
St. Nr. 01493610214

Verwaltungssitz
Marie-Curie-Straße 17
Tel. 0471 539 761
Fax 0471 539 215
info@revi.bz
www.revi.biz

REVICONCONSULT SRL
unipersonale

Via Cassa di risparmio, 2
39100 Bolzano
Cod. fisc. 01493610214

Sede amministrativa
Via Marie Curie, 17
Tel. 0471 539 761
Fax 0471 539 215
info@revi.bz
www.revi.biz



UNI EN ISO 9001 2015 Certificate No. 13275:
Provision of advice, design and organization services on management systems

UNTERNEHMENSBEWERTUNG

ENERGIE SCHNALS KONSORTIAL-GMBH

nach dem

DISCOUNTED CASH FLOW METHOD

Bezugsdatum 31.12.2017

GEZEICHNETES GESELLSCHAFTSKAPITAL € 10.400 I.V.
EINTR. TRIB. BZ 18535/18994 – EINTR. HANDELSK. BZ 124510

SÜDTIROLER SPARKASSE | CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO
IBAN IT 66 B 06045 11600 000003144000 SWIFT-BIC CRBZIT2B090

CAPITALE SOCIALE SOTTOSCRITTO € 10.400 I.V.
ISCR. TRIB. BZ 18535/18994 – ISCR. CCIA BZ 124510

RAIFFEISEN LANDESBANK | CASSA CENTRALE RAIFFEISEN
IBAN IT 77 Z 03493 11600 000300040584 SWIFT-BIC RZSBIT2B

INHALTSVERZEICHNIS

PRÄMISSE	3
ZIELSETZUNGEN DES AUFTRAGS.....	3
DIE DISCOUNTED CASH FLOW METHODE	4
EINSCHRÄNKUNGEN DES AUFTRAGES	5
ERGEBNIS DER STUDIE.....	8
ANLAGE- TECHNISCHER TEIL	
<i>I. ANNAHMEN UND ALLGEMEINE INFORMATIONEN</i>	9
<i>II. BEWERTUNGSMETHODE</i>	10
<i>III. ERMITTLUNG DES VERMÖGENSWERTES</i>	12
<i>IV. ANGEMESSENER WERT</i>	14

PRÄMISSE

Die Energie Schnals Konsortial GmbH wurde im Jahr 2011 in einer Kooperation der Gemeinde Schnals und der damaligen Gesellschaft Hydros (heutige Alperia) realisiert. Die Gemeinde Schnals hält dabei einen Anteil von 60% und die Gesellschaft Hydros von 40%. Mit der Änderung des Landesgesetzes vom 10. Oktober 1997, Nr. 14 durch das Landesgesetz Nr. 2 vom 26. Januar 2015 wird festgehalten, dass im Falle von kleinen und mittleren Anlagen zur Erzeugung hydroelektrischer Energie die Abtretung von Aktien oder Anteilen von Gesellschaften, an denen das Land direkt oder indirekt eine Beteiligung hält, diese an andere Gesellschafter zum Preis der Gesamtinvestitionskosten (Kapitalanlagen, Kapitalzuzahlungen und Gesellschafterfinanzierungen) zuzüglich ASTAT-Aufwertung erfolgen kann, sofern es sich um örtliche Körperschaften handelt. Die Gemeinde Schnals beabsichtigt auf der Grundlage der obigen Gesetzgebung, die gesamten Anteile der Hydros zu übernehmen und anschließend für den Betrieb des Kraftwerks, welcher einen erheblichen bürokratischen Aufwand und eine Vielzahl von bürokratischen Verpflichtungen mit sich bringt, einen technischen Partner mit einem geringen Anteil am Kraftwerk zu beteiligen. Für eine Einschätzung eines möglichen Verkaufspreises wurde die vorliegende Bewertung in Auftrag gegeben.

ZIELSETZUNGEN DES AUFTRAGS

Eine Bewertung kann bekanntlich nach vielen verschiedenen Methoden durchgeführt werden, wobei natürlich jede dieser Methoden zu einem unterschiedlichen Resultat führt. Die erste Frage, die sich ein Gutachter stellen muss, ist folglich jene der Auswahl einer angemessenen Schätzungsmethodik. Da es sich bei einem Stromkraftwerk um eine besonders kapitalintensive Anfangsinvestition handelt, bei der in den Folgejahren geringe bzw. keine Folgeinvestitionen zu erwarten sind, und auch dem Endwert (Terminal Value) durch den Wegfall der Fördertarife und der anschließenden geringen Rentabilität der Anlage, eine nachrangige Bedeutung beigemessen werden muss, wird ausdrücklich auf eine etwaige Vermögensbewertung verzichtet. Andererseits müsste sich normalerweise die Investition durch die Kassaflüsse, welche im Laufe der Zeit generiert werden bzw. durch die ausgeschütteten Dividenden, rechnen. Da es sich aber um eine Konsortialgesellschaft handelt, die aus diesem Grund in der Vergangenheit keine Dividenden ausgeschüttet hat, muss auch die Dividend Discount Methode ausgeschlossen werden, wodurch

