
GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

ENCAVIS AG, Hamburg

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Abkürzungsverzeichnis.....	3
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	10
1.1 Auftrag.....	10
1.2 Auftragsdurchführung.....	10
2 Bewertungsmethoden	12
2.1 Börsenkurs	12
2.2 Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Methode	13
2.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren.....	15
2.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren.....	16
3 Bewertungsobjekt.....	17
3.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	17
3.2 Wirtschaftliche Verhältnisse	19
3.2.1 Unternehmenshistorie.....	19
3.2.2 Geschäftsmodell	20
3.2.3 Erzeugungsportfolio	21
3.2.4 Strategie.....	24
3.2.5 Markt- und Wettbewerbsumfeld	25
3.2.6 Vergleichsgruppe	29
4 Vergangenheitsanalyse	32
4.1 Vermögenslage	32
4.2 Ertragslage	33
4.3 Bereinigungen der Ertragslage	38
5 Planungsanalyse	42
5.1 Planungsprozess und Aufbau der Planung.....	42
5.2 Planungstreue	42
5.3 Planungsrechnung	43
5.3.1 Umsatzerlöse	44
5.3.2 EBITDA	48
5.3.3 Investitionen und Abschreibungen.....	50
6 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	52
6.1 Übergangsphase.....	52
6.2 Nachhaltiges Ergebnis	53
6.3 Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau	54
6.4 Netto-Umlaufvermögen	54
6.5 Finanzergebnis.....	55
6.6 Unternehmenssteuern.....	57
6.7 Minderheitenanteil.....	57
6.8 Nettoeinnahmen	58
7 Kapitalkosten	59
7.1 Basiszinssatz	59
7.2 Marktrisikoprämie	60
7.3 Betafaktor	62

7.4	Wachstumsabschlag	66
7.5	Kapitalisierungszinssatz	66
8	Unternehmenswert und Wert je Aktie	68
8.1	Ertragswert	68
8.2	Sonderwerte	68
8.3	Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren	69
8.4	Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren	70
8.5	Liquidationswert	71
8.6	Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses	71
8.6.1	Analyse des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion	71
8.6.2	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung (Verkehrsfähigkeit)	73
8.6.3	Börsenkurs als maßgebliche Bewertungsmethode	75
9	Zusammenfassung	85
	Anhangsverzeichnis	87
	Anlagenverzeichnis	107

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
A&M	Alvarez & Marsal Deutschland GmbH
AG	Aktiengesellschaft
A	Actual ("Ist")
Abs.	Absatz
Acciona Energías	Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.
Adj.	Adjustment ("Anpassung")
Agri-Photovoltaik	Gleichzeitige Nutzung von Acker- und Weideflächen für die Stromproduktion aus Solarenergie
AktG	Aktiengesetz
aLuL	aus Lieferungen und Leistungen
AM	Asset Management
ang.	angepasst
Ank.	Ankündigung
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
Aurora	Aurora Energy Research
Az.	Aktenzeichen
B.V.	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid ("GmbH")
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask Spread ("Geld-Brief-Spanne")
BESS	Battery Energy Storage System ("Batterie-Speicherkraftwerk")
Bestandsportfolio	Bereits in Betrieb befindliche Parks des Encavis-Konzerns
BGH	Bundesgerichtshof
Bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CapEx	Capital expenditures ("Investitionen")
CDAX	Composite DAX
CfD	Contract for Difference
Co.	Company
COD	Commercial Operation Date
COVID-19	Coronavirus Disease 2019
CO2	Kohlenstoffdioxid
CRE	Commission de Régulation de l'Énergie
d.h.	das heißt
DCF	Discounted Cashflow

Abkürzung	Definition
DE	Deutschland
Detailplanungszeitraum	Budget-Jahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-30
Dez	Dezember
DK	Dänemark
durchsch.	Durchschnitt, durchschnittlich
E	Estimate ("Schätzung")
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes ("Ergebnis vor Zinsen und Steuern")
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ("Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen")
EBT	Earnings Before Taxes ("Ergebnis vor Steuern")
EDP Renováveis	EDP Renováveis, S.A.
EEG	Erneuerbare-Energien-Gesetz
Elbe BidCo	Elbe BidCo AG
Encavis	Encavis AG, Hamburg zusammen mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften
Encavis AG	Encavis AG, Hamburg
Encavis-Konzern	Encavis AG, Hamburg zusammen mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften
Encavis-Region	Deutschland, Spanien, Italien, Frankreich, Dänemark, die Niederlande, Großbritannien, Litauen, Finnland und Schweden
EPC-Agreement	Engineering, Procurement and Construction Agreement
ERG	ERG S.p.A.
Ersatzinvestitionen	Die in der Übergangsphase zum Erhalt der langfristigen Zielkapazität von 7,0 GW notwendigen Investitionen
ES	Spanien
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EV	Enterprise Value ("Gesamtunternehmenswert")
Falck Renewables	Falck Renewables S.p.A.
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	fortfolgend
FI	Finnland
Finanzverb.	Finanzverbindlichkeit
FiT	Feed-in Tariffs
Fort.	Fortschreibung
FR	Frankreich
Gesellschaft	Encavis AG, Hamburg
GG	Guernsey
ggf.	gegebenenfalls

Abkürzung	Definition
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
Going Concern	Fortführungsannahme
GR	Griechenland
Greencoat	Greencoat Renewables PLC
Grenzkraftwerk	Das zuletzt für die Nachfragedeckung benötigte Kraftwerk
GSE	Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GW	Gigawatt
GWh	Gigawattstunde
Hauptaktionärin	Elbe BidCo AG
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
HWAG	Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
i.W.	im Wesentlichen
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IEA	International Energy Agency ("Internationale Energieagentur")
IFRS	International Financial Reporting Standards
Impl. EV	Implicit EV ("Impliziter Gesamtunternehmenswert")
IPP	Independent Power Producer ("Unabhängiger Stromproduzent")
IPP-Bereich	Geschäftssegmente "PV Parks" und "Windparks" zusammen
IR	Irland
ISIN	International Securities Identification Number
ISRA Vision	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei ISRA Vision AG
IT	Italien
IWF	Internationaler Währungsfonds
KapZins	Kapitalisierungszinssatz
KDH	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei Kabel Deutschland Holding AG
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. und deren verbundene Unternehmen
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
kW	Kilowatt

Abkürzung	Definition
LCCC	Low Carbon Contracts Company
L.P.	Limited Partnership
LG	Landgericht
Load Factor	Durchschnittliche Stromerzeugung der Solar- und Windkraftanlagen (GWh/GW)
LT	Litauen
LTECV	Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte
LTM	Last Twelve Months
Management	Management der Encavis AG und die von ihm benannten Auskunftspersonen
Marktpreis	Großhandelspreis für Strom
MC	Market capitalization ("Marktkapitalisierung")
MCP	Market-Clearing-Price
MDAX	Mid-Cap-DAX
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
Minderheitenanteil	Anteil der Encavis-Konzernminderheiten
Minderheitsaktionäre	die übrigen Aktionäre der Encavis AG, Hamburg
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MRP	Marktrisikoprämie
MW	Megawatt
MWh	Megawattstunde
N/A	Not Applicable („nicht anwendbar“)
N/M	Not Meaningful ("nicht aussagekräftig")
NECP	National Energy and Climate Plan ("Nationaler Energie- und Klimaplan")
Neoen	Neoen S.A
Net Debt	Netto-Finanzverbindlichkeiten
NextEnergy	NextEnergy Solar Fund Limited
NL	die Niederlande
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
Ø	Mittelwert
O&M	Operations & Maintenance
o.g.	oben genannt
OCF	Operating Cash Flow ("Operativer Cashflow")
Octopus	Octopus Renewables Infrastructure Trust plc
Okt	Oktober
OLG	Oberlandesgericht
OLR	Offtaker of Last Resort

Abkürzung	Definition
Opdenergy	Opdenergy Holding S.A.
OpEx	Operational expenditures ("Operative Kosten", "Betriebskosten")
p.a.	per annum
Peer Group	geeignete Gruppe von Vergleichsunternehmen
pers.	persönlich
pers. ESt.	persönliche Ertragsteuer
Pipeline	konkretisierte Pipeline-Projekte des Encavis-Konzerns
Plan-GuV	Encavis-Konzern-GuV im Detailplanungszeitraum
PLC	Public Limited Company
PNIEC	Plan Nacional Integrado de Energía y Clima ("Integrierte Nationale Energie- und Klimaplan")
PPA	Power Purchase Agreements
PV	Photovoltaik, Energiegewinnung durch Sonne
rd.	rund
RED III	Renewable Energy Directive III
REER	Régimen Económico de Energías Renovables ("Wirtschaftsregime der Erneuerbaren Energien")
Rn.	Randnummer
ROC	Renewable Obligation Certificate
RtB	Ready-to-Build
Rz.	Randziffer
S&P	Standard and Poor's
S.	Seite
S.A.	Sociedad Anónima ("AG")
S.p.A.	Società per azioni ("AG")
SA	Société Anonyme ("AG")
SDAX	Small-Cap-DAX
SDE	de stimuleringsregeling duurzame energieproductie ("Anreizsystem für nachhaltige Energieerzeugung")
SDP	Strategic Development Partner ("strategischer Projektentwicklungspartner")
SE	Schweden
Slitevind	Slitevind AB
sog.	sogenannt
Solaria Energía	Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.
SolZ	Solidaritätszuschlag
Sondereffekte	Nicht nachhaltige Ergebniseffekte
Stern Energy	Stern Energy S.p.A.
Stern-Teilkonzern	Stern Energy zusammen mit ihren Tochtergesellschaften
tägl.	täglich
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model

Abkürzung	Definition
TCF	Total Cash Flow
TERNA ENERGY	TERNA ENERGY Industrial Commercial Technical Societe Anonyme
TEUR	Tausend Euro
Tion Renewables	Tion Renewables AG
TLG/WCM	Beherrschungsvertrag zwischen der TLG Immobilien AG und der WCM AG
Trade Working Capital	Netto-Umlaufvermögen
TRIG	The Renewables Infrastructure Group Limited
Tsd.	Tausend
Trans	Technisches Übergangsjahr
TV	Terminal Value ("Ewige Rente")
TV-Jahr	GJ31
TWh	Terawattstunde
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
U/C	Under Construction
Überg.	Übergangsphase
Übergangsphase	Planjahre GJ31-66
Übern. Anteile	Übernommene Anteile
UK	Großbritannien
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unternehmensplanung	Konsolidierte Mehrjahres-Unternehmensplanung des Encavis-Konzerns vom 14. April 2025
usw.	und so weiter
v.	vor
Vergangenheitszeitraum	Historische Geschäftsjahre GJ22-24
vgl.	vergleiche
Volitalia	Volitalia SA
VWAP	volumengewichteter Durchschnittskurs
WACC	Weighted Average Cost of Capital
Wachstumsportfolio	nicht konkretisierte Wachstumsprojekte des Encavis-Konzerns
WBaT	Wertbeitrag aus Thesaurierung
wir	Alvarez & Marsal Deutschland GmbH
WKN	Wertpapierkennnummer
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	Angebotsverordnung
XETRA	Börslicher Handelsplatz der Deutschen Börse AG
YieldCo	Investmentgesellschaft ohne eigenes Entwicklungsgeschäft

Abkürzung	Definition
z.B.	zum Beispiel
zit.	zitiert
zzgl.	zuzüglich

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

- 1 Die Elbe BidCo AG, Frankfurt am Main („**Elbe BidCo**“, „**Hauptaktionärin**“), eine Holdinggesellschaft, die von durch Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. und deren verbundene Unternehmen (zusammen „**KKR**“) beratene und verwaltete Investmentfonds, Vehikel und Accounts kontrolliert wird, hat die Alvarez & Marsal Deutschland GmbH („**wir**“, „**A&M**“) beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme („**Gutachtliche Stellungnahme**“) zum objektivierten Unternehmenswert der ENCAVIS AG, Hamburg („**Encavis AG**“, „**Gesellschaft**“, zusammen mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften „**Encavis-Konzern**“, „**Encavis**“) und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu erstatten.
- 2 Die Elbe BidCo hält unmittelbar rd. 94,15% der Aktien der Encavis AG und beabsichtigt, die Gesellschaft auf sich zu verschmelzen. In diesem Zusammenhang sollen die übrigen Aktionäre („**Minderheitsaktionäre**“) der Encavis AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung ausgeschlossen werden (§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG; verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out).
- 3 Der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll auf der Hauptversammlung der Encavis AG am 16. Juli 2025 gefasst werden. Dieser Tag ist der maßgebliche Bewertungsstichtag („**Bewertungsstichtag**“).

1.2 Auftragsdurchführung

- 4 Wir haben unsere Arbeiten unter Beachtung des IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008) („**IDW S 1**“) durchgeführt. Entsprechend dem Bewertungsanlass haben wir den Unternehmenswert der Encavis AG in der Funktion eines neutralen Gutachters zum 16. Juli 2025 bestimmt. In der Funktion des neutralen Gutachters wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger tätig, der mit nachvollziehbarer Methodik einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffenen Parteien unabhängigen Wert – den objektivierten Unternehmenswert – ermittelt.¹ Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.²
- 5 Die Bewertungsarbeiten haben wir in den Monaten Februar 2025 bis Mai 2025 in unseren Geschäftsräumen in Frankfurt am Main sowie aus dem häuslichen Arbeitszimmer durchgeführt. Hierfür standen uns i.W. folgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Konzernabschluss sowie Konzernlagebericht nach International Financial Reporting Standards (IFRS) der Encavis AG für die Geschäftsjahre (GJ) 2022-24;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Jahresabschluss nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) der Encavis AG für GJ22-24;
 - Bericht des Vorstandes über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen für die Zeit vom 4. Dezember 2024 bis 31. Dezember 2024 (Abhängigkeitsbericht);
 - Konsolidierte Mehrjahres-Unternehmensplanung des Encavis-Konzerns vom 14. April 2025 („**Unternehmensplanung**“); und
 - Weitere bewertungsrelevante Unterlagen und Informationen sowie Protokolle der Aufsichtsratssitzungen aus den letzten drei Jahren.
- 6 Auskünfte zum Unternehmen wurden uns durch das Management der Encavis AG und die von ihm benannten Auskunftspersonen (zusammen „**Management**“) erteilt oder aus den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen entnommen.

¹ IDW S 1, Tz. 12.

² IDW S 1, Tz. 29.

- 7 Das Management hat uns eine Vollständigkeitserklärung ausgehändigt, in der bestätigt wird, dass uns alle für die Bewertung notwendigen Informationen zur Verfügung gestellt wurden, dass diese richtig sind, dass die Unternehmensplanung den Erwartungen des Managements entspricht und dass diese ohne Einflussnahme oder Weisung der Hauptaktionärin aufgestellt wurde.
- 8 Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und auf Kapitalmarktdaten der Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ und Bloomberg zurückgegriffen. Der Stichtag für die verwendeten Kapitalmarktdaten ist der 16. Mai 2025.
- Haftungsausschluss**
- 9 Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Überprüfung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen. Diese gehörten nicht zu unserem Auftrag.
- 10 Die vorliegende Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Die Verwendung umfasst auch die Überlassung der Gutachtlichen Stellungnahme im Rahmen der Berichterstattung der Hauptaktionärin an die Aktionäre der Encavis AG im Zusammenhang mit der Hauptversammlung; die im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung erforderliche Einsichtnahme durch die gerichtlich bestellte Prüferin gemäß § 293c Abs. 1 Satz 3 AktG; sowie die Vorlage in sich der Hauptversammlung eventuell anschließenden Gerichtsverfahren.
- 11 Die Gutachtliche Stellungnahme ist darüber hinaus nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf diese außerhalb der vorstehenden Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen untersagt werden.
- 12 Wir weisen darauf hin, dass ein Unternehmenswert grundsätzlich zeitpunktbezogen auf einen festgesetzten Bewertungsstichtag ermittelt wird. Die Erwartungen der an einer Unternehmensbewertung interessierten Parteien über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der bestmöglichen Alternativinvestition hängen von dem Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Der Unternehmenswert der Encavis AG wurde zum Bewertungsstichtag 16. Juli 2025 ermittelt.
- 13 Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage A&M-001 beigefügten Allgemeinen Geschäftsbedingungen (*Standard Terms of Business for Valuation Services*) der Alvarez & Marsal Deutschland GmbH in der Fassung vom Mai 2020 maßgeblich.
- 14 Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen i.H.v. plus/minus einer Einheit (EUR Mio., % usw.) auftreten.

2 BEWERTUNGSMETHODEN

15 Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), insbesondere in dem „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ gefunden.

2.1 Börsenkurs³

16 Der IDW S 1 beschreibt in Tz. 16, dass z.B. bei Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln ist.

17 Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („BVerfG“) und des Bundesgerichtshofs („BGH“) zu – an einem organisierten Kapitalmarkt – börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des BVerfG vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.).

18 Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.⁴

19 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):

- Über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
- Der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
- Eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.

20 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).

21 Ferner besagt § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV, dass der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar ist, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:

- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
- Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.

³ Für die Analysen und die Aufarbeitung der Forschung sowie Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmethode vgl. Laas, Riabinova, NZG 2025; S. 435 ff.

⁴ Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung („WpÜGAngebV“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt. Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, sodass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne die Maßnahme widerspiegelt. Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.

- 22 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W5/15).
- 23 In den jüngsten BGH-Beschlüssen vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, wurde der Börsenkurs zur Bestimmung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG für geeignet befunden. Somit wird in diesen Urteilen dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Abfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Marktengpass nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngeV.
- 24 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. „Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, so dass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, kann der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.“⁵ Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses voraus. Für die Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt.⁶ In der aktuellen Rechtsprechung werden folgende Analysen zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses diskutiert:
- Analyse der Verkehrsfähigkeit
 - Analyse der Aktienliquidität
 - Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung

2.2 Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Methode

- 25 Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmensigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentieren. Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.⁷
- 26 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (Abschnitt 2.4).⁸
- 27 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
- 28 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, WACC) mit dem sog. WACC-

⁵ Vgl. BGH, Urt. v. 31.1.24, Tz. 26 juris.

⁶ Zu den Handlungsempfehlungen vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 435 ff.

⁷ IDW S 1, Rz. 25.

⁸ IDW S 1, Rz. 101.

Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden. Bei der direkten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse um die Fremdkapitalkosten vermindert und danach in einem Schritt diskontiert. Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.

- 29 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 erfolgte, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

Vorgehensweise bei der Bewertung anhand der Ertragswertmethode

- 30 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.⁹ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.¹⁰
- 31 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert in der Regel auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 32 Für den Fall, dass sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“ bzw. „Übergangsphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 33 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass sich die jährlichen Überschüsse konstant oder konstant wachsend verhalten.¹¹
- 34 Bei Anwendung der Ertragswertmethode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet.
- 35 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich. Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.
- 36 Sollten Sachverhalte im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, so sind diese gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen

⁹ IDW S 1, Rz. 7.

¹⁰ IDW S 1, Rz. 101.

¹¹ IDW S 1, Rz. 75ff.

beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.

37 Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte als Sonderwert ermittelt werden. Die Berücksichtigung von Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

38 Die Ertragswertermittlung beruht auf der vorliegenden Unternehmensplanung (siehe Abschnitt 5), unseren Überlegungen zur Ewigen Rente (siehe Abschnitt 6) und der Ableitung der Kapitalkosten (siehe Abschnitt 7). Eine Zusammenfassung der Ertragswertermittlung erfolgt in Abschnitt 8.

2.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren

39 Neben dem Ertragswert findet die Ermittlung von Unternehmenswerten mithilfe der Multiplikator-Methode Anwendung.

40 Analog zu Ertragswert- und DCF-Methode können sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheitenanteile sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

41 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend den Grundsätzen des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse nach der Ertragswert-Methode.¹²

42 Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen im Transaktionsgeschäft eine wesentliche Grundlage zur Ableitung eines potenziellen Transaktionspreises dar.

Börsenmultiplikatoren

43 Während bei der Ertragswertmethode die erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer Ertragsgröße eines Basisjahres. Die längerfristigen Ertragsersparungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag einerseits im Multiplikator sowie andererseits in der abgeleiteten Umsatz- oder Ergebnisgröße, welche im Vergleich zu der verwendeten Vergleichsgruppe bzw. „Peer Group“ ein repräsentatives Niveau widerspiegelt.

44 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren. Für die Multiplikatorbewertung legen wir eine Gruppe aus börsennotierten Vergleichsunternehmen sowie die Konsensschätzungen von Aktienanalysten zu Ergebnis- und weiteren Bezugsgrößen zugrunde. Unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit des Bewertungsobjektes stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren auf den EBITDA als Bezugsgröße ab.

45 Wir haben eine Plausibilisierung des Ertragswerts mithilfe von EV/EBITDA-Multiplikatoren durchgeführt (siehe Abschnitt 8.3). Hierbei werden die Gesamtunternehmenswerte der Vergleichsunternehmen in Relation zu den prognostizierten zukünftigen EBITDA-Werten gesetzt.

Transaktionsmultiplikatoren

46 Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der bei vergleichbaren Transaktionen gezahlte Kaufpreis – anstelle der Marktkapitalisierung (bzw. des auf dieser Basis ermittelten Unternehmensgesamtwerts) – ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt.

47 Im Rahmen der Analyse der auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenlagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise können

¹² IDW S 1, Rz. 143 ff.

beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen berücksichtigen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge für bspw. sog. Übernahmeprämien enthalten. Dies ist in der Praxis häufig beobachtbar, lässt sich jedoch in der Regel nicht einzeln quantifizieren oder separieren.

48 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – insbesondere gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt.

49 Zur weiteren Plausibilisierung der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt (siehe Abschnitt 8.4).

2.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren

50 Im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren stellen Liquidationswerte und Substanzwerte sog. Einzelbewertungsverfahren dar. Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen.

51 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.¹³

52 Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.

53 Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotenzials zum Gesamtnutzungspotenzial ergeben (Rekonstruktionszeitwert).

54 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird i.d.R. ein Substanzwert i.S. eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.¹⁴ Im vorliegenden Fall haben wir einen überschlägigen Liquidationswert bestimmt.

¹³ IDW S 1, Tz. 5, 140f.

¹⁴ u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

3 **BEWERTUNGSOBJEKT**

3.1 **Rechtliche und steuerliche Verhältnisse**

55 Die Encavis AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, geschäftsansässig in Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, Deutschland.

56 Der Vorstand der Encavis AG besteht aus zwei Mitgliedern:

- Dr. Christoph Husmann (Sprecher des Vorstands und Chief Financial Officer); und
- Mario Schirru (Vorstandsmitglied, Chief Investment Officer und Chief Operating Officer).

57 Der Aufsichtsrat besteht aus sechs Mitgliedern. Den Vorsitz des Aufsichtsrats hat Dr. Johannes Teysen inne.

58 Die Satzung ist gültig in der Fassung vom 17. Juni 2024.

59 Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung a) das Betreiben von Anlagen zur Produktion von Energie aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaft als freier Stromproduzent; b) das Betreiben von Anlagen zur Speicherung von Energie; c) die Vermarktung von Energie; d) Versorgung und Handel mit Energie; e) das Erbringen kaufmännischer, technischer oder sonstiger nicht genehmigungspflichtiger oder zustimmungsbedürftiger Dienstleistungen in Zusammenhang mit dem Erwerb, der Errichtung oder dem Betrieb von Anlagen zur Produktion von Energie aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaften; f) der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen; g) die Erbringung von Dienstleistungen auf den vorgenannten Gebieten.