man für den vorliegenden Fall die **Discounted Cash Flow Methode** (DCF_M) als die geeignetste Methode ansehen kann.

Ziel des Auftrags ist es somit, den Unternehmenswert der Energie Schnals Konsortial GmbH anhand der gewählten Discounted Cash Flow Methode festzustellen, damit der Gesellschafter den Fair Value der Gesellschaft feststellen kann, um diesen als Richtwert bei einer zukünftigen teilweisen Quotenabtretung zu verwenden. Diese Methode zur Bewertung einer Beteiligung ist laut den internationalen Rechnungslegungsstandards geeignet und empfohlen, um den sog. "Value in use" zu ermitteln, und ist in der Praxis der Unternehmensbewertungen im Energiesektor am meisten angewendet.

Da es sich bei der Gesellschaft um eine Konsortial GmbH handelt, deren Ziel ein ausgeglichenes Ergebnis ist, und die Vorteile aus der Geschäftsgebarung auf die Konsortialpartner aufgeteilt werden, kann bei der Discounted Cash Flow Methode- Bewertung nicht direkt von den Bilanzzahlen der Gesellschaft ausgegangen werden. Die gesamte Berechnung der Bewertung wurde folglich anhand der Produktionsdaten, der Marktwerte im Stromverkauf und anhand der angenommenen Betriebskosten der Gesellschaft durchgeführt.

DIE DISCOUNTED CASH FLOW METHODE

Zunächst werden die erwarteten Cash-flows auf der Grundlage der Einschätzungen über die zukünftigen Unternehmensentwicklung prognostiziert. Darauf aufbauend werden die künftigen Kassaflüsse mit einem angemessenen Zinssatz diskontiert, der die aktuellen Markteinschätzungen über den Zeitwert des Geldes und das spezifische Unternehmensrisiko reflektiert.

Damit liegt dem "Value in use" keine ausschließlich unternehmensspezifische Bewertung zugrunde; die Subjektivität erstreckt sich lediglich auf die Schätzung der künftigen Cash-flows, während die Berücksichtigung des Zeitwerts des Geldes und des Risikos marktorientiert und damit grundsätzlich objektiviert erfolgt.

Bei der Berechnung des "Value in use" als Barwert der künftigen Cash-flows können die Erwartungen über die betragsmäßige und zeitliche Veränderung der Cash-flows in der Zukunft sowie durch die Wahl des Diskontierungsfaktors berücksichtigt werden. Ähnlich wie bei der

Unternehmensbewertung wird der Prognosezeitraum grundsätzlich in zwei Phasen eingeteilt. In der ersten Phase werden detaillierte Finanzpläne zugrunde gelegt, während in der zweiten Phase die Daten der ersten Phase für den restlichen Zeitraum der Nutzungsdauer lediglich extrapoliert. Bei der Berechnung des "Value in use" kann das Konzept der ewigen Rente mit konstantem Wachstum verwendet werden (sog. Gordon-Growth -Modell), wenn eine unendliche Nutzungsdauer vorliegt. Die Minderung des Diskontierungsfaktors durch die Wachstumsrate erhöht den Barwert der ewigen Rente. In einem Zwei-Phasen Modell errechnet sich der "Value in use" bei einer unendlichen Nutzungsdauer des Vermögenswertes. Im vorliegenden Fall wird aber von dieser Theorie abgegangen, da die produzierte elektrische Energie aufgrund der bestehenden Anlagen mit ausreichender Sicherheit für einen langen Zeitraum angenommen wird, und die Produktion aufgrund der bestehenden Konzessionen auch nicht zeitlich ausgedehnt werden kann. Außer im Fall von katastrophalen Vorkommnissen ist auch kein relevanter Produktionseinbruch anzunehmen. Aus diesem Grund wird dem gesamten Prognosezeitraum, der mit dem Konzessionszeitraum deckungsgleich ist, ein detaillierter Finanzplan zugrunde gelegt.

EINSCHRÄNKUNGEN DES AUFTRAGES

Jede Bewertung kann durch bestimmte Einschränkungsfaktoren beeinflusst werden, die direkt oder indirekt das Ergebnis der Anwendung einer allgemein anerkannten Methode verändern können, mit der Folge eines Über- oder Unterbewertungseffekts.

— *Ein erster Faktor:*

Die DCFM ist direkt von den zukünftigen Gewinnaussichten bzw. den Kassafloss Aussichten, die sich aus den zukünftigen Gewinnen ableiten, der Gesellschaft abhängig. Der Mehrjahresplan, der für die Berechnung herangezogen wurde, aufgrund des nicht Vorhandenseins einer Mehrjahresplanung, wurde in Eigenregie vom Gutachter erstellt. Dabei wurden diverse Annahmen getroffen, die von externen Faktoren abhängig sind, wie etwa die Schwankungen in der Produktion. Die Stromproduktion ist bekanntlich von meteorologischen Faktoren abhängig. Wie aus der Historie der Stromproduktion, die für diese Bewertung herangezogen wurde, ersichtlich ist, gab es in den vergangenen 6 Geschäftsjahren erhebliche Schwankungen, die von einer maximalen Jahresproduktion von 11.956 kWh im Jahr 2015 bis zu einer Minimalproduktion von

9.584 kWh im Jahr 2017 reichen. Besonders in den Jahren 2016 und 2017 wurde die Produktion durch fehlende Niederschläge insbesondere in den Wintermonaten erheblich negativ beeinflusst, wodurch in den Sommermonaten, in denen normal aufgrund der Schneeschmelze die höchste Auslastung gegeben ist, große Einbußen in der Produktion zu verzeichnen sind. Diese konnten lediglich teilweise durch die Reserven, welche die Gletscher des Schnalstales bereithalten, kompensiert werden.

Auch Starkregen und Gewitter in den Sommermonaten können die Produktion negativ beeinflussen, da durch Vermurungen einerseits direkt Schäden am Kraftwerk auftreten können, aber andererseits durch die starke Verschmutzung des Zuwassers auch Abnützungerscheinungen der Turbinen beschleunigt werden, weswegen die Produktion bei starker Verunreinigung, bis sich der Wasserlauf wieder gesäubert hat, häufig ausgesetzt wird.

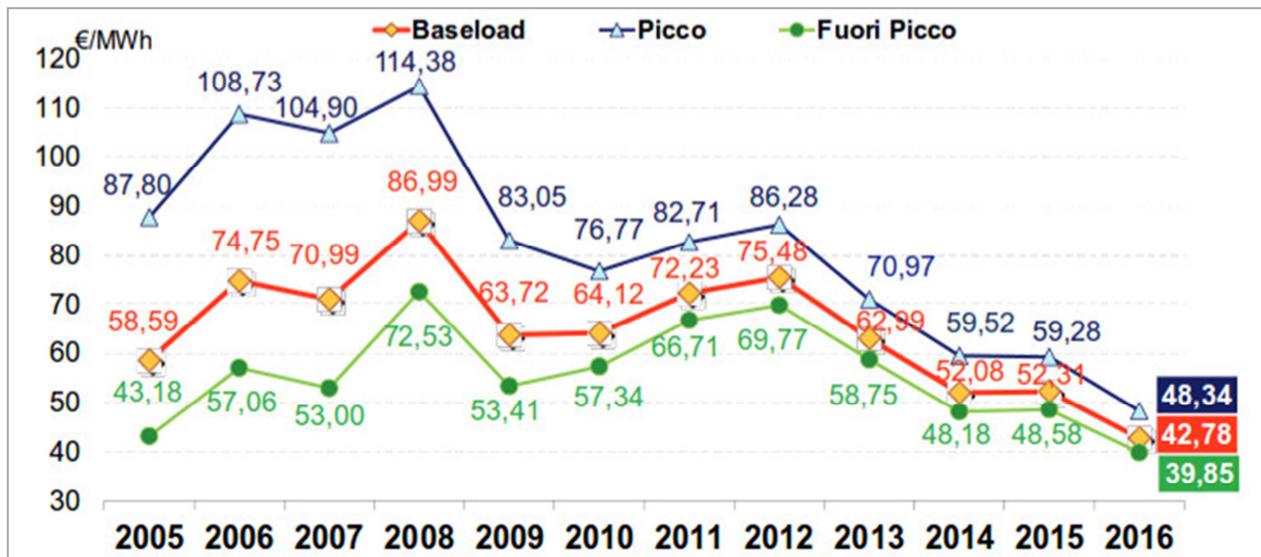
Abschließend kann ohnehin festgehalten werden, dass die Produktion durch fehlende Niederschläge oder durch wetterbedingte Ausfälle negativ beeinflusst wird. Diese Faktoren sind weder vorhersehbar noch beeinflussbar und konnten in der Bewertung nicht berücksichtigt werden.