60 Das Geschäftsjahr (GJ) entspricht dem Kalenderjahr.

Kapitalverhältnisse

61 Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 161.722.524,00, eingeteilt in 161.722.524 auf den Inhaber lautende Stückaktien.

62 Die Aktie der Gesellschaft war unter der ISIN DE0006095003 (WKN 609500) an der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse und im regulierten Markt der Hamburger Wertpapierbörse zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien der Encavis AG an den deutschen Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und Tradegate Exchange im Freiverkehr gehandelt und waren ferner zum Handel in den Teilbereich *Berlin Second Regulated Market* der Börse Berlin einbezogen.¹⁵ Die Encavis AG-Aktien waren bis zum 28. November 2024 im SDAX der Deutschen Börse enthalten.

63 Am 6. Dezember 2024 wurde das beabsichtigte Delisting der Aktien der Encavis AG bekannt gegeben. Das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot wurde am 23. Dezember 2024 veröffentlicht. Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel mit den Encavis-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Hamburg auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Die Aktie wird aber weiterhin mit vergleichsweise geringen Handelsumsätzen im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch unterstützt.

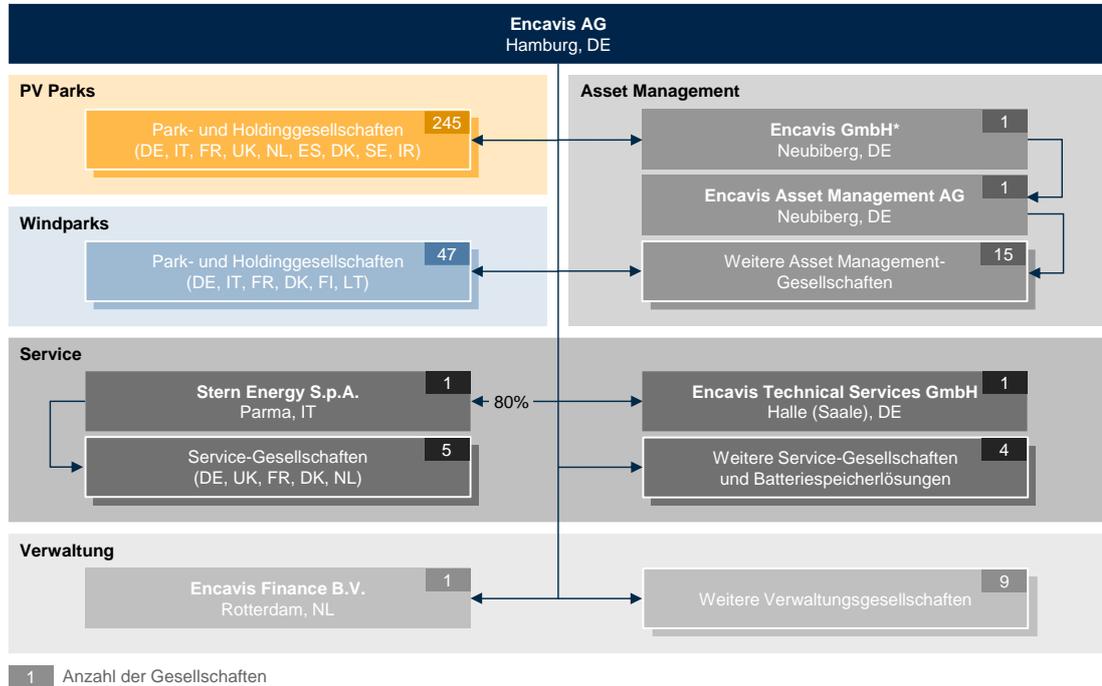
64 Die Hauptaktionärin hält rd. 94,15% der Aktien der Encavis AG. Die übrigen Anteile sind dem Streubesitz zuzuordnen.

¹⁵ Der Teilbereich *Berlin Second Regulated Market* der Börse Berlin ist nach § 54 Abs. 1 der Börsenordnung der Börse Berlin Teil des Freiverkehrs, aber ein geregelter Markt im Sinne von Titel III der Richtlinie (EU) 65/2014 (MiFiD II).

Struktur des Encavis-Konzerns

65 Das Bewertungsobjekt umfasst den Encavis-Konzern. Nachfolgende Abbildung zeigt die vereinfachte Konzernstruktur von Encavis:

Abbildung 1: Konzernstruktur



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Anmerkung: Die Beteiligungsquote liegt bei 100%, sofern nicht anders angegeben, mit Ausnahme einzelner Gesellschaften in den Segmenten PV Parks und Windparks.

(*) Die Encavis GmbH wird dem Segment Asset Management und dem Verwaltungsbereich zugeordnet.

66 Die Encavis AG ist das Mutterunternehmen des Encavis-Konzerns. Neben der Encavis AG werden zum 31. Dezember 2024 (Dez24) insgesamt 330 Tochterunternehmen unmittelbar oder mittelbar in den Konzernabschluss einbezogen.

67 Der Encavis-Konzern setzt sich aus vier berichtspflichtigen Segmenten und dem Verwaltungsbereich zusammen:

- **PV Parks:** Das Segment umfasst sämtliche Eigenbestands-Solarparks in Deutschland (DE), Italien (IT), Frankreich (FR), Großbritannien (UK), den Niederlanden (NL), Spanien (ES), Dänemark (DK) und Schweden (SE) sowie etwaige Holdinggesellschaften (insgesamt 245 Gesellschaften).
- **Windparks:** In diesem Segment sind sämtliche Eigenbestands-Windparks in DE, IT, FR, DN, Finnland (FN) und Litauen (LT) sowie die dazugehörigen Holdinggesellschaften enthalten (insgesamt 47 Gesellschaften).
- **Service:** Das Segment besteht aus der Encavis Technical Services GmbH sowie der italienischen Stern Energy S.p.A. nebst ihren Landesgesellschaften für Services in DE, UK, FR, den NL und DN („**Stern Energy**“, zusammen mit ihren Tochtergesellschaften „**Stern-Teilkonzern**“). Zudem sind in diesem Segment weitere Service-Gesellschaften und Batteriespeicherlösungen (Battery Energy Storage System, **BESS**) enthalten.
- **Asset Management:** Dieses Segment umfasst die Geschäftsaktivitäten der Encavis Asset Management AG sowie diejenigen Aktivitäten der Encavis GmbH, die das Geschäftsfeld des Asset Managements betreffen, sowie sonstige diesem Geschäftsfeld zugeordnete Gesellschaften.
- **Verwaltung:** Das Segment Verwaltung besteht neben der Muttergesellschaft (Encavis AG) aus der Encavis GmbH (ebenfalls dem Segment Asset Management zugeordnet), der Encavis Finance B.V. sowie sonstigen der Verwaltung zugeordnete Gesellschaften.

68 Zum Dez24 beschäftigte der Encavis-Konzern neben dem Vorstand 423 Mitarbeiter. Ein Großteil der Belegschaft wird den Bereichen Technik/Verwaltung (208) und Asset Management (77) zugeordnet. Die übrigen Mitarbeiter verteilen sich auf die Bereichen Finance, Operations, Stab, Investment und Corporate Finance/Project Finance.

Steuerliche Verhältnisse

69 Die Encavis AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht und wird beim Finanzamt Hamburg-Altona geführt. Die letzte steuerliche Außenprüfung wurde zuletzt im Mai 2025 für den Veranlagungszeitraum 2016-19 durchgeführt.

70 Die steuerlichen Verlustvorträge innerhalb des Encavis-Konzerns belaufen sich zum Dez24 auf EUR 176 Mio. und wurden bei der Unternehmensbewertung werterhöhend berücksichtigt (siehe Abschnitt 6.6).

71 Das steuerliche Einlagekonto beträgt zum Dez24 nach den Berechnungen der Encavis AG EUR 626 Mio. Im Rahmen der Unternehmensbewertung hat sich aus dem steuerlichen Einlagekonto kein Wertbeitrag ergeben (siehe Abschnitt 8.2).

3.2 Wirtschaftliche Verhältnisse

3.2.1 Unternehmenshistorie

72 Der Encavis-Konzern entstand durch den Zusammenschluss der Capital Stage AG und der CHORUS Clean Energy AG im Jahr 2017 und die anschließende Umfirmierung der Capital Stage AG in die Encavis AG zu Beginn des Jahres 2018.

- Die Capital Stage AG hat ihren Ursprung in der Einbringung der Beteiligungen der Futura Capitalis AG in die Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG (HWAG) im Jahr 2001 und die anschließende Umfirmierung der HWAG in die Capital Stage AG. Als börsennotierte Private-Equity-Gesellschaft konzentrierte sich die Capital Stage AG ursprünglich auf die Investition in Unternehmensbeteiligungen im Bereich der erneuerbaren Energien. Seit dem Jahr 2009 fokussierte sich das Unternehmen zunehmend auf den Erwerb und Betrieb eigener Solar- und Windparks in Europa.
- Die CHORUS Clean Energy AG entstammt der CHORUS-Gruppe, welche ihren Ursprung in der 1998 als Vertriebsgesellschaft gegründeten CHORUS GmbH hat. Nach dem initialen Aufbau des Fonds-Geschäfts vollzog die Gruppe im Jahr 2006 einen strategischen Wechsel hin zu Investitionen in Projekte aus dem Bereich der erneuerbaren Energien und baute daraufhin das eigene Solar- und Windparkportfolio auf. Im Jahr 2014 wurde die CHORUS Clean Energy AG gegründet, die das Vermögen der CHORUS-Fonds und der Gesellschafter der CHORUS GmbH übernommen hat; am 7. Oktober 2015 erfolgte schließlich der Börsengang der CHORUS Clean Energy AG.

73 Seit der Umfirmierung der Capital Stage AG in die Encavis AG im Jahr 2018 hat das Unternehmen ein Erzeugungsportfolio von mehr als 250 Solar- und Windparks in zehn Ländern mit einer Stromerzeugungskapazität von 2,4 Gigawatt (**GW**) zum Ende des Jahres 2024 aufgebaut.

74 Im Jahr 2019 erwarb die Encavis AG 30% der Anteile an der Stern Energy S.p.A. (Stern Energy), einem Anbieter technischer Dienstleistungen für den Betrieb und die Wartung (Operations & Maintenance, **O&M**) von Solaranlagen, um das O&M-Geschäft des Encavis-Konzerns zu stärken. Im Oktober 2022 hat die Gesellschaft ihren Anteil an der Stern Energy auf 80% erhöht.

75 Im August 2023 kündigte die Encavis den Erwerb eines baureifen Batterieprojekts (BESS) in Hettstedt, Sachsen-Anhalt, zur Optimierung der Vermarktung des Stromes der eigenen Solar- und Windparks in Deutschland an; das Projekt befindet sich derzeit noch im Bau.

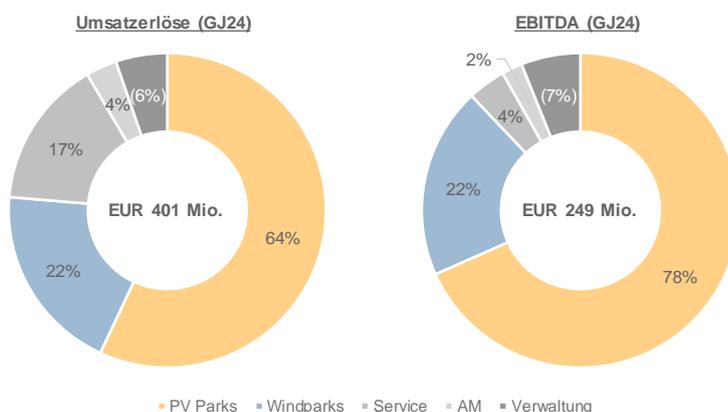
76 Mit dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Elbe BidCo vom 24. April 2024 und dem Delisting-Erwerbsangebot der Elbe BidCo vom 23. Dezember 2024 gab KKR bekannt, die vollständige Übernahme der Encavis AG anzustreben und das Unternehmen von der Börse nehmen zu wollen. Das Übernahmeangebot und das Delisting-Erwerbsangebot wurden jeweils

zu einem Preis von EUR 17,50 je Encavis-Aktie („Angebotspreis“) unterbreitet.¹⁶ Seit Ablauf des 31. Januar 2025 sind die Encavis-Aktien nicht mehr zum Handel im regulierten Markt zugelassen.

3.2.2 Geschäftsmodell

- 77 Der Encavis-Konzern ist ein unabhängiger Produzent von Strom aus erneuerbaren Energien (Independent Power Producer, **IPP**). Als einer der führenden Stromerzeuger in Europa erwirbt und betreibt Encavis Solar- und Windparks, vornehmlich in den Ländern DE, ES, DK, FR und NL. Die Vermarktung des erzeugten Stroms erfolgt i.W. über drei Absatzkanäle:
- Gesetzlich garantierte Einspeisevergütungen bzw. Stromeinspeiseverträge (Feed-in Tariffs, **FiT**), die über einen Zeitraum von zehn bis 20 Jahren einen garantierten Abnahmepreis zusichern;
 - Langfristige Stromabnahmeverträge (Power Purchase Agreements, **PPA**) mit Energieversorgern und privatwirtschaftlichen Großkunden, die eine Preisfixierung für typischerweise zehn bis 15 Jahren umfassen; sowie
 - Direktvermarktung an der Strombörse, insbesondere in Regionen, in denen FiT bzw. PPAs weniger verbreitet sind oder nach Ablauf der entsprechenden Stromeinspeiseverträge bzw. PPAs.
- 78 Die Wachstumsstrategie der Gesellschaft umfasst i) den Erwerb bereits in Betrieb befindlicher Solar- und Windparks und ii) die Entwicklung neuer Solar- und Windprojekte. Das Erzeugungssportfolio setzt sich aus den in Betrieb befindlichen Anlagen (Commercial Operation Date, **COD**) zusammen und wird um Projekte in der Entwicklungsphase, baureife (Ready-to-Build, **RtB**) und im Bau befindliche Projekte (Under Construction, **U/C**) ergänzt.
- 79 Des Weiteren erbringt Encavis O&M-Dienstleistungen für konzernerneigene und konzernfremde Solaranlagen und bietet darüber hinaus Asset Management-Dienstleistungen für institutionelle Investoren an.
- 80 Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Umsatzerlöse und EBITDA des Encavis-Konzerns im GJ24 nach Segment.

Abbildung 2: Umsatzerlöse/EBITDA nach Segment¹⁷



Quelle: Encavis-Geschäftsbericht 2024; A&M Analyse.

- 81 Der Encavis-Konzern ist in vier operative Segmente unterteilt:
- **PV Parks:** Die Geschäftstätigkeit des Segments PV Parks bezieht sich auf den Erwerb, die Entwicklung und den Betrieb von Freiflächen-Photovoltaikanlagen (installierte

¹⁶ Angebotsunterlage vom 24. April 2024: Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) der Elbe BidCo AG an die Aktionäre der Encavis AG zum Erwerb ihrer auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Encavis AG; Angebotsunterlage vom 23. Dezember 2024: Öffentliches Delisting-Erwerbsangebot (Barangebot) der Elbe BidCo AG an die Aktionäre der Encavis AG zum Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von der Bieterin gehaltenen auf den Inhaber lautenden Stückaktien.

¹⁷ Bereinigte Zahlen (siehe Abschnitt 4.3).

Kapazität von 1,8 GW zum Dez24). Im Fokus der Geschäftstätigkeit steht die Produktion und Vermarktung von Strom.

- **Windparks:** Das Segment Windparks konzentriert sich auf den Erwerb, die Entwicklung und den Betrieb von Onshore-Windparks (installierte Kapazität von 0,6 GW zum Dez24). Die wesentliche Geschäftstätigkeit besteht wiederum aus der Stromerzeugung und Vermarktung von Strom.
- **Service:** Dieses Segment umfasst die technische Betriebsführung und Wartung (O&M), die kaufmännische Betriebsführung, Neuinstallationen, Durchführung von Verbesserungsmaßnahmen von Solaranlagen (Revamping¹⁸ und Repowering¹⁹) sowie das Projektentwicklungsgeschäft. Die Serviceleistungen werden für konzerneigene und konzernfremde Solaranlagen erbracht. Darüber hinaus wird dem Segment Service das neue Geschäftsfeld der Batteriespeicherlösungen zugerechnet.
- **Asset Management:** Das Segment Asset Management umfasst die Projektstrukturierung, PPA-Strukturierung, Finanzierungsstrukturierung, Anlagenmanagement und -beratung sowie Projektentwicklungsmanagement für professionelle Investoren im Bereich der erneuerbaren Energien (Gesamtinvestitionsvolumen von EUR 2,3 Mrd. bzw. verwaltetes Solar- und Windportfolio von 1,4 GW zum Dez24).

82 Das Segment PV Parks und das Segment Windparks werden zusammen als **IPP-Bereich** bezeichnet. Auf den IPP-Bereich entfallen 85% der Umsatzerlöse (GJ24) des Encavis-Konzerns.

3.2.3 Erzeugungspotfolio

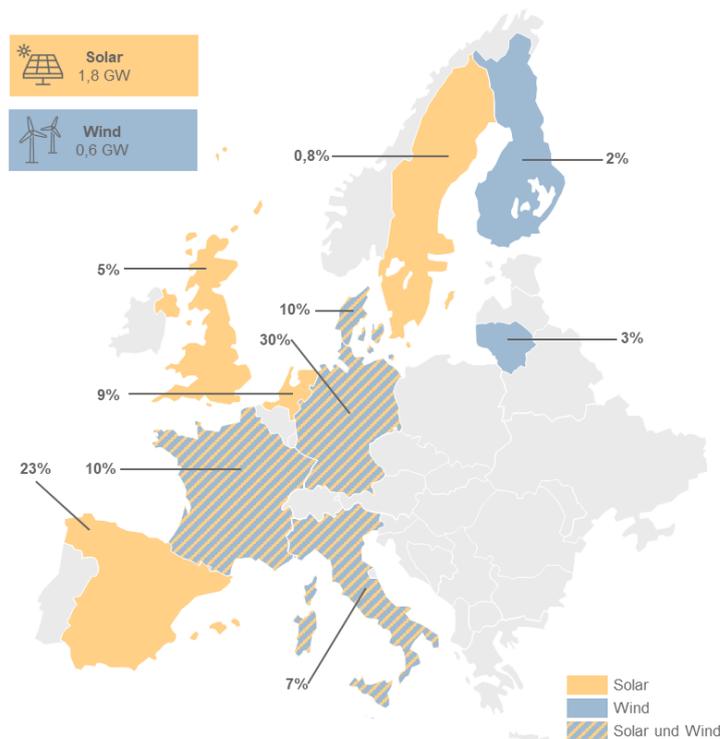
Installierte Kapazität und produzierte Strommenge

83 Das Erzeugungspotfolio umfasst zum Dez24 über 200 Solarparks und über 50 Onshore-Windparks mit einer installierten Gesamtleistung von 2,4 GW in den Ländern DE, ES, DK, FR, NL, IT, UK, LT, FT und SE („**Encavis-Region**“).

84 Nachfolgende Abbildung zeigt die geographische Verteilung des Portfolios und die Anteile der einzelnen Länder an der installierten Gesamtleistung in der Encavis-Region.

¹⁸ Kraftwerkserneuerung von Wind- und Solarparks zur Steigerung der Stromerzeugungsleistung.

¹⁹ Kraftwerkserneuerung von Wind- und Solarparks zum Erhalt der bestehenden Stromerzeugungsleistung.

Abbildung 3: Erzeugungspotential

85 Die wichtigsten geographischen Märkte von Encavis sind DE (30% der installierten Gesamtleistung zum Dez24), ES (23%), DK (10%), FR (10%) und NL (9%). Die Encavis-Region zeichnet sich grundsätzlich durch ein stabiles wirtschaftliches Umfeld und verlässliche Investitions- und Rahmenbedingungen aus.

86 Das Erzeugungspotential umfasst eine installierte Gesamtleistung von 2,4 GW, die sich auf eine Solarkapazität von 1,8 GW (75%) und einer Windkapazität von 0,6 GW (25%) verteilt. Die produzierte Strommenge belief sich im GJ24 auf 3.305 Gigawattstunden (**GWh**); davon entfielen 2.019 GWh auf Solarparks und 1.286 GWh auf Windparks.

87 Die durchschnittliche Kapazität eines Solarparks beträgt 9,0 MW, die eines Windparks 12,1 MW. Das nach der Kapazität gewichtete Durchschnittsalter der Anlagen beläuft sich auf 6,6 Jahre im Solarbereich bzw. 6,8 Jahre im Windbereich, die Restlaufzeit beträgt 21,0 Jahre (Solar) bzw. 23,6 Jahre (Wind).

88 Die Leistung der Solar- und Windparks ist von meteorologischen Gegebenheiten in den jeweiligen Regionen abhängig, die das Ergebnis des Encavis-Konzerns beeinflussen können, insbesondere im Segment Windparks.

Wachstumsstrategie

89 Die Encavis-Region umfasst europäische Kernmärkte, die bereits seit längerem auf erneuerbare Energien ausgerichtet sind und über einen entsprechenden Bestand an Wind- und Solarparks verfügen.

90 Der Encavis-Konzern verfolgt eine „Buy-and-Hold“-Strategie, die auf die Akquisition von Projekten in der Entwicklungsphase, baureifen (RtB) bzw. im Bau befindlichen (U/C) Projekten und bereits ans Netz angeschlossenen (COD) Anlagen sowie den anschließenden Betrieb der Anlagen bis zum Ende der technischen oder wirtschaftlichen Nutzungsdauer ausgerichtet ist.

91 Im Solarbereich geht Encavis strategische Partnerschaften mit lokalen Projektentwicklern (Strategic Development Partner, **SDP**) ein, die die Verantwortung für den Entwicklungsprozess bis zum Erreichen des RtB-Stadiums übernehmen, während Encavis oftmals bereits vorher das volle Eigentum an den Projekten übernimmt. Das Projektentwicklungsrisiko verbleibt i.d.R. bis zum Erreichen der Baureife beim SDP. Ab Erreichen des RtB-Stadiums kontrolliert Encavis

die letzten Phasen der Strukturierung (Verhandlung von PPAs, Finanzierungsvereinbarungen und Bauverträgen bzw. EPC-Agreements²⁰).

- 92 Im Onshore-Windbereich verfolgt Encavis die Strategie, baureife bzw. schlüsselfertige Projekte oder bereits bestehende Anlagen zu erwerben, da das Entwicklungsrisiko bei Onshore-Windparks höher ist und durch einen längeren Entwicklungsprozess gekennzeichnet ist.

Entwicklungsprojekte

- 93 Das Erzeugungsportfolio soll bis zum Ende des GJ28 eine installierte Gesamtleistung von 6,8 GW erreichen (siehe Abschnitt 5.3). Davon entfallen 1,4 GW auf bereits konkretisierte Pipeline-Projekte. Ein Großteil der Pipeline bezieht sich auf neue Solarparks in DK, DE und ES.