— *Ein zweiter Faktor:*

Ein zweiter Unsicherheitsfaktor betrifft den Börsenpreis. Zwar erhält die Gesellschaft noch bis zum 28.06.2026 die Umweltzertifikate Grin, welche das Risiko eines Preisverfalls erheblich minimieren, aber indirekt wegen der Berechnungsmethode auch vom Börsenpreis beeinflusst werden. Nach dem Zeitpunkt des Auslaufens, erhält die Gesellschaft nur mehr den Börsenpreis PUN für die produzierte elektrische Energie. Durch die mittlere Nennleistung laut Wasserkonzession von 1,77 MW fällt die Gesellschaft auch aus dem Raster jener Produzenten, welche für die gesamte Lebensdauer den sog. Minimaltarif „Prezzo Minimo Garantito“ erhalten.

Der Börsenpreis unterliegt erheblichen zwischenjährlichen Schwankungen und hat in den letzten Jahren einen erheblichen Preisverfall erlitten. So belief sich der mittlere Pun im Geschäftsjahr 2016 auf 42 Euro für jede produzierte MWh, während der Preis noch vor einigen Jahren bei ungefähr 90 Euro pro MWh lag. In den letzten Monaten ist zwar wieder ein Anstieg des Preises auf 66 Euro/MWh zu verzeichnen, aber die Aussicht für die Zukunft ist ungewiss und kann für die

vorliegende Schätzung keinesfalls vorausgesagt werden. Da man aufgrund der Historie und der momentanen Entwicklung eher von einem noch weiteren Anstieg ausgehen kann, der aber jederzeit wieder auf ein Niveau von 40 Euro pro MWh verfallen kann, wurde vom Gutachter entschieden, den momentanen steigenden Trend zu ignorieren und stattdessen den durchschnittlichen PUN des Jahres 2017 für die zukünftige Einschätzung der Stromerlöse heranzuziehen.



— *Ein dritter Faktor:*

Ein dritter Unsicherheitsfaktor betrifft die zukünftigen Wartungskosten. Grundsätzlich kann die Lebensdauer eines Kraftwerks durchaus auch mit 50 Jahren und mehr angesetzt werden. Der Verschleiß diverser Anlagenteile ist aber von diversen Faktoren abhängig. So kann, wie weiter oben angeführt, stark verschmutztes Wasser die Schaufelräder der Turbine oder auch Rohrleitungen stark abnützen. Somit ist die Lebensdauer dieser Bauteile von der Wasserqualität besonders abhängig. Ebenso können andere mechanische Bauteile durch die ständige Belastung in Mitleidenschaft gezogen werden. Die genaue Einschätzung der entsprechenden Wartungskosten und das Auftreten der entsprechenden Wartungen kann aber nicht vorausgesagt werden. Zur Vorsicht wurden für die nächsten Geschäftsjahre noch dieselben Wartungskosten angewandt, wie diese im Jahr 2016 bzw. 2017 angefallen sind. Nach 9 Jahren wurde aber vom Bewerter vorgesehen, dass diese stufenweise bis zu einem Betrag von knapp 2 % der Investitionskosten im Jahr 2034 ansteigen, wodurch einer kontinuierlichen Abnutzung und einer größeren

Reparaturanfälligkeit in den fortgeschrittenen Jahren des Kraftwerksbetriebs Rechnung getragen werden soll.

— *Ein vierter Faktor:*

Ein weiterer Faktor betrifft die gesetzliche Unsicherheit bei den gewährten Fördertarifen. Zwar ist der Fördertarif Grin in einer Konvention mit dem GSE (Codice Convenzione GRIN_000218) festgelegt. Auch die Berechnungsmodalität des Fördertarifs mit der Formel $I = k \times (180 - Re) \times 0,78$ ist zurzeit klar geregelt. Dabei gilt für Wasserkraftwerke für den Faktor k der Wert 1 und für den Wert RE der Verkaufspreis für elektrische Energie, der von der Regulierungsbehörde ARERA Jahr für Jahr auf der Grundlage der wirtschaftlichen Bedingungen im Stromverkauf des Vorjahres veröffentlicht wird. In der Vergangenheit ist es aber bereits mehrmals vorgekommen, dass die Berechnungsmodalität und auch der Zeitraum, für den der Fördertarif gewährt wird, zum Nachteil des Produzenten geändert wurde, und somit kann eine derartige benachteiligende Abänderung der Bedingungen auch für die Zukunft nicht absolut ausgeschlossen werden.