- 94 Zu den wesentlichen Entwicklungsprojekten, die in den GJ25-28 ans Netz angeschlossen werden sollen, zählen folgende Projekte:

- ein Solarpark in Dietfurt, Bayern, DE, mit einer Kapazität von 62 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 3Q25);
- drei Solarparks in der Nähe von Córdoba, ES, mit einer Gesamtkapazität von 95 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 4Q25);
- ein Solarpark in Andalusien, ES, mit einer Kapazität von 109 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 4Q25);
- zwei Solarparks in der Nähe von Aalborg, DK, mit einer Gesamtkapazitäten von 274 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 3Q-4Q26); und
- zwei Solarparks in Jütland, DK, mit einer Gesamtkapazität von 356 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 1Q28).

Vermarktungsmodelle

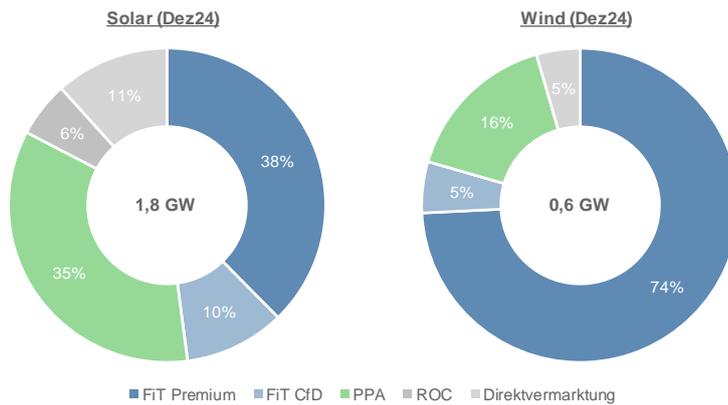
- 95 Die Vermarktungsmodelle für den von Encavis produzierten Strom sind durch die regulatorischen Rahmenbedingungen innerhalb der Encavis-Region bedingt. Eine Übersicht der regulatorischen Rahmenbedingungen in ausgewählten Ländern ist Anhang A&M-001 „Regulatorische Rahmenbedingungen“ zu entnehmen.

- 96 Die folgenden Vermarktungsmodelle sind für den Encavis-Konzern relevant:

- **Marktprämienmodell (FiT Premium):** Verkauf von Strom an der Strombörse und Vereinnahmung einer zusätzlichen Prämie zu einem – i.d.R. über ein Auktionsverfahren bestimmten – Referenzwert, sofern der Marktpreis diesen Referenzwert unterschreitet.
- **Contract for Difference (FiT CfD):** Anders als beim Marktprämienmodell besteht bei einer Überschreitung des Referenzpreises eine Verpflichtung, die Differenz zum Referenzpreis zurückzuzahlen.
- **Stromabnahmeverträge (PPA):** Langfristige Verträge mit gewerblichen oder industriellen Abnehmern; beinhalten eine Preisfixierung.
- **Renewable Obligation Certificates (ROC):** Handelbare Förderzertifikate für den am Markt verkauften grünen Strom, die Stromversorger als Nachweis für die Deckung der staatlich vorgegebenen Versorgungspflichten mit Strom aus erneuerbaren Energien benötigen.
- **Direktvermarktung:** Verkauf an der Strombörse, wobei die Preise durch das Merit-Order-Modell (siehe Abschnitt 3.2.5) bestimmt werden; i.d.R. erhält Encavis den Monatsmittelwert der erzielten Preise abzüglich eines Abschlags für die Vergütung des Direktvermarkters.

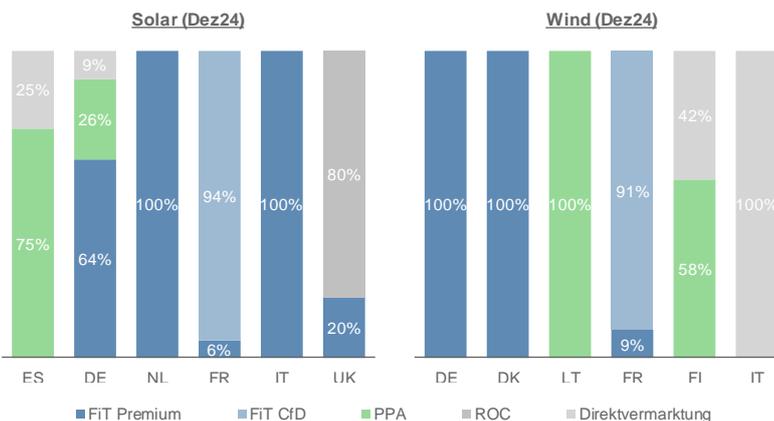
- 97 Nachfolgende Abbildung zeigt den Anteil der unterschiedlichen Vermarktungsmodelle an der Solar- bzw. Windkapazität des Erzeugungsportfolios von Encavis.

²⁰ Engineering, Procurement and Construction Agreement: Form der Projektabwicklung, bei der der Auftragnehmer eine Anlage in einem oft vordefinierten Zeit- und Kostenrahmen schlüsselfertig an den Auftraggeber übergibt.

Abbildung 4: Erzeugungsportfolio (Kapazität) nach Vermarktungsmodell

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 98 Nahezu die gesamte Stromproduktion (88% der Solarkapazität bzw. 96% der Windkapazität) ist vertraglich gesichert und nur ein geringer Teil des produzierten Stroms wird über die Strombörse vermarktet.
- 99 Für einen großen Teil des Erzeugungsportfolios (38% Solar und 74% Wind) bestehen Marktprämienmodelle. Diese beinhalten hohe historische Tarife (insbesondere in DE, IT und FR) – i.d.R. in Form fester Einspeisevergütungen – sodass die Umsatzbeiträge der FIT Premium-Modelle über den Anteilen an der Gesamtkapazität liegen. Die durchschnittliche Restlaufzeit der FIT Premium-Verträge beträgt 10,3 Jahre.
- 100 Darüber hinaus entfällt ein wesentlicher Teil der Gesamtkapazität auf PPAs, insbesondere im Solarbereich (35% Solar und 16% Wind). Die durchschnittliche Restlaufzeit der PPAs beläuft sich auf 6,9 Jahre.
- 101 Nachfolgende Abbildung zeigt die Anwendung der Vermarktungsmodelle für ausgewählte Länder des Erzeugungsportfolios.

Abbildung 5: Erzeugungsportfolio (Kapazität) nach Vermarktungsmodell und Land

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 102 Die Anwendung der Vermarktungsmodelle hängt stark von der jeweiligen Region ab. Beispielsweise wird das gesamte Solarportfolio in NL und IT bzw. das gesamte Windportfolio in DE und DK vollständig über das Marktprämienmodell vergütet. Für das gesamte Windportfolio in LT bestehen hingegen langfristige Stromabnahmeverträge.

3.2.4 Strategie

- 103 Nach Angaben des Managements wird sich der Encavis-Konzern auch zukünftig i.W. auf die Segmente PV-Freiflächenanlagen und Onshore-Windkraftanlagen konzentrieren. Dabei soll eine zunehmende geographische Diversifizierung (z.B. Zubau von Solarkapazität in DK und

Windkapazität in ES) die Abhängigkeit von der Sonneneinstrahlung beziehungsweise dem Windaufkommen in einzelnen Regionen senken.

104 Im Segment Service ist eine geographische Expansion in weitere Märkte (z.B. ES) vorgesehen, um die technischen Dienstleistungen von Encavis weiter zu stärken und das O&M-Geschäft zu einer führenden Plattform für Solarservices für Drittkunden in Europa auszubauen. Weiterhin sollen margenstärkere Dienstleistungen (z.B. Revamping und Repowering, Neuinstallationen) in den Vordergrund treten.

105 Das zum Segment Service zugehörige neue Geschäftsfeld der Batteriespeicherlösungen (BESS) soll zur technologischen Differenzierung des Encavis-Konzerns beitragen. Die BESS-Projekte sind nicht an spezifische Solar- oder Windparks des Konzerns gebunden. Durch den Aufbau von BESS-Kapazitäten sollen negative Strompreise in Zukunft vermieden werden.

106 Das Segment Asset Management soll sich künftig auf den Verkauf von Minderheitsbeteiligungen an eigenen Bestandparks an Fondsinvestoren konzentrieren, um freie Mittel für das Unternehmenswachstums zu generieren. Vor diesem Hintergrund sollen auch die Investment Teams aus dem IPP-Bereich und dem Segment Asset Management zusammengelegt werden.

3.2.5 Markt- und Wettbewerbsumfeld

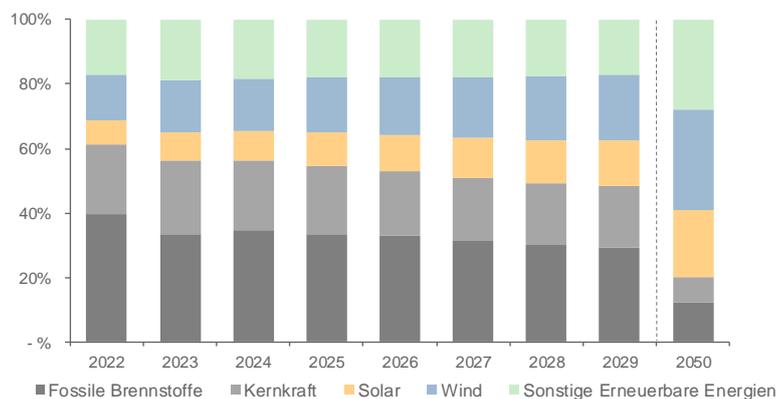
107 Encavis ist auf dem europäischen Markt für erneuerbare Energien tätig, der die Erzeugung und Vermarktung von Strom aus Photovoltaik- und Windkraftanlagen sowie die damit verbundenen Tätigkeiten umfasst. Im Folgenden betrachten wir die Preis- und Mengenentwicklung im Markt für erneuerbare Energien in Europa und der Encavis-Region.

Entwicklung der installierten Kapazität

108 Der europäische Markt für erneuerbare Energien ist wesentlich durch regulatorische Maßnahmen geprägt. Eine wichtige Grundlage ist dabei der im Jahr 2019 von der Europäischen Kommission vorgestellte „EU-Green-Deal“ mit dem Ziel, Klimaneutralität in der Europäischen Union (EU) zu erreichen und den Anteil der erneuerbaren Energien an der Gesamtenergiemenge bis zum Jahr 2050 auf über 80% zu steigern.

109 Nachfolgende Abbildung zeigt die historische und prognostizierte Entwicklung des EU-Energiemix im Zeitraum 2022-50 auf Grundlage von Daten des Statistikportals Statista.

Abbildung 6: EU-Energiemix (% Stromerzeugung)



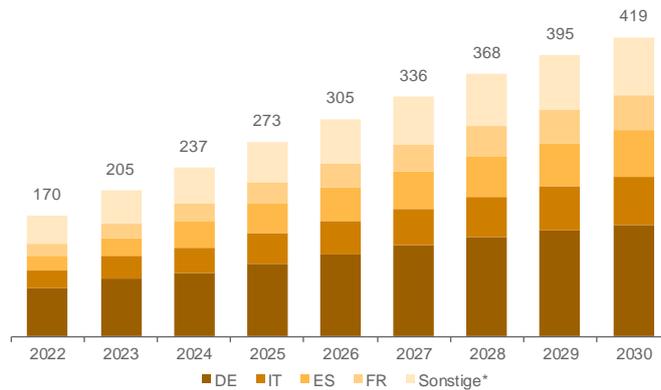
Quelle: Statista (Feb25); A&M Analyse.

110 Der Anteil der erneuerbaren Energien (Solar, Wind und sonstige erneuerbare Energien) an der gesamten produzierten Strommenge ist von 39% im Jahr 2022 auf 44% im Jahr 2024 angestiegen. Ein wesentlicher Grund für die Veränderung im Energiemix war der russische Angriffskrieg auf die Ukraine im Jahr 2022 und der damit unterbrochene Gasbezug aus Russland.

111 Darüber hinaus erhöhte die EU im Jahr 2023 im Rahmen der EU-Erneuerbaren-Richtlinie (Renewable Energy Directive, **RED III**) den verbindlichen Anteil der erneuerbaren Energien am EU-Energiemix bis zum Jahr 2030 auf mindestens 42,5% (von bisher 32%) und beschleunigte Genehmigungsverfahren für entsprechende Projekte.

- 112 Auf nationaler Ebene hat DE als größter Energieverbraucher in der EU (Anteil von 19% (515 TWh) im Jahr 2023)²¹ im Juli 2024 einen Gesetzentwurf zur Umsetzung der RED III eingebracht (als Ergänzung zum zuletzt im Jahr 2023 novellierten Erneuerbaren-Energien-Gesetz, **EEG**). Kernelement ist die Ausweisung von sogenannten Beschleunigungsgebieten für Windenergieanlagen an Land sowie für Photovoltaikanlagen, einschließlich zugehöriger Energiespeicher; dies soll ebenso wie die vorgenommenen Änderungen des Baugesetzbuches und des Raumordnungsgesetzes zu einer deutlichen Beschleunigung der Genehmigungsverfahren beitragen.
- 113 Nachfolgende Abbildung stellt die historische und prognostizierte Entwicklung der installierten Solarkapazität in der Encavis-Region im Zeitraum 2022-30 auf Grundlage von Daten des auf den Energiesektor spezialisierten Beratungs- und Marktforschungsunternehmens Aurora Energy Research („Aurora“) dar.

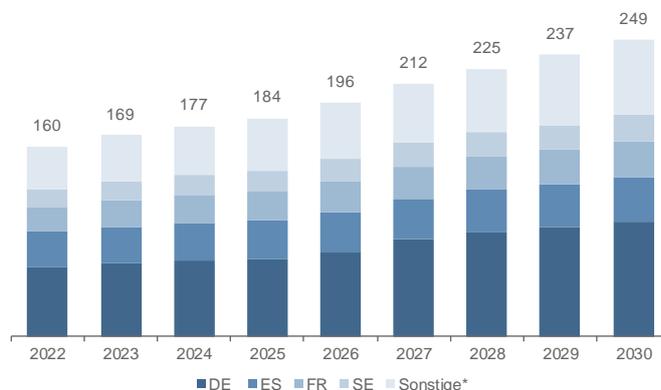
Abbildung 7: Installierte Solarkapazität (GW)



Quelle: Statista; Aurora (Apr25); A&M Analyse. (*) DK, UK, NL und SE.

- 114 Insgesamt erwartet Aurora für die Encavis-Region einen Anstieg der installierten Solarkapazität von 237 GW im Jahr 2024 auf 419 GW im Jahr 2030. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (Compound Annual Growth Rate, CAGR) i.H.v. 10,0% für den Zeitraum 2024-30. Das Wachstum wird hauptsächlich durch die Länder DE, IT, ES und FR getrieben.
- 115 Nachfolgende Abbildung zeigt die entsprechende Entwicklung der installierten Windkapazität in der Encavis-Region.

Abbildung 8: Installierte Windkapazität (GW)



Quelle: Statista; Aurora (Apr25); A&M Analyse. (*) IT, DK, UK, FI und LT.

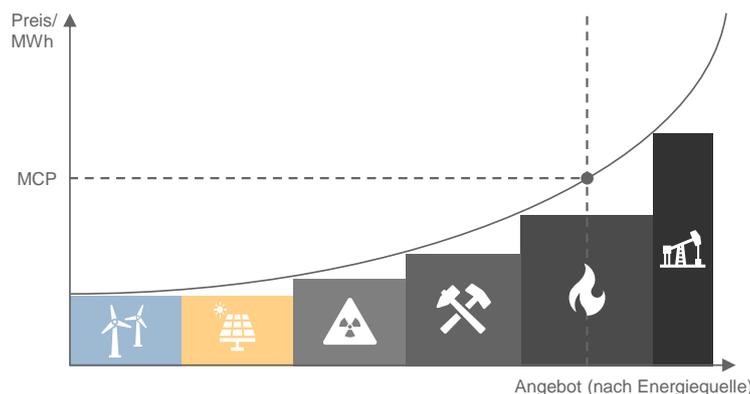
²¹ Ember (Okt24): European Electricity Review 2024.

- 116 Die Onshore-Windkapazität für die Encavis-Region soll von 177 GW im Jahr 2024 auf 249 GW im Jahr 2030 (CAGR 2024-30 von 5,9%) steigen, vor allem bedingt durch den zusätzlichen Ausbau der Windenergie in DE, ES, FR und SE.
- 117 Neben den zuvor genannten politischen Zielen und den damit einhergehenden regulatorischen Erleichterungen zur Beschleunigung von Genehmigungsverfahren wirkt sich auch eine steigende PPA-Nachfrage positiv auf den Kapazitätsausbau aus. Getrieben von sinkenden Subventionen, der weiter steigenden Nachfrage nach grünem Strom und dem Bedürfnis nach einer stabilen und sicheren Energieversorgung nimmt die Bedeutung von PPAs zu.
- 118 Die Produzenten von Strom aus erneuerbaren Energien profitieren durch die steigenden Stromnachfrage infolge der zunehmenden Elektrifizierung industrieller Prozesse („grüner Stahl“, „grüner Wasserstoff“) und der Mobilität (z.B. Elektroautos).
- 119 Zusätzliche Chancen für den Ausbau der erneuerbaren Energien ergeben sich aus technologischem Fortschritt: Der Solarbereich profitiert z.B. von einer steigenden Leistungsfähigkeit von Photovoltaik-Modulen; der Onshore-Windbereich von optimierten Anlagen für Binnenstandorte (z.B. höhere Türme und größere Roteren, neue Turbinentechnologie). Des Weiteren kommen neue Flächennutzungsmodelle bei der Stromproduktion aus erneuerbaren Energien zum Tragen, z.B. die Erschließung von ehemaligen Militärfeldern oder Deponien im Solarbereich oder die gleichzeitige Nutzung von Acker- und Weideflächen für die Stromproduktion („Agri-Photovoltaik“). Dabei kann die gesellschaftliche Akzeptanz von Solar- und Windkraftanlagen z.B. durch Bürgerwindprojekte und Pachtmodelle für Landwirte gesteigert werden.
- 120 Trotz der beschriebenen politischen, technischen und gesellschaftlichen Fortschritte bestehen weiterhin erhebliche Herausforderungen für den weiteren Zubau von Solar- und Windparks. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (IEA) leidet der Markt für erneuerbare Energien nach wie vor an unzureichenden Investitionen in die Netzinfrastruktur und schwerfälligen Verwaltungs- und Genehmigungsverfahren. Darüber hinaus belasten eine eingeschränkte Akzeptanz und Zielkonflikte mit Naturschutz oder Landwirtschaft in einzelnen Regionen (z.B. Bayern (DE) oder Ostmitteleuropa) den Ausbau der erneuerbaren Energien.

Merit-Order-Modell

- 121 Der Großhandelspreis für Strom („Marktpreis“) wird durch das **Merit-Order-Modell** bestimmt. Nachfolgende Abbildung veranschaulicht die Preisbildung an der Strombörse entsprechend dem Merit-Order-Modell.

Abbildung 9: Merit-Order-Modell



Quelle: European Wind Energy Association; A&M Analyse.

- 122 Nach dem Prinzip der Merit-Order (deutsch: „Reihenfolge nach Verdienst“) speisen zunächst die Kraftwerke mit den niedrigsten Grenzkosten ihren Strom ins Netz ein (z.B. Solar- und Windkraftanlagen), gefolgt von Kraftwerken mit höheren Grenzkosten (z.B. Kern-, Kohle-, Gas-, und Ölkraftwerke), bis die Nachfrage vollständig gedeckt ist. Die Grenzkosten werden ausschließlich durch variable Kosten bestimmt, ohne Berücksichtigung von Fixkosten wie Bau- oder Rückbaukosten.
- 123 Das Kraftwerk, das zuletzt benötigt wird, um die Nachfrage zu decken („Grenzkraftwerk“), hat die höchsten Grenzkosten und wirkt „preisbestimmend“. Gemäß dem Einheitspreisprinzip

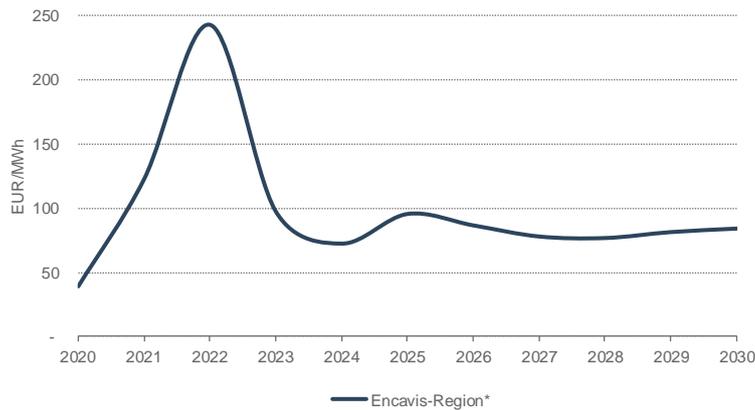
erhalten auch die Anlagen mit niedrigeren Grenzkosten den Marktpreis, der die Stromnachfrage und das Stromangebot ausgleicht (Market-Clearing-Price, **MCP**).

- 124 Gemäß dem Merit-Order-Effekt führt der Ausbau der kostengünstigeren erneuerbaren Energien zur Verdrängung konventioneller Kraftwerke, wodurch die Grenzkosten der letzten erzeugten Strommenge sinken und die Marktpreise für Strom niedriger werden (teilweise durch Inflation ausgeglichen).

Strompreisentwicklung

- 125 Nachfolgende Abbildung zeigt die historische und prognostizierte Entwicklung der durchschnittlichen Großhandelspreise für Strom in der Encavis-Region (gewichtet nach der Kapazität von Encavis zum Ende des GJ24) für den Zeitraum 2020-30.

Abbildung 10: Realer Strommarktpreis (Basisjahr 2024)



Quelle: Statista (Mar25); Aurora (Apr25); A&M Analyse.

(*) Auf Grundlage der gewichteten Gesamtkapazität des Encavis-Konzerns zum Dez24.

- 126 Die Abbildung zeigt den extremen Strompreisanstieg zwischen dem Jahr 2020 (EUR 39/MWh) und 2022 (EUR 242/MWh). Der Anstieg der Strompreise im Jahr 2021 war durch den wieder steigenden Energiebedarf nach dem Ende der Hochphase der Covid 19-Pandemie bedingt. Im Jahr 2022 führten der russische Angriffskrieg auf die Ukraine und die darauffolgende Energiekrise in Europa zu einem weiteren verstärkten Preisanstieg. Im Jahr 2024 stabilisierte sich der Strompreis wieder bei EUR 72/MWh.
- 127 Für das Jahr 2025 wird aufgrund der teilweise wetterbedingten Überproduktion von Strom im Vorjahr ein leichter Anstieg der realen Strompreise erwartet. Für das Jahr 2030 wird entsprechend den Daten von Aurora ein durchschnittlicher Großhandelspreis für Strom in der Encavis-Region i.H.v. EUR 84/MWh erwartet. Der Strompreis wird dabei durch i) die steigende Stromnachfrage infolge der Elektrifizierung industrieller Prozesse und der zunehmenden E-Mobilität (preiserhöhend) sowie ii) den Ausbau der erneuerbaren Energien (preissenkend) bestimmt.
- 128 In der Praxis unterscheiden sich die realisierten Marktpreise für Solar- und Windenergie. Der realisierte Marktpreis für Windenergie ist typischerweise höher als der Preis für Solarenergie, da Windenergie nachts oder im Winter erzeugt wird, wenn die Nachfrage und die Strompreise hoch sind. Im Gegensatz dazu wird Solarenergie überwiegend tagsüber und im Sommer erzeugt, wenn die Nachfrage und die Strompreise niedriger sind.