ERGEBNIS DER STUDIE

Der Wert nach dem DCF Model der Energie Schnals Konsortial GmbH liegt zum 31.12.2017 bei ca. **3,73 Mio. Euro**

d.h. Dreimillionensiebenhundertdreißigtausend

für die hundertprozentige Beteiligung.

In der Überzeugung, eine ordnungsgemäße und unparteiische Arbeit geleistet zu haben, verbleibe ich mit freundlichen Grüßen.

Bozen, 26. März 2018

A. Gröbner

Geschäftsführer

I. ANNAHMEN UND ALLGEMEINE INFORMATIONEN

Als Grundlage für die in Abschnitt II. angegebene Bewertungsmethode dienen die folgenden Annahmen und allgemeinen Informationen:

- a) Die Ermittlung des Unternehmenswertes nach der Discounted Cash Flow Methode erfolgte unter Berücksichtigung der gegebenen Geschäftsfähigkeit des Unternehmens und der effektiven Ertragsfähigkeit des Vermögens, die aufgrund der erstellten Mehrjahresplanung ermittelt wurde;
- b) Die Bewertung erfolgte unter vernünftigen Annahmen und berücksichtigt keine einmaligen oder außerordentlichen Vorfälle;

FÜR DIE STUDIE VERWENDETEN UNTERLAGEN

- 1 Die von der Gesellschafterversammlung genehmigte Bilanz mit Abschluss zum 31.12.2017 mit der zugrundeliegenden Saldenbilanz;
- 2 Die von der Gesellschafterversammlung genehmigte Bilanz mit Abschluss zum 31.12.2016 mit der zugrundeliegenden Saldenbilanz und Kontenblätter;
- 3 Die genehmigte Bilanz mit Abschluss zum 31.12.2015 mit zugrundeliegender Saldenbilanz und Kontenblätter;
- 4 Mehrjahresplanung der Gesellschaft, die aufgrund der historischen Produktionsdaten der Gesellschaft, den offiziell festgestellten PUN Werten 2017 und obigen Bilanzzahlen erstellt wurde;
- 5 Tilgungsplan des Darlehens der Gesellschaft, welche zur Berechnung des Debt Service herangezogen wurde;
- 6 Finanzmathematische Kennzahlen wie den β -Faktor laut <http://www.waccexpert.com/>;
- 7 Auswertung der Hauptzinssätze des Finanzministeriums laut http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_2016.pdf;
- 8 2009 04 24 Energie Schnals GmbH - Dekret Landesrat Nr. 171 – Konzession;
- 9 2009 05 08 Energie Schnals GmbH - BU - Veröffentlichung KonzessionKonvention mit dem GSE zur Gewährung des Fördertarifs Grin;

- 10 Ablesedaten zur monatlichen Stromproduktion seit Inbetriebnahme der Anlage;
- 11 Beschluss der Regulierungsbehörde Nr. 32/2018/R/EFR vom 25 Januar 2018 zur Festlegung des Re zur Berechnung des Grin und der zukünftigen Stromerlöse;

II. BEWERTUNGSMETHODE

Die angewandte Bewertungsmethode stützt sich auf die als die geeignetste Methode angesehene Discounted Cash Flow Methode, dabei wird der Unternehmenswert durch die im Rahmen der Unternehmensplanung ermittelten zukünftigen Zahlungsüberschüsse ermittelt. Die Zahlungsüberschüsse wurden mit Hilfe der Kapitalkosten, die durch das CAPM Modell (Capital Asset Pricing Modell) und das WACC Modell (Weighted Average Cost of Capital Modell) ermittelt, und unter Einschluss der zu zahlenden Steuern auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

In der Regel unterteilt sich das Modell in zwei Phasen, wobei in der ersten Phase, die einen planbaren Horizont nicht übersteigt, die spezifischen Finanzflüsse der Planungsjahre diskontiert werden. Anschließend wird in der zweiten Phase ein Restwert, ein sogenannter Terminal Value bestimmt. Da aber, wie weiter oben angeführt, die Stromproduktion und auch der Strompreis als Annahmen festgestellt wurden, und die Dauer der Gesellschaft durch die Konzessionsdauer genau definiert ist, wurde die Planung der Finanzflüsse auf die gesamte Dauer ausgedehnt und auf die Berechnung des Terminal Value verzichtet.