Wettbewerbsumfeld

- 129 Nachfolgende Abbildung zeigt die wichtigsten Wettbewerber im europäischen Solar- und Windmarkt. Die gezeigten Wettbewerber beruhen auf dem im Rahmen der Übernahme durch KKR erstellten Commercial Due Diligence-Bericht und eigenen Recherchen.

Abbildung 11: Wettbewerbsumfeld

Encavis-Konzern				Distribution
Energieerzeugung (IPP)	Projektentwicklung	O&M	Asset Management	

Quelle: A&M Analyse.

- 130 Der Markt für erneuerbare Energien umfasst i.W. die folgenden wirtschaftlichen Aktivitäten:
- **Energieerzeugung (IPP):** Produktion und Vermarktung von Strom aus erneuerbaren Energien;
 - **Projektentwicklung:** Planung, Entwicklung und Bau neuer Anlagen (einschließlich Finanzierung, Anlagengenehmigung und PPA-Strukturierung);
 - **Technische Betriebsführung und Wartung (O&M)** und damit verbundene Dienstleistungen;
 - **Asset Management:** Verwaltung der Investitionen Dritter in erneuerbare Energieanlagen;
 - **Distribution:** Kauf- und Weiterverkauf von grünem Strom.
- 131 Die verschiedenen Geschäftsaktivitäten unterscheiden sich hinsichtlich der damit verbundenen Risiken. Grundsätzlich sind die Risiken in der Projektentwicklung höher (z.B. regulatorische (Freigabe-)Risiken, Finanzierungsrisiken, Akzeptanzrisiken in der Bevölkerung, technische Realisierbarkeit von Projekten) als im Betrieb bestehender Anlagen (mit bereits abgeschlossenen Verträgen).
- 132 Aus der oben dargestellten Abbildung gehen drei Gruppen von Marktteilnehmern hervor: i) Unternehmen, die sich auf eine einzige Geschäftsaktivität spezialisieren (z.B. Energieerzeugung, Distribution); ii) Unternehmen, die sich auf mehrere Tätigkeitsfelder konzentrieren (einschließlich Projektentwicklung); und iii) Unternehmen, die die gesamte Wertschöpfungskette im Markt für erneuerbare Energien abdecken. Der Encavis-Konzern gehört zur zweiten Kategorie, ist jedoch in geringerem Maße in der Projektentwicklung tätig als vergleichbare Wettbewerber. Nach Angaben des Managements beteiligt sich der Encavis-Konzern erst in späteren Stadien an der Projektentwicklung, i.d.R. nachdem die Projekte die Baureife erreicht haben (RtB-Stadium). Dementsprechend trägt der Encavis-Konzern ein geringeres Entwicklungsrisiko als die in der Projektentwicklung tätigen Wettbewerbsunternehmen.
- 133 Aufgrund der fehlenden Börsennotierung bzw. unzureichenden Aktienliquidität konnten nicht alle Wettbewerber in die Vergleichsgruppe aufgenommen werden (siehe Folgeabschnitt).

3.2.6 Vergleichsgruppe

- 134 Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist die Ableitung einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen („Peer Group“) von erheblicher Bedeutung. Die Peer Group hat dabei unterschiedliche Zwecke zu erfüllen:
- **Kapitalkosten (siehe Abschnitt 7.3):** Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten erfolgt die Bestimmung eines angemessenen Betafaktors über eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen, sofern das Bewertungsobjekt nicht börsennotiert ist oder die

zugrundeliegenden Kapitalmarktdaten eines börsennotierten Bewertungsobjekts nicht aussagekräftig sind.

- **Multiplikatorverfahren (siehe Abschnitt 8.3):** Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach dem DCF-Verfahren können vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden.²² In der Praxis kommen dabei häufig Ergebnismultiplikatoren wie beispielsweise EV/EBITDA zum Einsatz. Diese können aus den Kurs- und Fundamentaldaten der Peer Group-Unternehmen abgeleitet werden.
- **Wachstums- und Margen-Analysen (siehe Abschnitt 5.3):** Die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden prognostizierten finanziellen Überschüsse sind im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen zu überprüfen.²³ Insbesondere erfordert der IDW Praxishinweis 2/2017 eine externe Plausibilisierung der geplanten Ergebnisgrößen. Als Anhaltspunkt für die Plausibilität der geplanten Überschüsse kann insbesondere ein Vergleich des geplanten Wachstums und der geplanten Margen mit dem Wachstum und den Margen der Peer-Unternehmen dienen.

135 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche und mit einem ähnlichen Produkt- und Tätigkeitsspektrum infrage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren, das mit einem vergleichbaren operativen Risiko einhergeht.

136 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie der Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsengelisteden Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.

137 Für die Grundgesamtheit (Long List) der infrage kommenden Unternehmen haben wir mehrere Quellen herangezogen:

- Die im Rahmen der Commercial Due Diligence und eigener Recherchen identifizierten Wettbewerber (siehe Abschnitt 3.2.5);
- Alle börsennotierten Unternehmen der Branchen „Renewable Electricity“ (Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien) in Europa aus der S&P Capital IQ-Datenbank.

138 Auf dieser Grundlage haben wir 80 börsennotierte Unternehmen identifiziert (nach Ausschluss von Duplikaten).

139 Im zweiten Schritt haben wir nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens EUR 100 Mio. zum Bewertungsstichtag berücksichtigt. Die EUR 100 Mio.-Grenze wurde gewählt, da eine zu geringe Marktkapitalisierung zu einem eingeschränkten Handel der Aktie und einer Entkoppelung der wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen vom Aktienkurs führen kann. Nachdem wir diese Unternehmensmindestgröße definiert haben, beschränkt sich die Liste potenzieller Peer-Unternehmen auf 42.

140 Des Weiteren wurden alle von uns identifizierten Vergleichsunternehmen in Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien überprüft:

- Dabei haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, die einen Streubesitzanteil von mindestens 10% aufweisen.
- Als Maßstab für die Liquidität wird in der Praxis häufig die Spanne zwischen dem Geldkurs (Kaufpreis) und dem Briefkurs (Verkaufspreis) zugrunde gelegt. Im Rahmen der Bewertung haben wir nur solche Vergleichsunternehmen berücksichtigt, deren Geld-

²² IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143 und Tz. 164 ff.

²³ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 68, 81, 107, 108.

/Briefspanne in einem 2-Jahreszeitraum vor dem Bewertungsstichtag durchschnittlich weniger als 1,25%²⁴ betrug.

- Als weiteres Liquiditätskriterium haben wir festgelegt, dass innerhalb der letzten 2 Jahre die Aktien der Vergleichsunternehmen an 90% der Handelstage gehandelt werden sollten.
- 141 Nach diesen Filterschritten reduzierte sich die Anzahl potenzieller Vergleichsunternehmen auf 33.
- 142 Die verbliebenen Unternehmen wurden einer genauen Untersuchung ihres Geschäftsmodells unterzogen. Dabei wurden nur diejenigen Unternehmen berücksichtigt, deren Tätigkeitsspektrum weitgehend deckungsgleich mit dem des Encavis-Konzerns ist (Stromerzeugung aus Solar-/Windkraft, technische Betriebs-/Wartungsleistungen und Asset Management, siehe Abschnitt 3.2.5). Wir haben auch reine Stromproduzenten ohne Entwicklungstätigkeit in die Peer Group aufgenommen, da der Encavis-Konzern im Vergleich zu den berücksichtigten Wettbewerbern, die Projektentwicklung betreiben, in geringerem Maße in das Entwicklungsgeschäft involviert ist.
- 143 Insbesondere haben wir diejenigen Unternehmen eliminiert, die einen Großteil ihrer Umsatzerlöse in den folgenden Bereichen erwirtschaften: i) Energieerzeugung aus anderen Energiequellen (z.B. Wasserkraft, Kraft-Wärme-Kopplung, fossile Energieträger); ii) Energieerzeugung vollständig außerhalb Europas, iii) Vertrieb und Handel von Strom; iv) Entwicklung und Bau von Solar-/Windparks.
- 144 Zusammenfassend erachten wir auf Basis unserer vorstehenden Filterkriterien und Analysen die nachfolgend genannten neun Peer-Unternehmen als vergleichbar zum Encavis-Konzern:
- Corporación Acciona Energías Renovables, S.A., Spanien („**Acciona Energías**“);
 - EDP Renováveis, S.A., Spanien („**EDP Renováveis**“);
 - ERG S.p.A., Italien („**ERG**“);
 - Greencoat Renewables PLC, Irland („**Greencoat**“);
 - NextEnergy Solar Fund Limited, Guernsey („**NextEnergy**“);
 - Octopus Renewables Infrastructure Trust plc, Vereinigtes Königreich („**ORIT**“);
 - Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A., Spanien („**Solaria Energía**“);
 - The Renewables Infrastructure Group Limited, Guernsey („**TRIG**“); und
 - Voltalia SA, Frankreich („**Voltalia**“).
- 145 Die Unternehmensprofile der Peer-Unternehmen sind im Anhang A&M-003 „Peer Group – Unternehmensprofile“ aufgeführt.

²⁴ 1,25% als Obergrenze: LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht).

4 VERGANGENHEITSANALYSE

146 Die Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage stellt einen wesentlichen Bestandteil der Plausibilitätsbeurteilung der Planung dar. Die Vergangenheitsanalyse bezieht sich auf die GJ22-24 („Vergangenheitszeitraum“).

147 Die nach IFRS aufgestellten, mit einem unbeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse und Lageberichte des Encavis-Konzerns für die GJ22-24 bilden die Grundlage unserer Analysen für diesen Zeitraum.

4.1 Vermögenslage

148 Nachfolgende Tabelle zeigt die Vermögenslage des Encavis-Konzerns im Zeitraum Dez22-24. Die Kennziffern-Spalte („% Total“) weist den durchschnittlichen Anteil an der Bilanzsumme zum Dez24 aus.²⁵

Tabelle 1: Encavis-Konzern – Vermögenslage

EUR Mio.	Ist Dez22	Ist Dez23	Ist Dez24	% Total Dez24
Geschäfts- oder Firmenwerte	107	107	107	2,7%
Immaterielle Vermögenswerte	447	430	402	10,2%
Sachanlagen*	2.305	2.431	2.685	68,4%
Finanzanlagen	10	19	12	0,3%
Anlagevermögen	2.869	2.987	3.205	81,7%
Vorräte	6	5	7	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	70	77	74	1,9%
Sonstige Vermögenswerte	94	120	147	3,8%
Liquide Mittel	344	376	478	12,2%
Umlaufvermögen	513	577	706	18,0%
Aktive latente Steuern	23	9	12	0,3%
Aktiva	3.406	3.574	3.924	100,0%
Eigenkapital der Encavis-Aktionäre	706	934	766	19,5%
Minderheitenanteile	5	7	9	0,2%
Eigenkapital	711	941	775	19,8%
Projektfinanzierung**	1.356	1.348	1.517	38,7%
Konzernfinanzierung	699	874	1.214	30,9%
Finanzielle Verbindlichkeiten	2.056	2.222	2.732	69,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	37	32	43	1,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	459	239	252	6,4%
Operative Verbindlichkeiten	496	271	295	7,5%
Passive latente Steuern	143	140	123	3,1%
Passiva	3.406	3.574	3.924	100,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

(*) Einschließlich Nutzungsrechte; (**) Einschließlich Leasingverbindlichkeiten.

149 Der Anstieg der Bilanzsumme von EUR 3.406 Mio. zum Dez22 auf EUR 3.924 Mio. zum Dez24 ist i.W. auf den Ausbau des Erzeugungsportfolios (Sachanlagen) und die zusätzliche Finanzierung (Liquide Mittel bzw. Konzernfinanzierung) aus dem nach der Übernahme durch KKR ausgegebenen Gesellschafterdarlehen im GJ24 zurückzuführen.

150 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der wesentlichen Bilanzposten ein.

Aktiva

151 Die Aktivseite ist wesentlich durch den Bestand der Sachanlagen geprägt (68,4% der Bilanzsumme zum Dez24). Diese betreffen i.W. die im Bestand befindlichen Photovoltaik- und Windkraftanlagen, Grundstücke und Anlagen im Bau. Der Anstieg der Sachanlagen im Vergangenheitszeitraum hängt i.W. mit dem Portfolioausbau und der Erweiterung der installierten Gesamtleistung von 2,0 GW (Dez22) über 2,1 GW (Dez23) auf 2,4 GW (Dez24) zusammen. Im

²⁵ Für Bewertungszwecke wurde die Konzernbilanz umgegliedert. Der Bestand der liquiden Mittel und des Eigenkapitals sowie die Bilanzsumme blieben gegenüber der Darstellung im Konzernabschluss unverändert (mit Ausnahme der Umgliederung der Hybrid-Wandelanleihe zum Dez22-23 aus dem Eigenkapital in die Konzernfinanzierung).

GJ23 wurde das Erzeugungsportfolio um drei in Betrieb befindliche Windparks in DE und FI erweitert; im GJ24 wurden zehn Wind- und Solarkraftanlagen in ES, DE und SE in das Portfolio aufgenommen.

- 152 Einen weiteren wesentlichen Bilanzposten bilden die immateriellen Vermögenswerte (10,2%). Diese beziehen sich hauptsächlich auf Stromeinspeiseverträge und die bis zum Baubeginn der Anlagen verbuchten Projektrechte. Der Rückgang im Zeitraum Dez22-24 ist hauptsächlich auf die Abschreibungen der – i.W. in den Jahren zwischen 2008-12 abgeschlossenen – hochprofitablen Stromeinspeiseverträge in den Ländern DE, IT und FR zurückzuführen.
- 153 Die liquiden Mittel belaufen sich zum Ende des GJ24 auf EUR 478 Mio. (12,2%). Darin enthalten sind Kapitaldienst- und Projektreserven, die im Rahmen der Projektfinanzierung bei den Solar- und Windparks als Sicherheiten hinterlegt sind, sowie weitere verfügbungsbeschränkte liquide Mittel (insgesamt EUR 102 Mio.). Die übrigen liquiden Mittel teilen sich nach Angaben des Managements in einen operativ notwendigen Bestand i.H.v. EUR 169 Mio. und einen überschüssigen Kassenbestand i.H.v. EUR 207 Mio. auf.²⁶
- 154 Darüber hinaus bestehen die Aktiva aus Geschäfts- oder Firmenwerten (i.W. aus der im GJ22 erworbenen Stern Energy), Finanzanlagen (i.W. Minderheitsbeteiligungen und Ausleihungen an assoziierte Unternehmen), Vorräten (vor allem Ersatzteile und Handelswaren im Segment Service), Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (aLuL) (hauptsächlich im Segment Asset Management), sonstigen Vermögenswerten und aktiven latenten Steuern.
- 155 In den sonstigen Vermögenswerten sind i.W. Forderungen aus Ertragsteuern, Umsatzsteuerforderungen, in Arbeit befindliche Aufträge (hauptsächlich im Segment Service) und Derivate (aus Swaps und PPAs) enthalten.

Passiva

- 156 Das bilanzielle Eigenkapital beläuft sich zum Dez24 auf EUR 775 Mio. (19,8% der Bilanzsumme); die hierin enthaltenen Minderheitenanteile betragen EUR 9 Mio. (0,2%).²⁷ Der Anstieg des Eigenkapitals im GJ23 ist maßgeblich durch die Wertveränderung der (in den sonstigen Verbindlichkeiten erfassten) PPA-Derivate infolge der deutlich geringeren Strompreise (siehe Abschnitt 3.2.5) bedingt; der Rückgang im GJ24 reflektiert die Wertminderungen auf Sachanlagen aufgrund der gesunkenen Strompreisprognosen.
- 157 Die finanziellen Verbindlichkeiten (69,6%) unterscheiden sich in Projektfinanzierung (projektbezogenes Fremdkapital der Parkgesellschaften bzw. Zwischenholdings) und Konzernfinanzierung (Kapitalbeschaffung des Konzerns). Der leichte Rückgang der Projektfinanzierung im GJ23 wurde durch die Aufnahme eines Grünen Schuldscheindarlehens (Konzernfinanzierung) i.H.v. EUR 210 Mio. für weitere Wachstumsprojekte ausgeglichen. Der weitere Anstieg der Konzernfinanzierung im GJ24 ist i.W. auf das von der Elbe BidCo an die Encavis AG gewährte Gesellschafterdarlehen i.H.v. EUR 322 Mio. zurückzuführen.
- 158 Die operativen Verbindlichkeiten (7,5%) bilden Verbindlichkeiten aLuL und sonstige Verbindlichkeiten ab. Die sonstigen Verbindlichkeiten beinhalten u.a. PPA-Derivate, Rückstellungen für Rückbauverpflichtungen und Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern. Der Rückgang der operativen Verbindlichkeiten im GJ23 ist i.W. auf die Wertveränderung der PPA-Derivate zurückzuführen (siehe oben).
- 159 Die in den sonstigen Verbindlichkeiten ebenfalls enthaltenen Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Gesellschaftern, Verbindlichkeiten Put Option (Akquisition der Stern Energy) und Verbindlichkeiten aus Preisobergrenze (laufendes Verfahren gegen italienische Behörden) sind zum Vorteil der Minderheitsaktionäre nicht in die Unternehmensbewertung eingegangen (siehe Abschnitt 8.2).

4.2 Ertragslage

- 160 Die Analyse der vom Bewertungsobjekt in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse bildet die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen

²⁶ Der überschüssige Kassenbestand fließt im Rahmen der Unternehmensbewertung vollständig der Finanzierung des Unternehmenswachstums zu (siehe Abschnitt 6.3).

²⁷ Die zum Dez22-23 im Eigenkapital verbuchte Hybrid-Wandelanleihe wurde entsprechend der Ausweisänderung zum Dez24 in die Konzernfinanzierung umgliedert.

und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse.²⁸

161 Dabei ist die historische Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) um nicht nachhaltige Ergebniseffekte (auch: „Sondereffekte“) zu bereinigen. Eine Übersicht zu den vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage findet sich in Abschnitt 4.3

162 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Vergangenheitszeitraum GJ22-24. Die Konzern-GuV ist nach dem Gesamtkostenverfahren gegliedert.

163 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Vergangenheitszeitraum (Spalte „Ist Ø 22-24“) sind wie folgt definiert:

- Der CAGR für den Vergangenheitszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ22-24.
- Die durchschnittlichen Margen für den Vergangenheitszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ22-24.

164 Nachfolgende Tabelle zeigt die unbereinigte Ertragslage des Encavis-Konzerns für den Vergangenheitszeitraum GJ22-24.²⁹

Tabelle 2: Encavis-Konzern – Unbereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	487	470	408	
Wachstum in %	N/A	(3,6%)	(13,2%)	(8,5%)
Betriebs- und Verwaltungskosten	(111)	(137)	(160)	
EBITDA	377	333	248	
in % der Umsatzerlöse	77,3%	70,8%	60,8%	69,6%
Abschreibungen Wertminderungen	(153) (62)	(164) (5)	(165) (168)	
EBIT	162	163	(85)	
in % der Umsatzerlöse	33,2%	34,7%	(20,9%)	15,7%
Finanzergebnis	(45)	(71)	(91)	
EBT	116	92	(176)	
Ertragsteuern	(33)	(33)	2	
Konzernergebnis	84	59	(174)	
davon: Encavis-Aktionäre	78	53	(178)	
davon: Minderheitenanteil	5	5	4	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

165 Die Entwicklung der unbereinigten Ertragslage im Vergangenheitszeitraum lässt sich wie folgt beschreiben:

- Die Umsatzerlöse sind im Vergangenheitszeitraum um durchschnittlich 8,5% p.a. zurückgegangen, hauptsächlich getrieben durch die stark rückläufigen Strompreise nach dem Höhepunkt der Energiekrise im GJ22 (Preiseffekt), verstärkt durch ungünstige meteorologische Bedingungen und verspätete Inbetriebnahmen (Mengeneffekt).
- Die unbereinigte EBITDA-Marge ist im Vergangenheitszeitraum von 77,3% (GJ22) auf 60,8% (GJ24) gesunken, i.W. bedingt durch den preisbedingten Rückgang der Umsatzerlöse, die Einbeziehung des margenschwächeren Servicegeschäfts der Stern Energy (GJ23) und Einmaleffekte aus der Übernahme durch KKR (GJ24).
- Das Konzernergebnis war durch die steigende Zinslast und die Wertminderungen auf Sachanlagen (gestiegenen Kapitalmarktkosten und gesunkenen Strompreisprognosen) belastet und infolgedessen im GJ24 negativ (EUR -174 Mio.).

²⁸ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

²⁹ Für Bewertungszwecke wurde die Konzern-GuV entsprechend der Struktur der Planungsrechnung umgegliedert. Für die ausgewiesenen Umsatzerlöse und das EBITDA ergeben sich keine Änderungen gegenüber dem Konzernabschluss.

166 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der einzelnen GuV-Posten im Vergangenheitszeitraum ein und stellen anschließend die vorgenommenen Bereinigungen und die Überleitung auf das von uns bereinigte EBITDA dar.

Umsatzerlöse

167 Die Umsatzerlöse des Encavis-Konzerns setzen sich i.W. zusammen aus der Einspeisung von Strom in das Stromnetz, der Betriebsführung von Parks für Dritte und weiteren Erlösen aus dem Service-Bereich und dem Asset Management. Neben der Preisentwicklung am Markt ist die produzierte Strommenge ein wichtiger Umsatztreiber; diese wird wiederum durch die installierte Kapazität getrieben.

Installierte Kapazität und Energieproduktion

168 Nachfolgende Tabelle zeigt die installierte Kapazität, die Energieproduktion und die Umsatzerlöse auf Segmentebene im Vergangenheitszeitraum; die Kennziffernspalte weist den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 3: Encavis-Konzern – Installierte Kapazität und Energieproduktion

	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Installierte Kapazität, Jahresdurchschnitt (GW)	2,0	2,1	2,3	7,7%
PV Parks	1,6	1,6	1,7	5,2%
Windparks	0,4	0,5	0,6	16,8%
Energieproduktion (GWh)	3.133	3.354	3.305	2,7%
PV Parks	2.137	2.106	2.019	(2,8%)
Windparks	997	1.248	1.286	13,6%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

169 Der Jahresdurchschnittswert der installierten Kapazität ist von 2,0 GW im GJ22 auf 2,3 GW im GJ24 angestiegen (CAGR von 7,7%). Die produzierte Energiemenge verzeichnete hingegen nur einen Anstieg von 3.133 GWh im GJ22 auf 3.305 GWh im GJ24 (CAGR von 2,7%). Grund hierfür waren die äußerst schlechten Wetterbedingungen (insbesondere im Solarbereich im GJ24), die zu einer Reduktion der produzierten Strommenge führten. Darüber hinaus wurde die Entwicklung der Energieproduktion durch verspätete Inbetriebnahmen im GJ24 – sowohl im Solar- als auch im Windbereich – negativ beeinflusst.

Umsatzerlöse

170 Nachfolgende Tabelle zeigt den Umsatzverlauf auf Segmentebene im Vergangenheitszeitraum GJ22-24; die Kennziffernspalte weist wiederum den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 4: Encavis-Konzern – Umsatzerlöse (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	487	470	408	(8,5%)
PV Parks	122	99	87	(15,5%)
Windparks	335	300	255	(12,7%)
Service	13	55	68	131,9%
Asset Management	24	29	14	(23,2%)
Verwaltung/Konsolidierung	(6)	(13)	(17)	69,3%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

171 Die Umsatzerlöse sind zunächst leicht von EUR 487 Mio. im GJ22 auf EUR 470 Mio. im GJ23 zurückgegangen und verzeichneten danach einen deutlichen Rückgang auf EUR 408 Mio. im GJ24. Der Rückgang der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum wird größtenteils vom Solar- und Windparkportfolio getragen.

172 Das GJ22 war geprägt durch sehr hohe Strompreise infolge des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine und die dadurch ausgelöste Energiekrise in Deutschland und Europa – und gleichzeitig durch sehr günstige Wetterbedingungen. Der preis- und wetterbedingte Rückgang in den GJ23-24 konnte nicht durch die neu erworbenen bzw. neu ans Netz angeschlossenen Solar-

und Windparks sowie die Umsätze des volleinbezogenen Stern-Teilkonzerns³⁰ kompensiert werden. Weiterhin führte die marktbedingt schwache Entwicklung im Asset Management zu rückläufigen Umsatzerlösen im GJ24.

173 Im Einzelnen haben sich die operativen Segmente wie folgt entwickelt:

- Das Segment PV Parks musste aufgrund der stark rückläufigen Strompreise in Europa und der verschlechterten Wetterbedingungen Umsatzrückgänge in den GJ23-24 hinnehmen. Darüber hinaus haben sich im GJ24 teilweise technisch bedingte Verzögerungen bei der Inbetriebnahme von Solarparks ergeben. Weiterhin kam es im GJ24 aufgrund von negativen Strompreisen erstmals zu Abschaltungen von Solarparks in ES. Die im GJ24 nicht mehr enthaltene nachträgliche Vergütung von Solarparks in NL (für das GJ22 im GJ23) wirkte sich ebenfalls umsatzmindernd aus.
- Das Segment Windparks wurde ähnlich wie das Segment PV Parks durch eine ungünstige Kombination aus ungewöhnlich schlechtem Wetter und geringen Preisen – sowie verspätete Inbetriebnahmen – belastet. Weiterhin mussten im GJ24 Windkraftanlagen in FI aufgrund negativer Preise zeitweise vom Netz genommen werden.
- Im Segment Service kam es im GJ23 durch die Einbeziehung des Stern-Teilkonzerns zu einem deutlichen Umsatzsprung. Der weitere Anstieg der Umsatzerlöse im GJ24 ist hauptsächlich auf die Ausweitung der Aktivitäten im Revamping und Repowering zurückzuführen.
- Das Segment Asset Management musste aufgrund der schwierigen Marktbedingungen im GJ24 einen starken Umsatzrückgang hinnehmen. Nach Angaben des Managements führte die große Verunsicherung der Investoren infolge volatiler Strompreise und steigender Zinsen zu einem weitgehenden Ausbleiben des Neugeschäfts im GJ24.

EBITDA

174 Das EBITDA ergibt sich aus den Umsätzen abzüglich der Betriebs- und Verwaltungskosten. Die Betriebs- und Verwaltungskosten beinhalten Materialaufwand, Personalaufwand, Kosten für den Betrieb der Solar- und Windparks, Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs, Rechts-, Beratungs- und Fremdleistungen sowie sonstige Aufwendungen/Erträge.

175 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Betriebs- und Verwaltungskosten und des EBITDA im Vergangenheitszeitraum.

Tabelle 5: Encavis-Konzern – EBITDA (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	487	470	408	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(3,6%)</i>	<i>(13,2%)</i>	<i>(8,5%)</i>
Betriebs- und Verwaltungskosten	(111)	(137)	(160)	
Materialaufwand	(10)	(31)	(29)	
Personalaufwand	(27)	(35)	(47)	
Kosten Solar- und Windparks	(94)	(74)	(70)	
Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs	(6)	(11)	(12)	
Rechts-, Beratungskosten und Fremdleistungen	(12)	(26)	(41)	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	38	40	39	
EBITDA	377	333	248	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>77,3%</i>	<i>70,8%</i>	<i>60,8%</i>	<i>69,6%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

176 Insgesamt hat sich das EBITDA von EUR 377 Mio. im GJ22 auf EUR 248 Mio. im GJ24 verringert. Die EBITDA-Marge ist im gleichen Zeitraum von 77,3% auf 60,8% gesunken. Einen wesentlichen Einfluss hatten dabei i) der preisbedingte Rückgang der Umsatzerlöse (siehe oben), ii) die Einbeziehung des margenschwächeren Stern-Teilkonzerns (GJ23) und iii) Einmalkosten aus der Übernahme durch KKR (GJ24).

³⁰ Im GJ22 ging der Stern-Teilkonzern nur für den Zeitraum nach dem Mehrheitserwerb im Oktober 2022 auf konsolidierter Basis in die Ertragslage des Encavis-Konzerns ein.

Materialaufwand

- 177 Der Materialaufwand enthält vor allem den Materialverbrauch im Servicegeschäft, Aufwendungen im Zusammenhang mit der Direktvermarktung des produzierten Stroms sowie Aufwendungen für Bezugsstrom in den Solar- und Windparks.
- 178 Der Anstieg im GJ23 ist i.W. auf die Erweiterung des Servicegeschäfts durch die volle Einbeziehung des Stern-Teilkonzerns zurückzuführen (nach der Konsolidierung im Oktober 2022). Darüber hinaus haben gestiegene Direktvermarktungskosten (insbesondere im Segment Windparks) zu einer Erhöhung des Materialaufwands geführt. Der leichte Rückgang im GJ24 ist i.W. durch gesunkene Direktvermarktungskosten bedingt.

Personalaufwand

- 179 Der Anstieg des Personalaufwands im Vergangenheitszeitraum spiegelt den wachstumsinduzierten Ausbau der Belegschaft wider. Die Mitarbeiterzahl ist von 303 zum Dez22 über 394 zum Dez23 auf 423 zum Dez24 angestiegen; durchschnittlich waren 193 Mitarbeitende im GJ22, 368 im GJ23 und 413 im GJ24 beschäftigt. Der Anstieg im GJ23 steht i.W. im Zusammenhang mit dem Erwerb des Stern-Teilkonzerns (siehe oben).
- 180 Darüber hinaus hat die Übernahme durch KKR im GJ24 zu zusätzlichen Kosten (insbesondere Retention-Boni) geführt, welche auch die vollständige Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen im GJ24 betreffen. Im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen wurden diese Kosten eliminiert (siehe Abschnitt 4.3).

Kosten Solar- und Windparks

- 181 Die Kosten für den Betrieb der Solar- und Windparks beinhalten u.a. Aufwendungen für Reparaturen und Instandhaltung sowie für die technische und kaufmännische Betriebsführung, Versicherungen und verschiedene sonstige Kosten. In den GJ22-23 waren in diesem Posten auch Abschöpfungsbeträge im Zusammenhang mit der europaweiten Deckelung der Strompreise („Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze“) inkludiert.³¹
- 182 Im Vergangenheitszeitraum verbuchte der Encavis-Konzern erhöhte Aufwendungen für Reparaturen, Instandhaltung und Wartung aufgrund der verstärkten Durchführung von Revamping-Maßnahmen während der Hochpreisphase am Strommarkt.
- 183 Weiterhin haben sich die Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung im GJ23 aufgrund der Konsolidierung des Stern-Teilkonzerns (und damit der zuvor fremdbezogenen Leistungen) reduziert.

Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs

- 184 Die Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs beziehen sich i.W. auf das Servicegeschäft. Der Anstieg im GJ23 ist wiederum auf die Konsolidierung des Stern-Teilkonzerns zurückzuführen und wirkt sich gegenläufig zur Reduktion der Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung aus (siehe oben).

Rechts-, Beratungskosten und Fremdleistungen

- 185 Die Rechts-, Beratungskosten und Fremdleistungen sind im GJ23 aufgrund der Konsolidierung des Stern-Teilkonzerns (Fremdleistungen) und im GJ24 aufgrund der Übernahme durch KRR angestiegen. Die mit der Übernahme von KKR verbundenen Kosten wurden im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen eliminiert (siehe Abschnitt 4.3).

Sonstige Aufwendungen/Erträge

- 186 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge beinhalten hauptsächlich allgemeine Verwaltungskosten (u.a. Abschluss- und Prüfungskosten, Aufsichtsratsvergütung, Miete und Raumkosten), sonstige Erträge und (in geringem Umfang) aktivierte Eigenleistungen (i.W. Erweiterungen und Verbesserungen für Solaranlagen des Eigenbestands und selbsterstellte Software).

³¹ Im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen wurden die Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze mit den Umsatzerlösen saldiert (siehe Abschnitt 4.3).

187 Die sonstigen Erträge setzen sich zum größten Teil aus nicht operativen Erträgen (u.a. Erträge aus der Übergangsbilanzierung³², Erträge aus Entkonsolidierung) und als operativ eingestufte Wertaufholungen auf Sachanlagen. Diese Ertragsbestandteile wurden im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen eliminiert (siehe Abschnitt 4.3).

Konzernergebnis

188 Das Konzernergebnis resultiert aus dem EBITDA abzüglich Abschreibungen, Wertminderungen, Finanzergebnis und Steuern.

189 Die Abschreibungen und Wertminderungen beziehen sich auf Sachanlagen (einschließlich Nutzungsrechte) und immaterielle Vermögenswerte. Die Wertminderungen auf Sachanlagen sind im GJ24 aufgrund einer Verschlechterung der langfristigen Strompreisprognosen und einer deutlichen Erhöhung der Zinsen drastisch angestiegen und haben das Ergebnis wesentlich belastet.

190 Das Finanzergebnis ist im Vergangenheitszeitraum entsprechend dem Anstieg der Projekt- und Konzernfinanzierung (siehe Abschnitt 4.1), wie auch dem Anstieg der Zinsen, kontinuierlich angestiegen.

191 Der im Konzernergebnis erfasste Steuerertrag i.H.v. EUR 2 Mio. im GJ24 setzt sich aus einer tatsächlichen Steuerbelastung i.H.v. EUR 18 Mio. und einem latenten Steuerertrag i.H.v. EUR 20 Mio. zusammen.

192 Insgesamt ist das Konzernergebnis aufgrund der zuvor beschriebenen Umsatz- und Margeneffekte, der Ergebniswirkung der Wertminderungen und der gestiegenen Zinsaufwendungen von EUR +84 Mio. im G22 über EUR +59 Mio. im GJ23 auf EUR -174 Mio. im GJ24 zurückgegangen.

4.3 Bereinigungen der Ertragslage

193 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse des Encavis-Konzerns eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und um die Planungsrechnung plausibilisieren zu können, ist die historische Ertragslage um nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse zu bereinigen.

194 Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (E-BITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen.³³ Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.

195 Die vorliegende Unternehmensplanung (siehe Abschnitt 5) bildete keine (nicht zahlungswirksamen) IFRS-Bewertungseffekte ab (z.B. Aufwendungen und Erträge aus der Fortentwicklung von PPAs; Wertminderungen und Wertaufholungen auf Sachanlagen). Dementsprechend haben wir diese Sachverhalte aus der historischen Ertragslage des Encavis-Konzerns eliminiert.

196 Die Bereinigungen dienen nur der Beurteilung der Planzahlen und haben keinen Ergebniseffekt im Rahmen der Ertragswertermittlung.

Bereinigte Umsatzerlöse

197 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen der Umsatzerlöse für den Vergangenheitszeitraum GJ22-24 zusammen.

³² Aufwertung der Anteile an assoziierten Unternehmen im Rahmen des Mehrheitserwerbs an der Stern Energy.

³³ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73.

Tabelle 6: Encavis-Konzern – Bereinigungen Umsatzerlöse

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse, unbereinigt	487	470	408	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(3,6%)</i>	<i>(13,2%)</i>	<i>(8,5%)</i>
Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht)				
Nicht operative Umsatzerlöse	-	(9)	(7)	
Saldierung	(25)	(12)	(0)	
Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze	(25)	(12)	(0)	
Umsatzerlöse Bereinigungen	(25)	(21)	(7)	
<i>davon Umkehrungen</i>	<i>-</i>	<i>9</i>	<i>7</i>	
Umsatzerlöse, bereinigt	462	449	401	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(10,7%)</i>	<i>(6,9%)</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

198 Die Bereinigungen der Umsatzerlöse unterteilen sich wie folgt:

- **Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht):** Die im Geschäftsbericht ausgewiesenen operativen Bereinigungen der Umsatzerlöse beziehen sich auf PPA-Bewertungseffekte.
- **Saldierung:** Wir haben eine Saldierung der Umsatzerlöse mit den Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze vorgenommen. Die Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze wurden aus den Kosten für den Betrieb der Solar- und Windparks in die Umsatzerlöse umgegliedert, da diese Kosten effektiv einer Minderung der Umsatzerlöse entsprechen. Das EBITDA bleibt durch die Saldierung unberührt.

199 Der durchschnittliche Umsatzrückgang im Vergangenheitszeitraum beträgt -6,9% p.a. auf bereinigter Basis, gegenüber -8,5% p.a. auf unbereinigter Basis. Für das letzte Ist-Jahr GJ24 ergibt sich eine Korrektur der Umsatzerlöse auf EUR 401 Mio.

Bereinigtes EBITDA

200 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen des EBITDA für den Vergangenheitszeitraum zusammen:

Tabelle 7: Encavis-Konzern – Bereinigungen EBITDA

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
EBITDA, unbereinigt	377	333	248	
<i>in % der Umsatzerlöse, unbereinigt</i>	<i>77,3%</i>	<i>70,8%</i>	<i>60,8%</i>	<i>69,6%</i>
Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht)	(26)	(13)	(12)	
Nicht operative Umsatzerlöse	-	(9)	(7)	
Sonstige nicht operative Erträge	(31)	(9)	(16)	
Sonstige nicht operative Aufwendungen	4	5	10	
Einmaleffekte	7	(0)	35	
Sonderreparaturen	7	13	15	
Verkaufsgewinn	-	(13)	-	
Übernahme durch KKR	-	-	20	
IFRS Bereinigungen	(10)	(12)	(21)	
Wertaufholungen auf Sachanlagen	-	(1)	(10)	
Umkehrung IFRS 16	(10)	(11)	(12)	
EBITDA Bereinigungen	(29)	(25)	1	
<i>davon Umkehrungen</i>	<i>29</i>	<i>25</i>	<i>(1)</i>	
EBITDA, bereinigt	347	307	249	
<i>in % der Umsatzerlöse, bereinigt</i>	<i>75,0%</i>	<i>68,4%</i>	<i>62,1%</i>	<i>68,5%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

201 Die EBITDA-Bereinigungen ergeben sich aus den operativen Bereinigungen (Geschäftsbericht), Einmaleffekten und IFRS Bereinigungen:

- **Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht):** Die operativen Bereinigungen aus dem Geschäftsbericht umfassen nicht operative Umsatzerlöse (siehe oben), sonstige nicht operative Erträge (i.W. Erträge aus der Übergangsbilanzierung, Erträge aus der

Entkonsolidierung und nicht zahlungswirksame Erträge aus der Fortentwicklung von PPAs) und sonstige nicht operative Aufwendungen (hauptsächlich Aufwendungen aus der Fortentwicklung von PPAs). Diese nicht wiederkehrenden bzw. nicht zahlungswirksamen Effekte sind nicht in die Planungsrechnung eingegangen und wurden daher bereinigt.

- **Einmaleffekte:** Darüber hinaus haben wir die Kosten für Sonderreparaturen im Solarbereich (i.W. Revamping und Repowering; Wiederaufbau von zwei PV-Parks in FR nach einem Waldbrand), den Verkaufsgewinn aus der Veräußerung von zwei deutschen Windparkgesellschaften sowie die mit der Übernahme durch KKR verbundenen Personalaufwendungen (i.W. Retention-Boni und Ausübung von Mitarbeiteraktienoptionen) und Beratungskosten bereinigt.
- **IFRS Bereinigungen:** Die Unternehmensplanung berücksichtigt keine Wertaufholungseffekte und keine Abbildung der Pachtkosten nach IFRS 16. Um eine vergleichbare Basis zur Unternehmensplanung zu schaffen, haben wir diese IFRS-Effekte bereinigt.

202 Im Ergebnis beträgt die von uns bereinigte EBITDA-Marge der GJ22-24 durchschnittlich 68,5% und liegt damit 1,1%-Punkte unter der unbereinigten EBITDA-Marge. Für das letzte Ist-Jahr GJ24 ergibt sich eine positive Margenanpassung i.H.v. 1,3%-Punkten.

Bereinigungen/Umkehrungen

203 Neben den Bereinigungen des EBITDA haben wir auch die außerordentlichen bzw. nicht in der Unternehmensplanung abgebildeten Ergebnisbestandteile innerhalb der Abschreibungen (Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte), der Wertminderungen und des Finanzergebnisses bereinigt. Nachfolgende Tabelle fasst die entsprechenden Bereinigungen/Umkehrungen zusammen:

Tabelle 8: Encavis-Konzern – Bereinigungen/Umkehrungen

EUR Mio.	Ist	Ist	Ist	Ist
	GJ22	GJ23	GJ24	Ø 22-24
EBITDA Bereinigungen	(29)	(25)	1	
<i>davon Umkehrungen</i>	29	25	(1)	
Abschreibungen Bereinigungen	52	53	52	
<i>davon Umkehrungen</i>	(52)	(53)	(52)	
Wertminderungen Bereinigungen	62	5	168	
<i>davon Umkehrungen</i>	(62)	(5)	(168)	
Finanzergebnis Bereinigungen	(10)	14	19	
<i>davon Umkehrungen</i>	10	(14)	(19)	
Gesamt Bereinigungen	75	46	240	
<i>davon Umkehrungen</i>	(75)	(46)	(240)	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Bereinigte Ertragslage

204 Wir haben die zuvor diskutierten EBITDA-Bereinigungen auf die einzelnen GuV-Posten verteilt. Nachfolgende Tabelle zeigt die von uns bereinigte Ertragslage im Vergangenheitszeitraum GJ22-24:

Tabelle 9: Encavis-Konzern – Bereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	462	449	401	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(10,7%)</i>	<i>(6,9%)</i>
Betriebs- und Verwaltungskosten	(115)	(142)	(152)	
EBITDA	347	307	249	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>75,0%</i>	<i>68,4%</i>	<i>62,1%</i>	<i>68,5%</i>
Abschreibungen	(101)	(111)	(113)	
Wertminderungen	-	-	-	
EBIT	246	196	136	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>53,2%</i>	<i>43,6%</i>	<i>33,9%</i>	<i>43,6%</i>
Finanzergebnis	(55)	(58)	(72)	
Bereinigungen/Umkehrungen	(75)	(46)	(240)	
EBT	116	92	(176)	
Ertragsteuern	(33)	(33)	2	
Konzernergebnis	84	59	(174)	
<i>davon: Encavis-Aktionäre</i>	<i>78</i>	<i>53</i>	<i>(178)</i>	
<i>davon: Minderheitenanteil</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 205 Die durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage werden dem EBT mit negativem Vorzeichen als „Bereinigungen/Umkehrungen“ hinzugerechnet, sodass das EBT, die Ertragsteuern und das Konzernergebnis von den durchgeführten Bereinigungen unberührt bleiben.

5 PLANUNGSANALYSE

5.1 Planungsprozess und Aufbau der Planung

- 206 Die Ermittlung des Unternehmenswerts gründet auf der vom Management erstellten Planungsrechnung für den Encavis-Konzern.
- 207 Die vorliegende Planung umfasst das Budget-Jahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-30 (zusammen: „**Detailplanungszeitraum**“) und besteht aus der Konzern-GuV („**Plan-GuV**“), ergänzt um eine Investitions- und Finanzierungsplanung.
- 208 Im Rahmen des regelmäßigen Planungs- und Budgetprozesses des Encavis-Konzerns wird jährlich das Budget für das jeweilige Folgejahr aufgestellt. Das Budget basiert dabei auf einer Prognose der bereits in Betrieb befindlichen Parks („**Bestandsportfolio**“) und der konkretisierten Pipeline-Projekte („**Pipeline**“).
- 209 Eine Mehrjahresplanung bezogen auf die fünf Folgejahre nach dem Budget-Jahr, welche auch die nicht konkretisierten Projekte („**Wachstumsportfolio**“) enthält, wird nur bei Ereignissen erstellt, die für die Entwicklung des Konzerns von wesentlicher Bedeutung sind.
- 210 Die uns vorgelegte vom Vorstand beschlossene und vom Aufsichtsrat genehmigte Mehrjahresplanung wurde infolge der Übernahme durch KKR im Dezember 2024 erarbeitet. Die vorhergehende Mehrjahresplanung wurde nach der Akquisition von Stern Energy im Oktober 2022 erstellt.
- 211 Die Planungsarbeiten für die Mehrjahresplanung beginnen i.d.R. im dritten Quartal eines Jahres mit einer Strategiesitzung des Managements. Die Unternehmensplanung wird anschließend in einem iterativen Prozess unter Einbindung des Controlling-Teams und des Investment-Teams erarbeitet. Dabei werden die „top-down“-Vorgaben des Managements durch das Controlling-Team in eine Planung auf Projekt- bzw. Landesebene überführt, die durch das Investment-Team hinsichtlich ihrer Realisierbarkeit (bezogen auf das Wachstumsportfolio) überprüft wird.
- 212 Die Planung des Bestandsportfolios und der Pipeline findet i.d.R. im August und September statt und erfolgt auf Ebene der einzelnen Park- bzw. Projektgesellschaften. Die Bestandsplanung basiert auf den bestehenden Stromeinspeise- bzw. Stromabnahmeverträgen sowie den abgeschlossenen Service- und Finanzierungsverträgen für die Solar- und Windparks.
- 213 Obwohl für das Bestandsportfolio die Plandaten bis zur Abwicklung eines jeden Parks im Controllingssystem hinterlegt sind, ist diese Langfristperspektive nicht Gegenstand des jährlichen Budgetierungsprozesses.
- 214 Das nicht konkretisierte Wachstumsportfolio wird – im Rahmen der Erstellung einer Mehrjahresplanung – i.d.R. im vierten Quartal eines Jahres auf Länderebene geplant. Dabei werden die Wachstumspotentiale in den einzelnen Regionen unter Einbindung des Investment-Teams abgeschätzt. Die Planungsarbeiten für das Segment Service und das Segment Asset Management finden ebenfalls zum Jahresende statt. Die einzelnen Planungsbestandteile werden anschließend in der Konzernplanung zusammengeführt.
- 215 Die uns vorliegende Unternehmensplanung wurde am 14. April 2025 vom Vorstand der Encavis AG verabschiedet und am 16. April 2025 durch den Aufsichtsrat genehmigt.

5.2 Planungstreue

- 216 Aus der Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit lassen sich gegebenenfalls Rückschlüsse über die zukünftige Planungsgenauigkeit ziehen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue haben wir einen Plan-Ist-Vergleich für die letzten drei Geschäftsjahre (GJ22-24) vorgenommen. Die Analyse der Planungstreue gründet auf den von uns bereinigten Umsatzerlösen und dem EBITDA.³⁴ Darüber hinaus haben wir die budgetierte Stromproduktion der tatsächlich produzierten Strommenge gegenübergestellt.