Mit dem CAPM wird die Rendite Erwartung des Eigenkapitals (Cost of Equity) errechnet. Die Berechnung startet vom Zinssatz einer risikofreien, in der Regel mittelfristigen Staatsanleihe. Zu dieser wird die mit dem Beta Faktor, welcher die Volatilität der Investition darstellt, gewichtete Markt Prämie addiert.

Anschließend erfolgt mit der Anwendung des WACC Modells eine Gewichtung der Kapitalkosten durch eine Gewichtung der Eigenkapitalverzinsung und der Fremdkapitalverzinsung. Hierzu werden die Daten herangezogen, welche vom Portal Waccexpert <http://www.waccexpert.com/> für Utilityunternehmen in Italien veröffentlicht wurden. Dabei wird als Zinssatz für eine risikofreie Investition 1,28% und als Market Premium 6,99% vorgeschlagen. Aufgrund des Risikos, welches weiter oben unten den Einschränkungsfaktoren beschrieben wurde, scheint dieser Zinssatz angemessen zu sein.

DISCOUNTED CASH FLOW MODELL

Die Kapitalwertmethode (Discounted Cash Flow Methode) ist als überschussgrößenorientiertes Bewertungsverfahren international weit verbreitet.

Vorteile des Discounted Cash Flow Modell

- sehr zukunftsorientiert.
- Praktisch immer anwendbar.
- Die dem Modell zugrunde liegenden Cashflows werden weniger durch bilanzpolitische Maßnahmen verzerrt und sind daher verlässlichere Parameter der Ertragskraft des Unternehmens.
- Berücksichtigung der Investitionspolitik und des individuellen Unternehmens-Risikos, somit durch eine individuelle und der Situation angepasste Lösung erzielbar.
- Ermöglicht die Überprüfung der künftigen Liquidität und somit Finanzierbarkeit von Strategien bzw. deckt Risiken diesbezüglich auf.
- Der Steuervorteil der anteiligen Fremdfinanzierung wird bestimmt.

Nachteile des Discounted Cash Flow Modell:

- Anspruchsvolles Berechnungsverfahren, da hierfür zukunftsbezogene Daten notwendig sind (evtl. mittels Prognoseverfahren).
- Risikoscheue Bewertung, Problem bei der Berechnung des Endwertes, da keine einheitliche Definition der zu diskontierenden Free Cash-flows vorhanden und Prognosen für künftige Mittelflüsse vage sind.
- Das CAPM-Modell benötigt Kapitalmarktdaten, welche bei externen Providern (z.B. Bloomberg) abgerufen werden müssen.

Hier die Berechnungsformel:

$$DCF = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+W)^t}$$

wobei:

DCF	=	Gesamtunternehmenswert;
FCF_t	=	Free Cash Flow der Periode t
W	=	Weighted Average Cost of Capital (WACC)
T	=	Dauer des Prognosezeitraumes

Der WACC ergibt sich somit aus:

$$W = r_{EK} * \frac{EK}{GW} + I_{FK} * (1 - S) * \frac{FK}{GW}$$

wobei:

EK	=	Marktwert des Eigenkapitals (=Unternehmenswert)
FK	=	Marktwert des Fremdkapitals
r_{EK}	=	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
I_{FK}	=	Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
$(1 - S)$	=	Steuerersparnis (Tax Shield)
S	=	Steuersatz für den Steuervorteil des Fremdkapitals

III. ERMITTLUNG DES VERMÖGENSWERTES

In diesem Abschnitt wird der Unternehmenswert laut oben beschriebener Bewertungsmethode zum 31.12.2017 unter Berücksichtigung der im Eingang angeführten Einschränkungsfaktoren ermittelt.

BEWERTUNG DER GESCHÄFTSENTWICKLUNG

Zur Bewertung der zukünftigen Kassaflüsse wurde vom Gutachter eine Mehrjahresplanung erstellt. Als Grundlage dazu wurde die Saldenliste zum 31.12.2016 als letztes definitiv abgeschlossenes Geschäftsjahr zur Ermittlung der operativen Kosten herangezogen. Ferner wurde ein Vergleich dieser Bilanz mit den Werten des Geschäftsjahres 2017 durchgeführt und im Anschluss größere Abweichungen normalisiert. Es wird dabei angenommen, dass die darin enthaltenen Kosten aufgrund der stabilen Tätigkeit, bis auf die

Aufwendungen für Wartungen, die, wie weiter oben angeführt, von externen Faktoren abhängig sind, im Großen und Ganzen konstant verlaufen. Für die Wartungskosten wird hingegen angenommen, dass diese mit Fortschreiten der Lebensdauer ansteigen.