³⁴ Für die Analyse der Planungstreue wurden die vorgenommenen IFRS 16-Bereinigungen bezogen auf Pachtverhältnisse wieder umgekehrt.

- 217 Nachfolgende Tabelle zeigt die prozentuale Abweichung der tatsächlich eingetretenen Ergebnisgrößen von den budgetierten Ergebnisgrößen. Eine positive bzw. negative Abweichung bedeutet, dass die tatsächlich eingetretenen Werte oberhalb bzw. unterhalb des Budgets lagen. Die Kennziffernspalte („Ist Ø 22-24“) weist die durchschnittliche jährliche Abweichung im Zeitraum GJ22-24 aus.

Tabelle 10: Encavis-Konzern – Plan-Ist-Vergleich

%	Ist	Ist	Ist	Ist
	GJ22	GJ23	GJ24	Ø 22-24
Energieproduktion	(2%)	(4%)	(12%)	(6%)
davon: PV Parks	1%	(3%)	(8%)	(3%)
davon: Wind Parks	(8%)	(6%)	(18%)	(10%)
Umsatzerlöse	22%	2%	(13%)	4%
EBITDA	25%	3%	(13%)	5%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 218 In der Gesamtschau zeigt der Plan-Ist-Vergleich große Abweichungen der historisch erzielten Umsatzerlöse und des EBITDA gegenüber den budgetierten Werten, in die eine wie auch in die andere Richtung. Das GJ22 war durch den kriegsbedingten Preisanstieg auf den Strommärkten (siehe Abschnitt 3.2.5) geprägt, sodass die Umsatzerlöse und das EBITDA jeweils rd. 22% und 25% über dem Budget lagen. Das Budget für das GJ23 wurde leicht übertroffen. Im GJ24 lagen die Umsatzerlöse und das EBITDA hingegen aufgrund des unerwartet schlechten Wetters und verspäteter Inbetriebnahmen (siehe Abschnitt 4.2) jeweils rd. 13% unter den budgetierten Werten, was sich auch im verfehlten Budget für die Energieproduktion niederschlägt.
- 219 Aufgrund des starken Einflusses externer Faktoren im Zeitraum GJ22-24 lassen sich im vorliegenden Fall nur bedingt Rückschlüsse auf die Planungsgüte ziehen. Von einer systematischen Über- oder Unterschreitung der budgetierten Werte kann jedenfalls auf Grundlage der letzten drei Jahre nicht ausgegangen werden. Insofern kann geschlussfolgert werden, dass sich die vorliegende Planung für Zwecke des Ausschlusses von Minderheitsaktionären und zur Bestimmung der Barabfindung eignet.

5.3 Planungsrechnung

- 220 Die Tabellen bzw. Abbildungen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Detailplanungszeitraum (GJ25-30). Zu Vergleichszwecken zeigen wir auch das letzte Ist-Jahr (GJ24) nach Bereinigungen und die zusammenfassenden Kennzahlen der historischen Ertragslage nach Bereinigungen (Spalte „Ist Ø 22-24“). Für eine Diskussion der vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage verweisen wir auf Abschnitt 4.3.
- 221 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Detailplanungszeitraum (Spalte „Plan Ø 25-30“) sind wie folgt definiert:
- Der CAGR für den Detailplanungszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ24-30.
 - Die durchschnittlichen Margen für den Detailplanungszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ25-30.
- 222 Nachfolgende Tabelle zeigt die Plan-GuV des Encavis-Konzerns.

Tabelle 11: Encavis-Konzern – Plan-GuV

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Ist Ø 22-24	Plan Ø 25-30
Umsatzerlöse	401	505	629	765	913	982	1.013		
Wachstum in %	(10,7%)	25,9%	24,7%	21,5%	19,3%	7,6%	3,2%	(6,9%)	16,7%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(152)	(185)	(222)	(259)	(304)	(331)	(352)		
EBITDA	249	320	408	506	608	651	661		
in % der Umsatzerlöse	62,1%	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	68,0%	65,4%
Abschreibungen	(113)	(144)	(181)	(224)	(276)	(290)	(281)		
EBIT	136	176	227	282	332	361	380		
in % der Umsatzerlöse	33,9%	34,9%	36,1%	36,8%	36,4%	36,8%	37,6%	43,1%	36,4%
Finanzergebnis	(72)	(130)	(132)	(167)	(215)	(219)	(200)		
Bereinigungen/Umkehrungen	(240)	-	-	-	-	-	-		
EBT	(176)	46	95	114	117	142	180		
Ertragsteuern	2	(31)	(55)	(55)	(49)	(50)	(56)		
Konzernergebnis	(174)	15	41	59	69	92	124		
davon: Encavis-Aktionäre	(178)	12	36	52	59	80	108		
davon: Minderheitenanteil	4	3	5	7	9	11	15		

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

223 Die Entwicklung der Ertragslage in den GJ25-30 lässt sich wie folgt zusammenfassen:

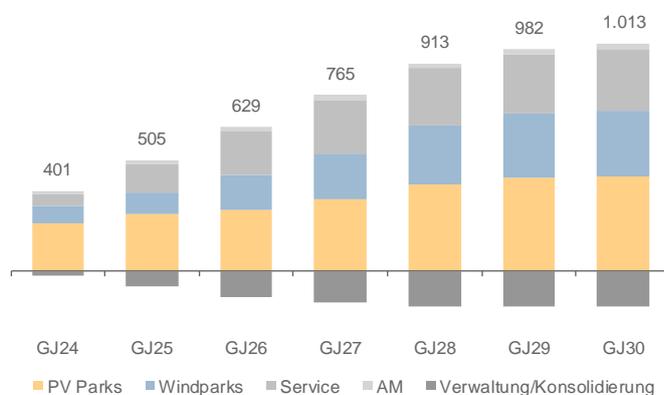
- Die Umsatzerlöse sollen bis zum GJ30 um das Zweieinhalbfache wachsen (CAGR von 16,7%). Das Umsatzwachstum resultiert aus dem geplanten Kapazitätsausbau und einer höheren Produktivität der neuen Anlagen (positiver Mengeneffekt), teilweise kompensiert durch den Rückgang der gewichteten Strompreise aufgrund des weniger profitablen Neugeschäfts (negativer Portfoliomischeffekt).
- Die EBITDA-Marge soll leicht ansteigen von 62,1% im GJ24 auf 65,3% im GJ30. Der negative Preiseffekt im IPP-Bereich wird dabei durch die höhere Produktivität der Anlagen und niedrigere Betriebskostenquoten („OpEx/MW“) aufgewogen. Weiterhin wirken sich der Aufbau des BESS-Geschäfts im Service-Bereich und eine Erholung im Asset Management positiv auf die Margenentwicklung aus.
- Für das GJ25 wird wieder ein positives Konzernergebnis erwartet, das bis zum GJ30 auf EUR 124 Mio. ansteigen soll.

224 Im Folgenden betrachten wir die geplanten Umsatzerlöse, das EBITDA und die Investitionen und Abschreibungen des Encavis-Konzerns in den Jahren GJ25-30.

5.3.1 Umsatzerlöse

225 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung der Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum zusammen.

Abbildung 12: Encavis-Konzern – Umsatzerlöse (EUR Mio.)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

226 Die Umsatzerlöse sollen von EUR 401 Mio. im GJ24 auf EUR 1.013 Mio. im GJ30 ansteigen (CAGR von 16,7%). Der starke Anstieg ist überwiegend auf das geplante Portfoliowachstum zurückzuführen (positiver Mengeneffekt). Weiterhin sollen Anlagen mit einer höheren Produktivität zum Umsatzwachstum beitragen. Ein gegenläufiger Effekt ergibt sich aus dem zunehmenden Anteil des Neugeschäfts, das aufgrund der auslaufenden Fördermodelle weniger profitabel ist als das Bestandsportfolio (Portfoliomischeffekt).

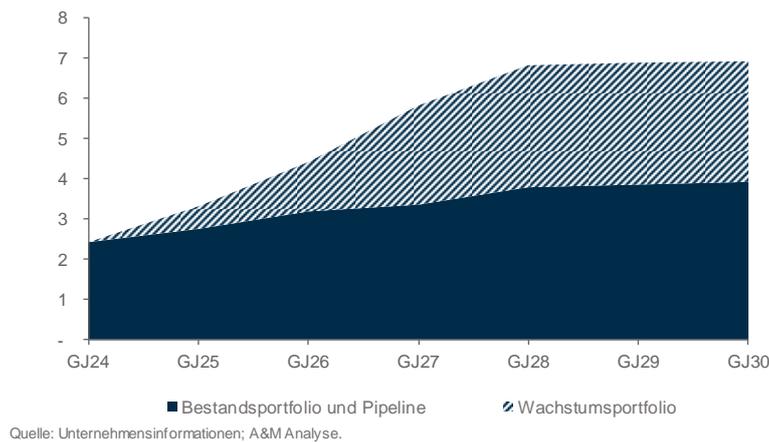
227 Der Anteil des IPP-Bereichs an den Umsatzerlösen (unter Berücksichtigung der Konsolidierung) soll von 85% im GJ24 auf 84% im GJ30 leicht zurückgehen. Grund für die leichte Veränderung ist der Aufbau des neuen Geschäftsfelds der Batteriespeichersysteme (Segment Service). Hieraus wird ein Umsatzbeitrag i.H.v. EUR 54 Mio. im GJ30 erwartet. Das starke Wachstum im Segment Service bezieht sich zu einem großen Teil auf konzerninterne Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Errichtung eigener Solarparks für den geplanten Kapazitätsausbau und konzerninterne O&M-Leistungen (Konsolidierung).

228 Innerhalb des IPP-Bereichs wird ein Rückgang des Solaranteils an den Umsatzerlöse von 75% im GJ24 auf 59% im GJ30 zugunsten des Windanteils erwartet.

Installierte Kapazität

229 Nachfolgende Abbildung stellt die geplante Entwicklung der installierten Gesamtleistung im Detailplanungszeitraum dar.

Abbildung 13: Encavis-Konzern – Installierte Kapazität (GW)



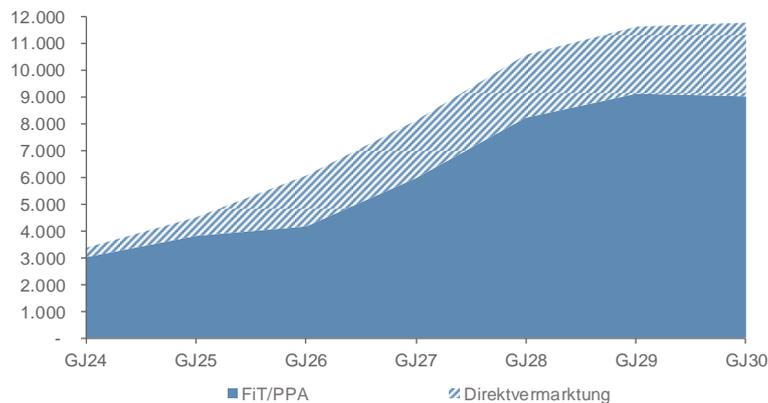
230 Die installierte Kapazität soll von 2,4 GW zum Ende des GJ24 auf 6,8 GW zum Ende des GJ28 anwachsen. Ein wesentlicher Teil des Wachstums (3,0 GW) soll dabei aus dem noch nicht konkretisierten Wachstumsportfolio generiert werden. Die übrige Zusatzkapazität (1,4 GW) bezieht sich auf konkretisierte Pipeline-Projekte.

Marktvergleich

231 Insgesamt weist der geplante Kapazitätsausbau mit einem CAGR von 19,2% p.a. im Zeitraum GJ24-30 ein deutlich höheres Wachstum auf als der Markt (CAGR von 8,3% p.a., siehe Abschnitt 3.2.5). Hieraus ergibt sich ein impliziter Anstieg des Marktanteils des Encavis-Konzerns in der Encavis-Region (gemessen an der installierten Kapazität) von 0,8% (GJ24) auf 1,2% (GJ30) im Solarbereich und von 0,3% (GJ24) auf 0,8% (GJ30) im Windbereich. Vor diesem Hintergrund erscheint der geplante Kapazitätsausbau ambitioniert.

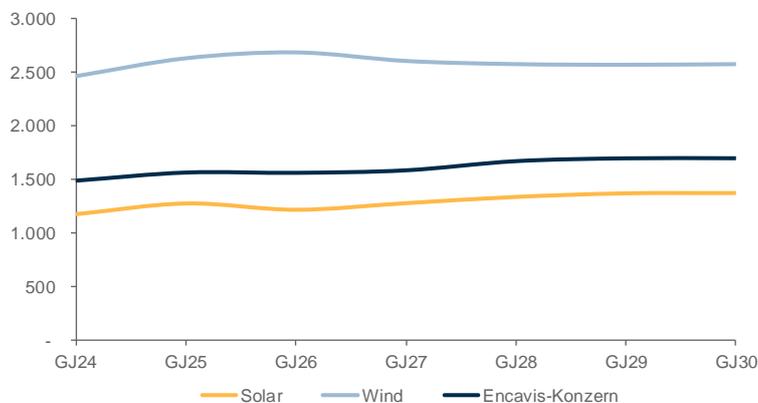
Produzierte Strommenge

232 Nachfolgende Abbildung zeigt die produzierte Strommenge im Detailplanungszeitraum, unterschieden nach der vertraglichen Stromproduktion („FiT/PPA“) und der direkt am Markt vertriebenen Strommenge.

Abbildung 14: Encavis-Konzern – Produzierte Strommenge (GWh)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 233 Zu Beginn des Planungszeitraums bestehen für einen Großteil des Erzeugungssportfolios feste Einspeisevergütungen bzw. langfristige Stromabnahmeverträge (siehe Abschnitt 3.2.3). Im Planungsverlauf soll die FiT/PPA-Quote von 89,7% (GJ24) auf 76,7% (GJ30) aufgrund des zunehmenden Anteils der Pipeline-Projekte mit geringeren FiT/PPA-Quoten sinken.
- 234 Die produzierte Strommenge soll von 3.395 GWh im GJ24 auf 11.772 GWh im GJ30 steigen. Für das GJ25 wird aufgrund der angenommenen Normalisierung der Wetterbedingungen nach dem GJ24 und dem Rückgang der Negativstunden ein überproportionaler Anstieg der produzierten Strommenge erwartet (gemessen an der durchschnittlichen Kapazität).
- 235 Nachfolgende Abbildung fasst die durchschnittliche Stromerzeugung der Solar- und Windkraftanlagen („Load Factor“) im Detailplanungszeitraum zusammen.

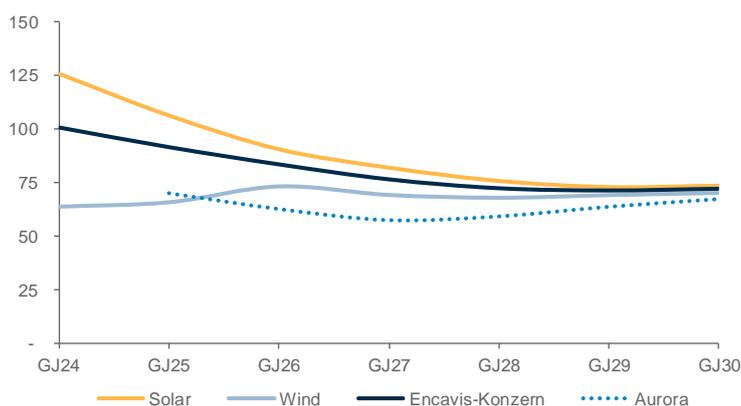
Abbildung 15: Encavis-Konzern – Load Factor (GWh/GW)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 236 Insgesamt geht die Unternehmensplanung von einer steigenden Produktivität des Erzeugungssportfolios aus. Im Solarbereich soll die durchschnittliche Stromerzeugung bis zum GJ30 um +16% wachsen; im Windbereich ist eine Erhöhung der durchschnittlichen Stromerzeugung um +5% vorgesehen. Der beobachtete Rückgang im GJ27 ist durch den Markteintritt in windärmere Regionen (ES, IT) bedingt, der zu einer Diversifizierung des Erzeugungssportfolios beitragen soll.

Gewichteter Strompreis

- 237 Nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung des nach der Kapazität gewichteten Strompreises im IPP-Bereich („Durchschnittspreis“) den Strompreisprognosen von Aurora gegenüber.

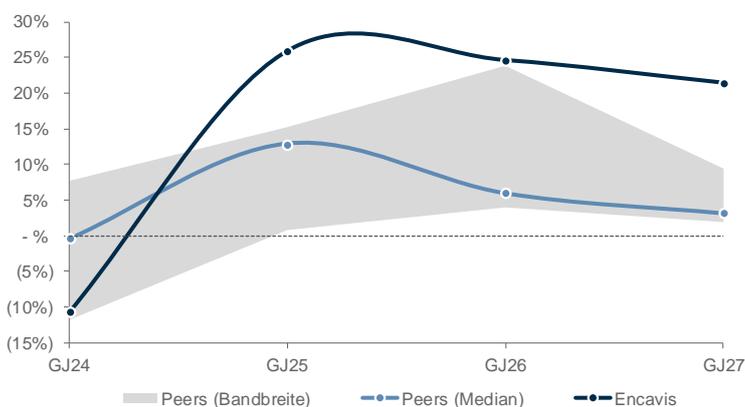
Abbildung 16: Encavis-Konzern – Gewichteter Strompreis (EUR/MWh)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 238 Aus der Abbildung geht ein signifikanter Rückgang des gewichteten Strompreises im Solarportfolio von EUR 125/MWh im GJ24 auf EUR 73/MWh GJ30 hervor. Der Preisrückgang ist auf das weniger profitable Neugeschäft gegenüber dem Bestandsgeschäft zurückzuführen. Der Encavis-Konzern konnte in der Vergangenheit von Fördermodellen (hohe Einspeisevergütungen) im Solarbereich profitieren, die noch im Bestandsportfolio reflektiert sind. Für das Neugeschäft wurden Vertragsabschlüsse nahe an den aktuellen bzw. prognostizierten Marktbedingungen angenommen. Mit dem zunehmenden Anteil des Neugeschäfts im Planungsverlauf sinkt somit der gewichtete Durchschnittspreis, den das Portfolio erzielt.

Peer-Vergleich

- 239 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir das geplante Wachstum der Umsatzerlöse mit den Konsensschätzungen für die Peer-Unternehmen verglichen. Die der Analyse zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognosen für die Vergleichsunternehmen wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen. Aufgrund der fehlenden Datenverfügbarkeit konnten nicht alle Peer-Unternehmen im Rahmen des Benchmarkings berücksichtigt werden.³⁵ Weiterhin beschränken wir den Peer-Vergleich auf die Jahre GJ25-27 aufgrund der fehlenden belastbaren Prognosen für den Zeitraum nach GJ27.
- 240 Nachfolgende Abbildung stellt die Wachstumsraten der Umsatzerlöse des Encavis-Konzerns dem Wachstum der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-27 gegenüber.

Abbildung 17: Peer-Vergleich – Umsatzwachstum

Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

³⁵ Für die folgenden Peer-Unternehmen lagen keine belastbaren Finanzdaten vor: Greencoat, NextEnergy, ORIT und TRIG.

241 Die Analyse des prognostizierten Umsatzwachstums vergleichbarer Unternehmen zeigt, dass der Encavis-Konzern im GJ24 höhere Umsatzverluste zu verzeichnen hatte, dafür aber höhere Wachstumsraten in den Folgejahren GJ25-27 zu erreichen hofft.

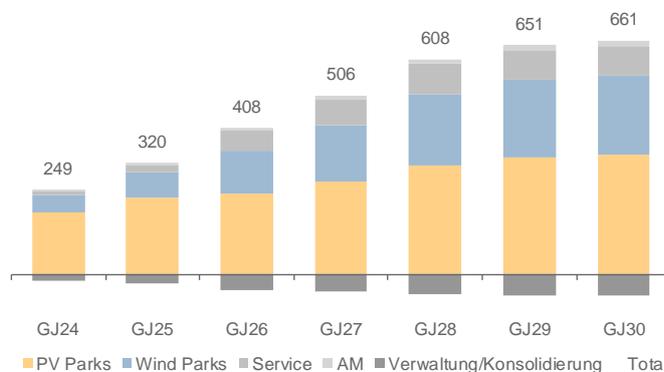
242 Die Unternehmensplanung geht von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 24,0% für den Zeitraum GJ24-27 (16,7% für den Zeitraum GJ24-30) aus. Für die Peer-Unternehmen (Median) wird für denselben Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum von nur 7,2% erwartet.

243 Ausgehend von der prognostizierten Peer-Entwicklung erscheint die Umsatzplanung des Encavis-Konzerns ambitioniert.

5.3.2 EBITDA

244 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungszeitraum zusammen:

Abbildung 18: Encavis-Konzern – EBITDA (EUR Mio.)

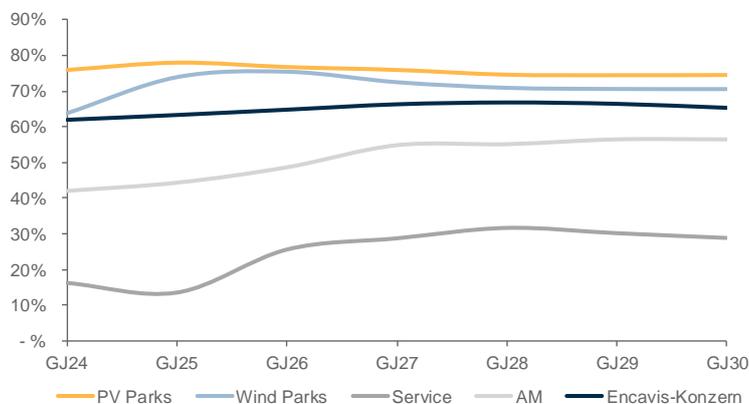


Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

245 Insgesamt soll sich das EBITDA von EUR 249 Mio. (nach Bereinigungen) im GJ24 auf EUR 661 Mio. um mehr als das Zweieinhalbfache erhöhen. Der Anstieg des EBITDA ist wiederum maßgeblich durch den Portfolioausbau im IPP-Bereich getrieben. Darüber hinaus soll der Service-Bereich mit dem Aufbau des BESS-Geschäfts zum EBITDA-Anstieg beitragen.

246 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Marge im Detailplanungszeitraum auf Segmentebene.

Abbildung 19: Encavis-Konzern – EBITDA-Marge (%)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

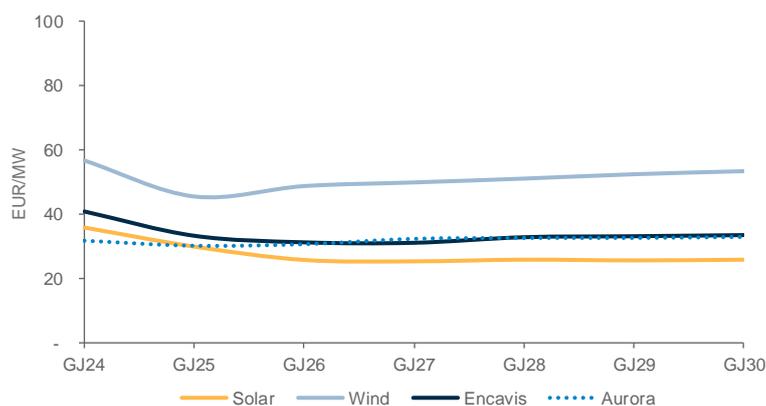
247 Insgesamt geht aus der Unternehmensplanung für den Encavis-Konzern ein Margenanstieg von 62,1% im GJ24 auf 65,3% im GJ30 hervor. Im Einzelnen sollen sich die operativen Segmente wie folgt entwickeln:

- Im Segment PV Parks wird eine leichte Verschlechterung von 75,9% (GJ24) auf 74,4% (GJ30) aufgrund der negativen Portfoliomischeffekte (siehe oben), die nicht vollständig durch sinkende Betriebskostenquoten (siehe unten) aufgefangen werden können, erwartet.
- Im Segment Windparks soll die EBITDA-Marge von 63,9% auf 70,5% steigen, hauptsächlich getrieben durch steigende Strompreise. Diese sind wiederum auf einen erwarteten Rückgang der Negativstunden zurückzuführen, die unter der EEG-Förderung mit niedrigeren Preisen vergütet werden. Der starke Margenanstieg in den ersten beiden Planjahren GJ25-26 ist auf die Inbetriebnahme von Pipeline-Projekten zurückzuführen, für die noch eine EEG-Förderung abgeschlossen werden konnte. Für die noch nicht konkretisierten Windprojekte der Folgejahre werden aufgrund der nicht mehr weitergeführten Fördermodelle niedrigere Strompreise erwartet.
- Für das Segment Service geht das Management von einem deutlichen Margensprung von 16,1% im GJ24 auf 28,7% im GJ30 aus. Dieser soll sich aus Aufbau des neuen Geschäftsfelds der Batteriespeicherlösungen sowie der geplanten Verstärkung des Re-vamping und Repowering und der Neuinstallationen ergeben. Für das GJ25 wird ein temporärer Margenrückgang aufgrund der Anlaufkosten im Geschäftsfeld der Batteriespeicherlösungen erwartet.
- Das Segment Asset Management (AM) zeigt in der Planung eine Margenerhöhung von 42,1% im GJ24 auf 56,6% im GJ30. Insgesamt geht das Management von einer Erholung des Asset Managements nach der schwierigen Geschäftsentwicklung im letzten Ist-Jahr (siehe Abschnitt 4.2) aus. Insgesamt fällt das Segment Asset Management aufgrund des eher geringen Geschäftsvolumens aber nicht stark ins Gewicht.

Operative Kosten

248 Nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der Betriebskostenquoten (OpEx/MW) im Detailplanungszeitraum den Aurora-Prognosen gegenüber.

Abbildung 20: Encavis-Konzern – Operative Kosten (OpEx/MW)



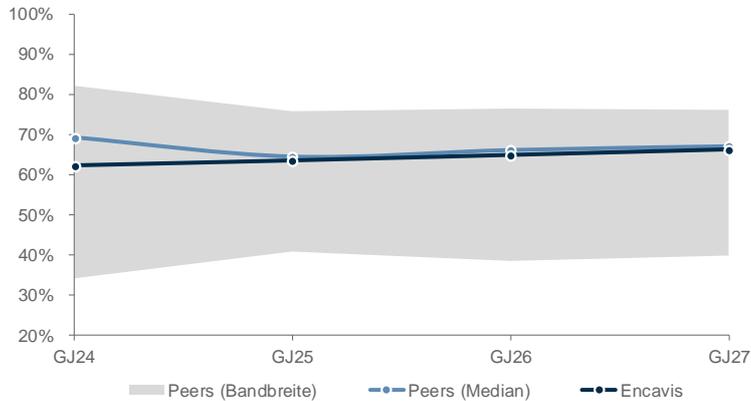
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

249 Insgesamt verzeichnen die gewichteten Betriebskostenquoten einen Rückgang von EUR 41/MW im GJ24 auf EUR 33/MW im GJ30. Das Management geht im Windbereich von höheren OpEx/MW-Quoten bei den Pipeline-Projekten gegenüber dem Bestandsgeschäft aus; insgesamt sollen diese Projekte aber höhere Margen realisieren. Ab dem GJ26 entsprechen die Betriebskostenquoten in etwa den Aurora-Prognosen.

Peer-Vergleich

250 Zur besseren Einordnung der geplanten EBITDA-Marge des Encavis-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Marge des Encavis-Konzerns und die entsprechenden Konsensschätzungen zu den Peer-Unternehmen.

Abbildung 21: Peer-Vergleich – EBITDA-Marge



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

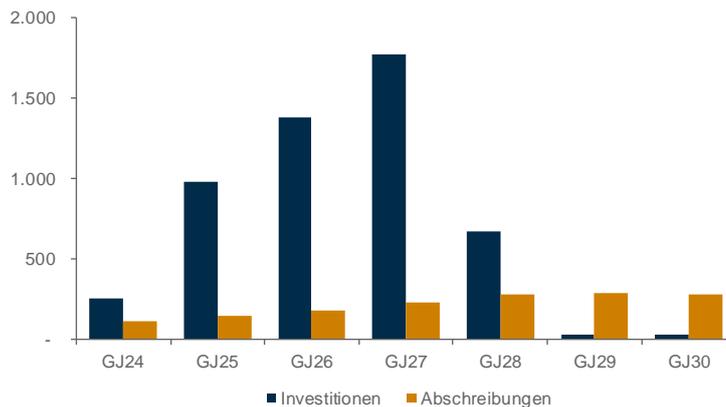
251 Insgesamt bewegen sich die prognostizierten EBITDA-Margen des Encavis-Konzerns in den GJ25-27 auf dem Niveau (Median) der Peer-Unternehmen.

252 Aus der Peer-Analyse zeigt sich, dass die geplante EBITDA-Marge des Encavis-Konzerns in den GJ25-27 plausibel ist.

5.3.3 Investitionen und Abschreibungen

253 Nachfolgende Abbildung stellt die Investitionen und Abschreibungen des Encavis-Konzerns im Detailplanungszeitraum dar.

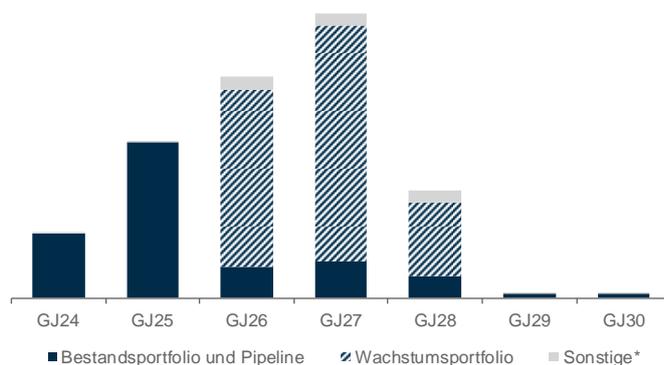
Abbildung 22: Investitionen und Abschreibungen (EUR Mio.)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

254 Die Investitionen spiegeln mit einem Anstieg von EUR 253 Mio. im GJ24 auf EUR 1.774 Mio. im GJ27 den geplanten Kapazitätsausbau wider. Insgesamt belaufen sich die geplanten Investitionen im Zeitraum GJ25-30 auf EUR 4.867 Mio. Die Abschreibungen steigen im Planungszeitraum infolge der Investitionen kontinuierlich an.

255 Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Investitionen auf die konkretisierten Pipeline-Projekte und das Wachstumportfolio.

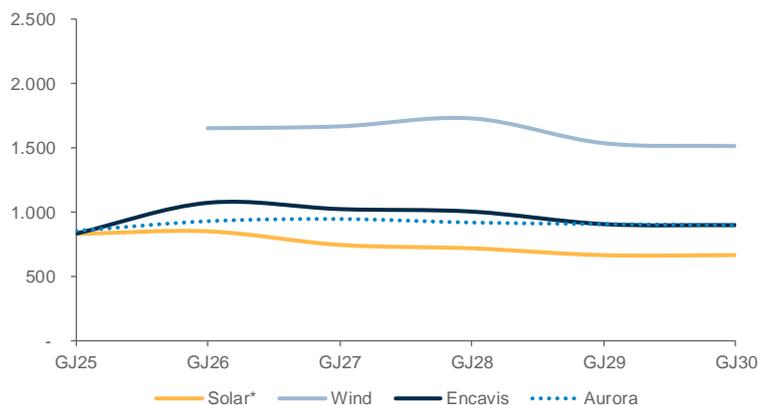
Abbildung 23: Investitionen nach Investitionsstadium (EUR Mio.)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse. (*) Service und AM.

256 Für die Investitionen im GJ25 bestehen fast ausschließlich konkretisierte Projektpläne. Die Investitionen in den Folgejahren GJ26-28 sollen hingegen zum Großteil in das noch nicht konkretisierte Wachstumsportfolio erfolgen.

Investitionskosten

257 Nachfolgende Abbildung zeigt die den Investitionen zugrundeliegenden Investitionskosten (CapEx/MW) im Planungszeitraum.³⁶

Abbildung 24: Investitionskosten (CapEx/MW)

Quelle: Aurora (Apr25); A&M Analyse. (*) Durchschnitt aus fest installierten und nachgeführten PV-Anlagen.

258 Die Investitionskosten basieren auf den von der Gesellschaft im Markt beobachteten und zum Teil bereits kontrahierten Entwicklungskosten. Insgesamt sind die Investitionskosten in den Jahren GJ25-30 aufgrund der sinkenden realen Kosten leicht rückläufig.

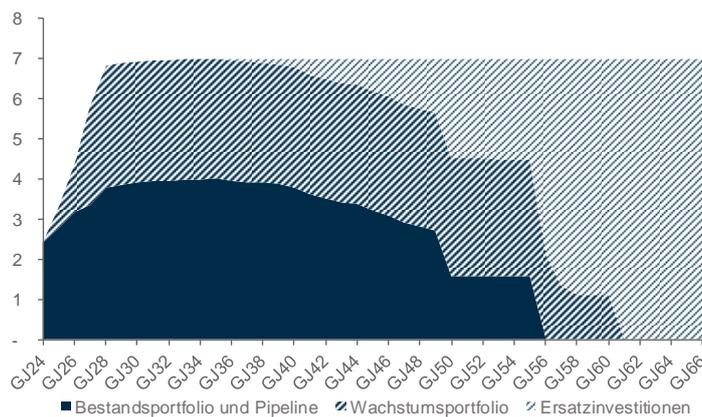
³⁶ Im Windbereich sind keine Investitionen im GJ25 vorgesehen.

6 ABLEITUNG DER ZU KAPITALISIERENDEN ERGEBNISSE

6.1 Übergangsphase

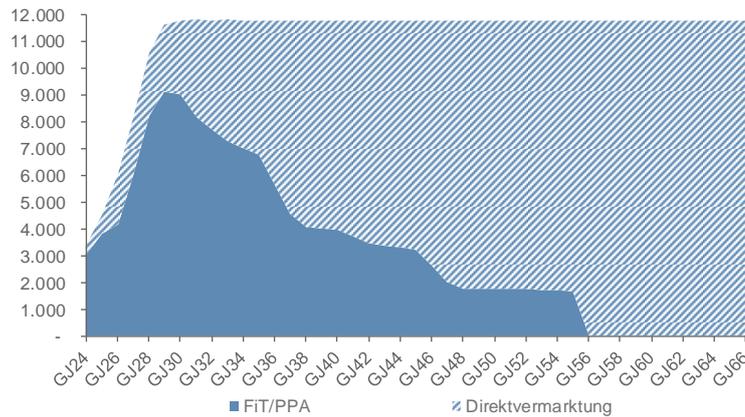
- 259 Die im Detailplanungszeitraum GJ25-30 abgebildeten vertraglichen Verhältnisse sind – aufgrund der in der Vergangenheit vorherrschenden und nicht mehr fortgeführten Fördermodelle – nicht repräsentativ für die Unternehmensentwicklung in den Folgejahren. Wir haben die Unternehmensplanung um eine „**Übergangsphase**“ GJ31-66 ergänzt, die das Auslaufen der bestehenden Stromeinspeise- bzw. Stromabnahmeverträge berücksichtigt, den Übergang auf das erwartete Marktniveau abbildet und damit einen „eingeschwungenen Zustand“ herstellt.
- 260 Die Übergangsphase gründet auf den von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Prognosen für das Bestandsportfolio, die Pipeline und das Wachstumsportfolio bis zum erwarteten Betriebsende der Anlagen – sowie für den Service- und Asset Management-Bereich – bis zum GJ66.
- 261 Wir haben die Planung der einzelnen Anlagen bis zum jeweiligen Betriebsende in der Übergangsphase um „**Ersatzinvestitionen**“ zum Erhalt der langfristigen Zielkapazität von 7,0 GW erweitert.
- 262 Nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der installierten Kapazität im Detailplanungszeitraum und der Übergangsphase dar.

Abbildung 25: Encavis-Konzern – Installierte Kapazität (GW), Übergangsphase



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 263 Nach dem letzten Planjahr GJ30 wurden weitere Kapazitätssteigerungen (0,1 GW) aus konkretisierten bzw. sich anbahnenden Projektvorhaben berücksichtigt. Die langfristige Zielkapazität i.H.v. 7,0 GW soll voraussichtlich zum Ende des GJ34 erreicht werden. Daraufhin sollen im GJ35 die ersten bestehenden Anlagen vom Netz gehen. Zum Erhalt der Zielkapazität von 7,0 GW haben wir in den Übergangsjahren GJ35-66 Ersatzinvestitionen angenommen. Größere Ersatzinvestitionen sind im GJ50 (1,1 GW), GJ56 (2,4 GW) und GJ61 (1,1 GW) vorgesehen.
- 264 Nachfolgende Abbildung zeigt die produzierte Strommenge im Detailplanungszeitraum und der Übergangsphase, unterteilt nach der vertraglichen Stromproduktion („FiT/PPA“) und der direkt am Markt vertriebenen Strommenge.

Abbildung 26: Encavis-Konzern – Produzierte Strommenge (GWh), Übergangsphase

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 265 Der Anteil der FIT/PPAs an der produzierten Energiemenge beläuft sich im letzten Planjahr GJ30 auf 76,7%. Im Übergangszeitraum lässt sich ein steigender Anteil der Direktvermarktung beobachten; in den Übergangsjahren GJ56 ff. werden schließlich 100% des produzierten Stroms direkt vermarktet.
- 266 Im GJ34 lässt sich ein leichter Rückgang der produzierten Strommenge gegenüber dem Vorjahr beobachten, der auf die technische Degradierung der Anlagen zurückzuführen ist. Nach dem GJ34 (mit dem Beginn der Ersatzinvestitionen) wurde für das Gesamtportfolio keine technische Degradierung mehr unterstellt.

6.2 Nachhaltiges Ergebnis

- 267 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts des Encavis-Konzerns muss die sich an den Detailplanungszeitraum anschließende Übergangsphase um den Zeitraum der sogenannten „Ewigen Rente“ (Terminal Value, TV) ergänzt werden.
- 268 Die Ewige Rente spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Übergangsjahr GJ66 wider.³⁷ Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem „eingeschwungenen“ Zustand befindet und alle Ergebniskomponenten mit einer einheitlichen Wachstumsrate wachsen („Wachstumsabschlag“, siehe Abschnitt 7.4).
- 269 Im Folgenden haben wir für die Übergangsphase GJ31-66 und die Ewige Rente eine barwertäquivalente Annuität für das GJ31 („TV-Jahr“) gebildet. Das ausgewiesene TV-Jahr entspricht daher nicht der tatsächlichen Ergebniserwartung für das GJ31, sondern repräsentiert die künftige Ertragskraft des Encavis-Konzerns über den gesamten Zeitraum GJ31 ff. (Übergangsphase und Ewige Rente). Die Geschäftsentwicklung der GJ31 ff. wird im TV-Jahr GJ31 verdichtet. Aus der verdichteten Darstellung ergeben sich keine Werteffekte im Rahmen der Unternehmensbewertung. Die vollständige Übergangsphase ist im Anhang A&M-002 „Übergangsphase“ abgebildet.
- 270 Das TV-Jahr weist ein nachhaltiges Umsatz- und Margenniveau ausgehend vom GJ31 aus. Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungshorizont und dem Zeitraum der Ewigen Rente (TV-Jahr).

³⁷

Die Phase der Ewigen Rente beginnt nach einem technischen Übergangsjahr GJ67 ab dem GJ68.

Tabelle 12: Encavis-Konzern – Nachhaltiges Ergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Umsatzerlöse	401	505	629	765	913	982	1.013	1.117
<i>Wachstum in %</i>	<i>(10,7%)</i>	<i>25,9%</i>	<i>24,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>19,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>10,3%</i>
Betriebs- und Verwaltungskosten	(152)	(185)	(222)	(259)	(304)	(331)	(352)	(393)
EBITDA	249	320	408	506	608	651	661	724
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>62,1%</i>	<i>63,4%</i>	<i>64,8%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,7%</i>	<i>66,3%</i>	<i>65,3%</i>	<i>64,8%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

271 Insgesamt ergibt sich ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse i.H.v. EUR 1.117 Mio. und eine nachhaltige EBITDA-Marge i.H.v. 64,8%.

Nachhaltiges Umsatzniveau

272 Das nachhaltige Umsatzniveau i.H.v. EUR 1.117 Mio. entspricht einem Aufschlag i.H.v. 10,3% gegenüber dem letzten Planjahr. Das nachhaltige Umsatzniveau bildet den erwarteten Preisanstieg im Windbereich ab, der den Preisrückgang im Segment PV Parks aufgrund des Auslaufens der – i.W. in den Jahren zwischen 2008-12 abgeschlossenen – Stromeinspeiseverträge in den Ländern DE, IT und FR langfristig kompensieren soll.

Nachhaltige EBITDA-Marge

273 Die nachhaltige EBITDA-Marge i.H.v. 64,8% entspricht einem Rückgang i.H.v. -0,5%-Punkten gegenüber dem letzten Planjahr. Die leichte Margenverschlechterung ist wiederum auf die auslaufenden Vergütungen aus den historischen Fördermodellen zurückzuführen. Der Rückgang der realen OpEx/MW-Quoten im Übergangszeitraum soll sich wiederum stabilisierend auf die Margenentwicklung auswirken.

6.3 Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

274 Nachfolgende Tabelle zeigt die Investitionen und Abschreibungen des Encavis-Konzerns in den GJ24-31 ff.

Abbildung 27: Encavis-Konzern – Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Investitionen	253	984	1.378	1.774	674	30	28	248
Abschreibungen	(113)	(144)	(181)	(224)	(276)	(290)	(281)	(236)
<i>in % der Umsatzerlöse</i>								
<i>Investitionen</i>	<i>63,1%</i>	<i>194,9%</i>	<i>218,8%</i>	<i>231,9%</i>	<i>73,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,7%</i>	<i>22,1%</i>
<i>Abschreibungen</i>	<i>(28,2%)</i>	<i>(28,5%)</i>	<i>(28,7%)</i>	<i>(29,3%)</i>	<i>(30,3%)</i>	<i>(29,5%)</i>	<i>(27,7%)</i>	<i>(21,1%)</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

275 Im Rahmen der Ertragswertermittlung wird ein Going Concern-Szenario mit einer unendlichen Laufzeit unterstellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Energieerzeugungsanlagen eine begrenzte Lebensdauer aufweisen und nach dem Ende ihrer Lebensdauer ausgetauscht werden müssen.

276 Das nachhaltige Investitionsniveau bezieht sich i.W. auf die hierfür notwendigen Ersatzinvestitionen und liegt bei EUR 248 Mio. Das nachhaltige Abschreibungsniveau im TV-Jahr GJ31 liegt mit EUR 236 Mio. unter dem nachhaltigen Investitionsniveau, sodass ein nachhaltiges Unternehmenswachstum gewährleistet ist.

6.4 Netto-Umlaufvermögen

277 Das Netto-Umlaufvermögen („**Trade Working Capital**“) entspricht der Differenz aus dem operativen Umlaufvermögen und den Verbindlichkeiten aLuL. Folgende Bilanzposten werden dem Netto-Umlaufvermögen zugerechnet:

- Vorräte
- Forderungen aLuL

– Verbindlichkeiten aLuL

278 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Trade Working Capital im Detailplanungszeitraum GJ25-30 und im TV-Jahr GJ31.

Abbildung 28: Encavis-Konzern – Netto-Umlaufvermögen

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Vorräte	7	10	13	16	18	20	21	24
Forderungen aLuL	74	110	141	177	194	210	226	261
Verbindlichkeiten aLuL	(43)	(63)	(81)	(102)	(112)	(121)	(130)	(150)
Trade Working Capital	38	57	73	92	101	109	117	135
Δ Trade Working Capital		19	16	19	9	8	8	2
<u>in % der Umsatzerlöse</u>								
Trade Working Capital	9,6%	11,3%	11,6%	12,0%	11,0%	11,1%	11,6%	12,1%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

279 Insgesamt soll das Netto-Umlaufvermögen von EUR 38 Mio. zum Ende des GJ24 auf EUR 117 Mio. zum Ende des GJ30 steigen. Der Anstieg hängt i.W. mit dem Portfoliowachstum und der Ausweitung des Servicegeschäfts (insbesondere Errichtung eigener Solarparks) zusammen. Der nachhaltige Bestand des Netto-Umlaufvermögens beläuft sich auf EUR 135 Mio. und reflektiert das höhere Geschäftsvolumen im TV-Jahr GJ31.

Operative Kasse und verfügbarsbeschränkte Mittel

280 Die liquiden Mittel des Encavis-Konzerns setzen sich aus frei verwendbaren Mitteln, verfügbarsbeschränkten Mitteln und operativ gebundenen Mitteln zusammen. Bei den verfügbarsbeschränkten Mitteln (EUR 102 Mio. zum Dez24) handelt es sich i.W. um Kapitaldienst- und Projektreserven, die im Rahmen der Projektfinanzierung bei den Solar- und Windparks als Sicherheiten hinterlegt sind. Ein operativer Kassenbestand ist notwendig, um den laufenden Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens nachzukommen. Nach Angaben des Managements beläuft sich der operative Kassenbestand zum Ende des GJ24 auf EUR 169 Mio.

281 Zum Vorteil der Minderheitsaktionäre wurde im Detailplanungszeitraum keine zusätzliche Kapitalbindung aus den verfügbarsbeschränkten Mitteln und dem operativen Kassenbestand angenommen.

Sonstige Bilanzposten

282 Die sonstigen Bilanzposten wurden grundsätzlich mit der nachhaltigen Wachstumsrate i.H.v. 1,00% p.a. fortentwickelt. Insgesamt ergibt sich aus den sonstigen Bilanzposten ein Überhang der Verbindlichkeiten zum Vorteil der Minderheitsaktionäre.

6.5 Finanzergebnis

283 Die Netto-Finanzverbindlichkeiten des Encavis-Konzerns umfassen die Projektfinanzierung, Konzernfinanzierung und den überschüssigen Kassenbestand. Darüber hinaus wurde eine Verzinsung des in den Netto-Finanzverbindlichkeiten nicht enthaltenen operativen Kassenbestands angenommen. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des Finanzergebnisses im Detailplanungszeitraum GJ25-30 und im TV-Jahr GJ31 zusammen.