Zur Berechnung der Abschreibungen wurde die Dauer der Konzession herangezogen: bis zum Jahr 2039.

Zur Berechnung der Erlöse aus der Stromproduktion wurden die effektiven Ablesedaten der Gesellschaft der letzten 6 Geschäftsjahre, allesamt Jahre, in denen die Gesellschaft das ganze Jahr in Betrieb war, herangezogen und daraus der Durchschnitt berechnet. Da im Vergleichszeitraum sowohl sehr gute als auch sehr schlechte Jahre im Hinblick auf den Niederschlag vorhanden sind, kann der Durchschnitt daraus als aussagekräftig für die zukünftige Stromproduktion herangezogen werden. Als zukünftiger Börsenpreis wurde der durchschnittliche Börsenpreis des Jahres 2017 herangezogen, der im historischen Vergleich ebenso als durchschnittlich angesehen werden kann. Dieser Wert wurde ebenso zur Bewertung des Fördertarifs GRIN herangezogen. Weder für die Erlöse aus dem Stromverkauf noch für die Kosten wird eine Indizierung vorgenommen.

Aus der untenstehenden Tabelle ist das entsprechende Ergebnis ersichtlich (Detail Anhang 1):

INCOME STATEMENT	2016	2017	2018	...	2038	2039	
TOTAL REVENUES	1.670.175	1.670.175	1.670.175	...	583.553	583.553	
<i>O & M</i>	163.460	163.460	163.460	...	222.039	222.039	
<i>Cost of the operative staff</i>	0	0	0	...	0	0	
<i>G & A</i>	91.436	91.436	91.436	...	91.436	91.436	
<i>G & A</i>	3.258	3.255	3.255	...	3.255	3.255	
TOTAL COSTS	258.155	258.152	258.152	...	316.731	316.731	
EBITDA	1.412.020	1.412.023	1.412.023	...	266.823	266.823	
%			85%	...	46%	46%	
<i>Financial income</i>	0	0	0	...	0	0	
<i>Depreciation</i>	245.726	245.726	245.726	...	245.726	245.726	
EBIT	1.166.294	1.166.297	1.166.297	...	21.097	21.097	
<i>Financial income</i>	0	0	0	...	0	0	
<i>Financial costs</i>	-239.094	-214.988	-196.387	...	0	0	
Financial management balance	-239.094	-214.988	-196.387	...	0	0	
INCOME BEFORE TAXATION	927.201	951.309	969.910	...	21.097	21.097	
Tax	31,4%	305.687	306.358	306.875	...	5.650	5.650
PROFIT (LOSS) FOR THE YEAR	621.514	644.952	663.036	...	15.447	15.447	

Festgelegte Parameter:

U	Berichtigtes Durchschnittseinkommen	=	7	Mio/€
i	Normaler Renditensatz	=	1,28	%
	Market Premium	=	6,99	
i'	Abzinsungssatz	=	0	%
n	Zeitraum der Abzinsung	=	23	Jahre

Aufgrund der oben beschriebenen Vorgehensweise zur Ermittlung der Parameter zur Berechnung des Abzinsungssatzes ergibt sich somit folgender Cash Flow (Detail Anhang 2):

FREE CASH FLOW	2016	2017	2018	...	2038	2039
Net profit (loss) for the year	621.514	644.952	663.036	...	15.447	15.447
+ Depreciation	245.726	245.726	245.726	...	245.726	245.726
+ Depreciation	0	0	0	...	0	0
+ Financial net expenses	239.094	214.988	196.387	...	0	0
Free Cash Flow	1.106.333	1.105.665	1.105.148	...	261.173	261.173

IV. ANGEMESSENER WERT

Abschließend wird in der folgenden Tabelle der wirtschaftliche Wert der Energie Schnals Konsortial GmbH nach der Discounted Cash Flow Methode ermittelt (Detail Anhang 3):

		2018	2018	...	2038	2039
$\sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+r)^t}$	$n = 23$	0	1	..	21	22
	VAN_n	405.781	374.309	...	49.233	45.473
	r	1,0827	→ WACCExpert (Risikofrei 1 + Market Premium 6,99)			
	$\sum VAN_n$	3.729.252	→ wirtschaftlicher Wert			

Dabei wird daher, dass die Produktionskapazität aufgrund der konzessionierten Wassermenge und der technischen Einschränkungen auf Produktionsebene in der vorliegenden Bewertung keine Wachstumsrate (g) angenommen. Wie bereits mehrmals vorausgeschickt, da die Konzession nach Ablauf derselben ohne

Anrecht auf den Fördertarif neu ausgeschrieben wird aber , gleichzeitig eine steigende außerordentliche Wartung ins Auge gefasst werden muss, ist folglich die Rentabilität des Unternehmens sehr stark zurückgehend, so darf für die vorliegende Berechnung kein Endwert (Terminal Value) angenommen werden.

ANHANG 1 – Detail Tabelle Geschäftsentwicklung

ANHANG 2 – Detail Free Cash flow

ANHANG 3 – Detail Berechnung angemessener Wert

ANHANG 1 – Detail Tabelle Geschäftsentwicklung (2016-2027)

Werte €/000

INCOME STATEMENT	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
TOTAL REVENUES	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.670	1.127	584
<i>O & M</i>	163	163	163	163	163	163	163	163	163	193	193	193
<i>Cost of the operative staff</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>G & A</i>	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91
<i>G & A</i>	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
TOTAL COSTS	258	287	287	287								
EBITDA	1.412	1.383	839	296								
%			85%	83%	74%	51%						
<i>Financial income</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Depreciation</i>	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
EBIT	1.166	1.137	594	50								
<i>Financial income</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Financial costs</i>	-239	-215	-196	-177	-157	-136	-115	-92	-69	-45	-19	0
Financial management balance	-239	-215	-196	-177	-157	-136	-115	-92	-69	-45	-19	0
INCOME BEFORE TAXATION	927	951	970	989	1.009	1.030	1.052	1.074	1.097	1.092	574	50
Tax	306	306	307	307	308	309	309	310	310	303	158	13
PROFIT (LOSS) FOR THE YEAR	622	645	663	682	701	722	743	764	787	789	416	37

ANHANG 1 – Detail Tabelle Geschäftsentwicklung (2028-2039)

Werte €/000

INCOME STATEMENT	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
TOTAL REVENUES	584	584	584	584	584	584	584	584	584	584	584	584
<i>O & M</i>	193	193	193	193	193	193	222	222	222	222	222	222
<i>Cost of the operative staff</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>G & A</i>	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91
<i>G & A</i>	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
TOTAL COSTS	287	287	287	287	287	287	317	317	317	317	317	317
EBITDA	296	296	296	296	296	296	267	267	267	267	267	267
%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
<i>Financial income</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Depreciation</i>	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
EBIT	50	50	50	50	50	50	21	21	21	21	21	21
<i>Financial income</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Financial costs</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financial management balance	0											
INCOME BEFORE TAXATION	50	50	50	50	50	50	21	21	21	21	21	21
Tax	13	13	13	13	13	13	6	6	6	6	6	6
PROFIT (LOSS) FOR THE YEAR	37	37	37	37	37	37	15	15	15	15	15	15

ANHANG 2 – Detail Free Cash flow

Werte €/000

FREE CASH FLOW	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net profit (loss) for the year	622	645	663	682	701	722	743	764	787	789	416	37
+ Depreciation	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
+ Depreciation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Financial net expenses	239	215	196	177	157	136	115	92	69	45	19	0
Free Cash Flow	1.106	1.106	1.105	1.105	1.104	1.103	1.103	1.102	1.102	1.079	681	283

FREE CASH FLOW	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Net profit (loss) for the year	37	37	37	37	37	37	15	15	15	15	15	15
+ Depreciation	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
+ Depreciation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Financial net expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	283	283	283	283	283	283	261	261	261	261	261	261

ANHANG 3 – Detail Berechnung angemessener Wert

$\sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+r)^t}$	years	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	n = 23	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	VAN _n	405.781	374.309	345.260	318.448	293.703	270.865	249.788	230.337	201.029	-9.251	127.679	117.926	
	years	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039		
	n = 23	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
	VAN _n	108.919	100.599	92.915	85.818	79.263	67.653	62.486	57.713	53.305	49.233	45.473		
	r	1,0827	→ WACCExpert (Risikofrei 1 + Market Premium 6,99)											
	$\sum V_{AN_n}$	3.729.252	→ wirtschaftlicher Wert											