Tabelle 13: Encavis-Konzern – Finanzergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Netto-Finanzverbindlichkeiten	2.206	2.980	3.753	4.853	5.113	4.796	4.458	3.638
Projektfianzierung*	1.300	1.781	2.133	2.635	2.845	2.669	2.433	1.883
Konzernfinanzierung	1.214	2.018	2.048	2.321	2.370	2.230	2.128	1.849
Überschüssiger Kassenbestand**	(308)	(818)	(427)	(102)	(102)	(102)	(102)	(94)
Operativer Kassenbestand	(169)	(149)						
Finanzergebnis	(72)	(130)	(132)	(167)	(215)	(219)	(200)	(159)
Projektfianzierung		(57)	(75)	(97)	(120)	(123)	(112)	(85)
Konzernfinanzierung		(88)	(86)	(88)	(103)	(104)	(97)	(82)
Überschüssiger Kassenbestand		9	25	13	3	3	3	3
Operativer Kassenbestand		5	5	5	5	5	5	4

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

(*) Exklusive IFRS 16 Verbindlichkeiten aus Pachtverhältnissen.

(**) Inklusive verfügbarsgeschränkter Mittel.

Netto-Finanzverbindlichkeiten

284 Die Netto-Finanzverbindlichkeiten betragen EUR 2.206 Mio. zum Ende des GJ24 und sollen aufgrund der notwendigen Finanzierung des geplanten Kapazitätsausbaus auf EUR 4.458 Mio. zum Ende des GJ30 ansteigen. Der nachhaltige Bestand der Netto-Finanzverbindlichkeiten (EUR 3.638 Mio.) spiegelt die Rückzahlung der Projektfianzierung vor dem Betriebsende der finanzierten Anlagen wider.

285 Der in den Netto-Finanzverbindlichkeiten enthaltene überschüssige Kassenbestand wird bis zum Ende des GJ27 zur Finanzierung des geplanten Unternehmenswachstums verwendet; der Aufbau der überschüssigen Mittel im GJ25 bildet die Vorfinanzierung der Projekte ab. Der in den Jahren GJ27 ff. verbleibende überschüssige Kassenbestand (EUR 102 Mio.) bezieht sich auf die nicht ausschüttungsfähigen verfügbarsbeschränkten Mittel.

Finanzergebnis

286 Das Finanzergebnis ergibt sich aus den Zinsaufwendungen/-erträgen für die Netto-Finanzverbindlichkeiten und den Zinsertrag auf den operativen Kassenbestand. Aus der von der Gesellschaft geplanten Projektfianzierung (basierend auf den aktuellen Verträgen bzw. Marktkonditionen) geht im Detailplanungszeitraum eine durchschnittliche Verzinsung i.H.v. 4,1% p.a. hervor. Die gegenüber der Projektfianzierung nachrangige Konzernfinanzierung wird durchschnittlich mit 4,5% p.a. verzinst. Für den überschüssigen und operativen Kassenbestand wurde eine Verzinsung i.H.v. 3,0% entsprechend dem risikolosen Basiszinssatz vor Steuern angenommen (siehe Abschnitt 7.1).

EBT

287 Das Vorsteuerergebnis ergibt sich aus dem EBITDA nach Abzug der Abschreibungen und des Finanzergebnisses. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des EBT zusammen.

Tabelle 14: Encavis-Konzern – Vorsteuerergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
EBITDA	249	320	408	506	608	651	661	724
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	62,1%	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	64,8%
Abschreibungen	(113)	(144)	(181)	(224)	(276)	(290)	(281)	(236)
EBIT	136	176	227	282	332	361	380	488
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	33,9%	34,9%	36,1%	36,8%	36,4%	36,8%	37,6%	43,7%
Finanzergebnis	(72)	(130)	(132)	(167)	(215)	(219)	(200)	(159)
Bereinigungen/Umkehrungen	(240)	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(176)	46	95	114	117	142	180	329

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

288 Insgesamt wird für das Vorsteuerergebnis ein Anstieg von EUR 46 Mio. im GJ25 auf EUR 180 Mio. im GJ30 und weiter auf ein nachhaltiges Niveau i.H.v. EUR 329 Mio. erwartet. Der Anstieg gegenüber dem letzten Planjahr ergibt sich dabei aus

- dem höheren Geschäftsvolumen in den Jahren GJ31 ff.;
- den niedrigeren buchhalterischen Abschreibungen, die sich aus einer – gegenüber der wirtschaftlichen Nutzungsdauer – kürzeren buchhalterischen Nutzungsdauer ergeben; und
- dem geringeren Zinsaufwand aufgrund der Rückzahlung der Projektfinanzierung vor dem Betriebsende der Anlagen.

6.6 Unternehmenssteuern

289 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Unternehmenssteuern im Detailplanungszeitraum und dem TV-Jahr.

Tabelle 15: Encavis-Konzern – Unternehmenssteuern

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
EBT	46	95	114	117	142	180	329
Ertragsteuern	(31)	(55)	(55)	(49)	(50)	(56)	(95)
<i>Effektive Konzernsteuerquote</i>	68,3%	57,3%	48,5%	41,5%	35,4%	31,4%	28,9%
Konzernergebnis	15	41	59	69	92	124	234

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

290 Insgesamt soll sich die effektive Konzernsteuerquote von 68,3% im GJ25 auf 31,4% im GJ30 und weiter auf 28,9% im TV-Jahr GJ31 reduzieren. Grund für die sehr hohen Konzernsteuerquoten zu Beginn des Detailplanungszeitraums sind die an das EBITDA gebundenen Zinsabzugsbeschränkungen. Mit dem Anstieg des EBITDA und der fortschreitenden Rückzahlung der Projektfinanzierung sinken die effektiven Konzernsteuerquoten.

291 Die steuerlichen Verlustvorträge innerhalb des Encavis-Konzerns (EUR 176 Mio. zum Dez24) wurden bei der Berechnung der Ertragsteuern steuermindernd berücksichtigt.

6.7 Minderheitenanteil

292 Die Unternehmensbewertung der Encavis AG gründet auf den den Aktionären der Encavis AG zustehenden zukünftigen Zahlungsüberschüssen. Dementsprechend ist das Konzernergebnis um den Anteil der Konzernminderheiten („**Minderheitenanteil**“) zu kürzen. Nachfolgende Tabelle stellt die Entwicklung der Minderheitenanteile im Detailplanungszeitraum und für das TV-Jahr GJ31 dar.

Tabelle 16: Encavis-Konzern – Minderheitenanteil

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Konzernergebnis	15	41	59	69	92	124	234
Encavis-Aktionäre	12	36	52	59	80	108	183
Minderheitenanteil	3	5	7	9	11	15	50
Konzernergebnis (100%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Encavis-Aktionäre	82%	88%	89%	87%	88%	88%	78%
Minderheitenanteil	18%	12%	11%	13%	12%	12%	22%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

293 Insgesamt lässt sich zunächst ein Rückgang des Minderheitenanteils im Detailplanungszeitraum beobachten, gefolgt von einem erneuten Anstieg im Jahr der Ewigen Rente. Der Minderheitenanteil i.H.v. 18% zu Beginn des Detailplanungszeitraums bezieht sich auf das Servicegeschäft der Stern Energy. In den Folgejahren wird der Minderheitenanteil durch den wieder steigenden Ergebnisbeitrag des Bestandsgeschäfts im IPP-Bereich und die neuen Pipeline-Projekten verwässert.

294 Für das nicht konkretisierte Neugeschäft und die Ersatzinvestitionen wurden Teilverkäufe angenommen. Mit den zunehmenden Ergebnisbeiträgen des Neugeschäfts und der Ersatzinvestitionen in der Übergangsphase steigt dementsprechend auch der Minderheitenanteil. Insgesamt liegt der Minderheitenanteil im verdichteten TV-Jahr GJ31 bei 22%.

6.8 Nettoeinnahmen

295 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse (Nettoeinnahmen) im Detailplanungszeitraum und dem Jahr der Ewigen Rente zusammen.

Tabelle 17: Encavis-Konzern – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Konzernergebnis (Encavis-Aktionäre)	12	36	52	59	80	108	183
Ausschüttung Konzernergebnis	-	-	-	-	-	1	81
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	-	-	-	76
Ausschüttung Rücklagen	-	-	-	-	-	-	22
(Wachstums-)Thesaurierung	12	36	52	59	80	107	26
<i>Ausschüttungsquote</i>	- %	- %	- %	- %	- %	1%	44%
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	6
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	-	-	-	-	-	(0)	(21)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	-	-	-	(10)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	-	-	-	-	-	-	(6)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	(1)
Nettoeinnahmen	-	-	-	-	-	1	142

Quelle: A&M Analyse.

296 Im Detailplanungszeitraum werden (nahezu) keine Ausschüttungen angenommen, zumal aufgrund des hohen Finanzierungsbedarfs in Verbindung mit dem Portfolioausbau keine überschüssigen Mittel zur Verfügung stehen.

297 In der Übergangsphase und Ewigen Rente haben wir eine Ausschüttungsquote i.H.v. 50% bezogen auf das Konzernergebnis der Encavis-Aktionäre angesetzt. Diese entspricht den in der Fachliteratur empfohlenen Bandbreiten und wird auch in der Rechtsprechung anerkannt. Das verdichtete TV-Jahr GJ31 zeigt eine geringere Ausschüttungsquote (44%), da das zukünftige Konzernergebnis in einzelnen Perioden des Übergangszeitraums für die Refinanzierung der Ersatzinvestitionen verwendet wird.³⁸

298 Die nicht ausgeschütteten, aber frei verfügbaren erwirtschafteten Mittel haben wir den Anteilseignern fiktiv zugerechnet (Wertbeitrag aus Thesaurierung). Die über das Konzernergebnis hinausgehenden periodischen Liquiditätsüberschüsse wurden als Ausschüttungen aus den Rücklagen berücksichtigt.

299 Die Wachstumsthesaurierung in der Ewigen Rente bildet ab, dass das Wachstum der GuV-Positionen und des Nettovermögens i.H.v. 1,0% finanziert werden muss.

300 Von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern allgemein anerkannt. Daher sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren.³⁹

301 In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW sind wir von der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ausgegangen.⁴⁰ Gemäß dem seit 2009 in Deutschland geltenden Abgeltungssteuersystem haben wir die Ausschüttungen mit dem Steuersatz i.H.v. 26,38% (Abgeltungssteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag) besteuert. Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde der hälftige Steuersatz veranschlagt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Ebenso wurden die Kursgewinne in der Ewigen Rente mit dem hälftigen Steuersatz besteuert.

³⁸ Anhang A&M-002 zeigt die Entwicklung der Nettoeinnahmen in der vollständigen Übergangsphase.

³⁹ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 43.

⁴⁰ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 31, 46.

7 KAPITALKOSTEN

- 302 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 303 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelten (die sog. Risikozuschlagsmethode).⁴¹ Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 304 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 305 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 306 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern als Summe aus dem um persönliche Ertragsteuern gekürzten risikofreien Basiszinssatz und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die sich aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird:

$$r_{EK, nSt} = r_f * (1 - T) + \beta * MRP_{nSt}$$

- mit $r_{EK, nSt}$ – Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern,
 r_f – risikofreier Basiszinssatz,
 T – typisierter Steuersatz,
 β – unternehmensspezifischer Betafaktor,
 MRP_{nSt} – Marktrisikoprämie nach Steuern.

- 307 Durch die explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Tax-CAPM führt dessen Anwendung im Rahmen der Bewertung zu einer realitätsgerechten Abbildung steuerlicher Zusammenhänge. Das Tax-CAPM ist sowohl in der Wissenschaft als auch unter Bewertungspraktikern allgemein anerkannt und wird auch in der Rechtsprechung nicht beanstandet.
- 308 Im Folgenden wird die Ermittlung der Parameter Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor erläutert.

7.1 Basiszinssatz

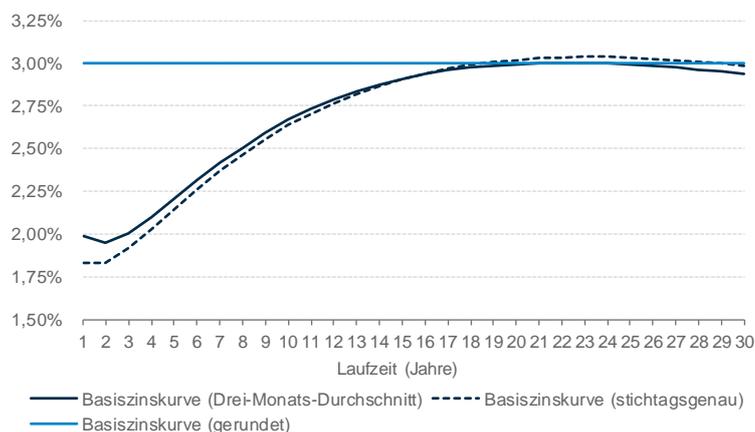
- 309 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im

⁴¹ Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung erfolgt anhand der Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

- 310 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 311 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 312 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte gerundet.
- 313 Wir haben den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen Dreimonatszeitraum vom 15. Februar 2025 bis 16. Mai 2025 geglättet. Zum Zeitpunkt der Erstattung dieser Gutachtlichen Stellungnahme beträgt der auf Grundlage der oben beschriebenen Vorgehensweise errechnete gerundete Basiszinssatz vor Steuern 3,00%.
- 314 Nachfolgende Abbildung zeigt die Zinsstrukturkurve und den barwertäquivalenten Basiszinssatz vor Steuern zum 16. Mai 2025.

Abbildung 29: Basiszinssatz vor Steuern



Quelle: Bundesbank; A&M Analyse.

- 315 Der Basiszinssatz vor Steuern wurde ferner um die pauschalierte Abgeltungssteuer einschließlich des Solidaritätszuschlages gekürzt. Der so ermittelte Basiszinssatz nach persönlichen Einkommensteuern beträgt 2,21%.

7.2 Marktrisikoprämie

Die Empfehlung des FAUB

- 316 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.

317 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.

318 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00% bis 8,00% und nach persönlichen Steuern auf 5,00% bis 6,50% anzuheben (*Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).

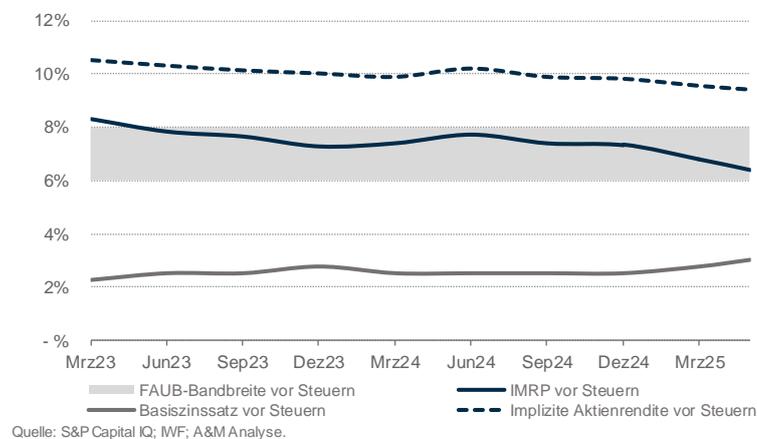
319 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen* vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreiten der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt und seitdem nicht angepasst. Nach der letzten FAUB-Sitzung am 14. Mai 2025 hat sich ebenfalls keine Änderung der Bandbreiten der Marktrisikoprämie ergeben.

Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern

320 Da Unternehmensbewertungen zukunftsorientiert erfolgen, erachten wir ex ante-Analysen für die Ableitung impliziter (erwarteter) Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien als aussagekräftiger im Vergleich zu ex post-Analysen. Diese Modelle ermöglichen eine stichtagsbezogene zukunftsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien).

321 Unsere Ergebnisse für die Marktrisikoprämie vor Steuern für den Zeitraum vom 31. März 2023 bis zum 16. Mai 2025 sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst.⁴²

Abbildung 30: Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern (CDAX)



322 Wie der Abbildung zu entnehmen ist, bewegen sich die anhand des CDAX ermittelten impliziten Marktrisikoprämien vor Steuern seit Mai 2023 innerhalb der Bandbreite der aktuellen FAUB-Empfehlung zwischen 6,00% und 8,00%.

Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern

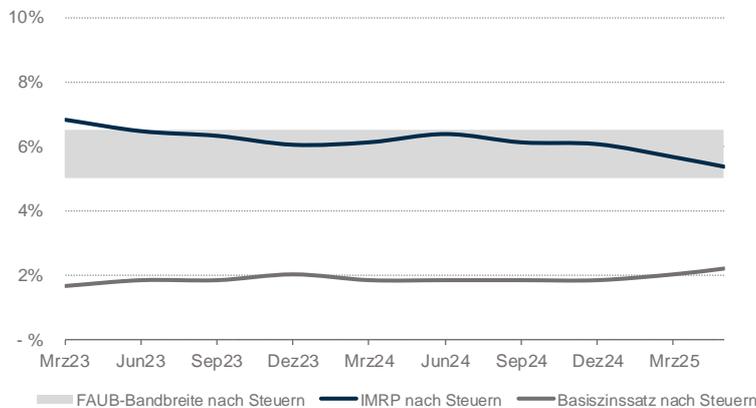
323 Für die Ableitung der Kapitalkosten nach Einkommensteuern wird die erwartete Aktienrendite in eine Kursgewinnrendite (50%) und eine Dividendenrendite (50%) aufgeteilt. Die Steuerbelastung der Dividenden beträgt 26,38%. Die Steuerbelastung auf Kursgewinne wird wiederum vereinfachend mit dem hälftigen Steuersatz für die Dividenden angesetzt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung

⁴² Für das von A&M verwendete Modell verweisen wir auf Laas/Makarov: Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien in Zeiten von Krisen, in: WPg 2020, S. 982 ff.

realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Es ergibt sich eine Einkommensteuerbelastung der impliziten Vorsteuer-Rendite aus Aktien i.H.v. 19,78%.

324 Die Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämie nach Steuern anhand des CDAX ist der folgenden Abbildung zu entnehmen.

Abbildung 31: Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern



Quelle: S&P Capital IQ; WFF; A&M Analyse.

325 Die vom FAUB empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern liegt zwischen 5,00% und 6,50%. Die Abbildung zeigt, dass sich auch die impliziten Marktrisikoprämien nach Steuern in Zeitraum 31. März 2023 bis 16. Mai 2025 in der vom FAUB empfohlenen Bandbreite bewegen.

326 Üblicherweise wird bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen der Mittelpunkt der vom FAUB empfohlenen Bandbreite i.H.v. 5,75% verwendet. Angesichts der zuletzt gesunkenen impliziten Marktrisikoprämie haben wir bei der Bewertung auf eine niedrigere Marktrisikoprämie i.H.v. 5,50% abgestellt.

7.3 Betafaktor

327 Die Risikoprämie muss auf die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst werden. Im Rahmen des CAPM geschieht dies mithilfe des sog. Betafaktors. Der Betafaktor ist das Maß für die Sensitivität der Unternehmensrendite gegenüber den Veränderungen der Gesamtmarktrendite. Er beschreibt, inwiefern der Aktienkurs die Wertentwicklung eines Marktindex nachvollzieht, der das Marktportfolio repräsentiert. Der Betafaktor reflektiert das durch die Wertpapiermischung nicht eliminierbare, sog. systematische, Risiko einer Investition im Verhältnis zur Investition in das Marktportfolio. Er wird wie folgt ermittelt:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_M, r_i)}{\text{Var}(r_M)}$$

mit β_i – der unternehmensspezifische Betafaktor,
 r_i – Aktienrendite,
 r_M – Marktrendite bzw. Rendite eines Aktienindexes,
 $\text{Var}(r_M)$ – Varianz der Marktrenditen bzw. Varianz der Renditen des Aktienindexes.

328 Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass die Rendite der betrachteten Aktie überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor von eins besagt, dass die Rendite der Aktie in gleichem Maße wie der Markt schwankt. Ein positiver Betafaktor kleiner eins drückt aus, dass die Rendite der Aktie zwar in die gleiche Richtung wie die Marktrendite schwankt, aber unterproportional auf deren Änderungen reagiert.

329 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.

330 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindex als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.

331 Im Folgenden gehen wir auf die Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors der Encavis AG und des Peer Group-Betafaktors ein.

332 Die empirisch ermittelten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen die sog. verschuldeten („levered“) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten („unlevered“) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet. Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.

Unternehmenseigener Betafaktor

333 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.

334 Wir haben die Effizienz der Informationsverarbeitung, die u.a. die zeitnahe Anpassung der Aktienkurse an Änderungen der Rahmenbedingungen beschreibt, anhand der Liquiditätskennzahlen beurteilt. Im Kontext der Betaermittlung gehören hierzu insbesondere:

- die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
- das Handelsvolumen,
- der Handelsumsatz,
- der Streubesitz (Free Float),
- das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz und die Handelsquote,
- die Geld-Brief-Spannen (auch Bid-Ask-Spread (BAS) genannt) sowie
- Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV.

335 Die Ergebnisse der von uns durchgeführten Liquiditätsanalyse sind für die Zeiträume von fünf und zwei Jahren vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 18: Liquiditätsanalyse der Aktie der Encavis AG

Kennzahl / Kriterium	Einheit	2 Jahre v. Bekanntgabe	5 Jahre v. Bekanntgabe
Handelstage			
Mögliche Handelstage	Tage	509	1.275
Handelstage mit Handelsvolumen > 0 in % der möglichen Handelstage	Tage %	509 100,0%	1.275 100,0%
Tägliches Handelsvolumen			
Min	Stück	9.808	9.808
Max	Stück	5.081.790	8.317.883
Durchschnitt	Stück	301.543	435.726
Täglicher Handelsumsatz			
Min	EUR	168.670	168.670
Max	EUR	85.474.784	138.910.496
Durchschnitt	EUR	4.653.198	7.119.758
Streubesitz (Free Float)			
Ø-Streubesitz in % der ausstehenden Aktien	%	70,63%	70,13%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote			
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,27%	0,40%
Handelsquote	%	0,19%	0,28%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt	%	0,13%	0,19%
Median	%	0,12%	0,14%
Anzahl der Tage, an denen			
BAS > 0,50%	Tage	7	46
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	1,4%	3,6%
BAS > 0,75%	Tage	2	15
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	0,4%	1,2%
BAS > 1,00%	Tage	-	6
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	- %	0,5%
Kriterien zur Bestimmung der Marktengte gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO			
Handelstage mit Handelsvolumen > 0	%	100,0%	100,0%
Anzahl der Sprünge von +/- 5%	-	10	68
davon nacheinander	-	-	9
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO	-	nein	nein

Quelle: Bloomberg; S&P Global Market Intelligence; Ad hoc-Mitteilungen Encavis AG; A&M Analyse.

- 336 Wie in Kapitel 8.6.3 erläutert, ist die Aktienliquidität der Encavis AG optimal. Für den Zwei-Jahres-Zeitraum beträgt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne auf Basis der XETRA-Tageschlusskurse 0,13% und für den Fünf-Jahres-Zeitraum 0,19%. Somit liegen die beobachteten Geld-Brief-Spannen innerhalb der Bandbreite, bei dem das OLG Frankfurt eine hohe bis sehr hohe Aktienliquidität festgestellt hat.⁴³ Weiterhin liegen die beobachteten Geld-Brief-Spannen unter dem Grenzwert von 1,25%, bei dem laut dem LG München I die Aktienliquidität grundsätzlich zu bejahen sei.⁴⁴
- 337 Unsere Analysen in Kapitel 8.6.3 liefern jedoch Hinweise auf eine eingeschränkte Aussagekraft des Börsenkurses der Encavis AG in den Zeiträumen, die für die Ermittlung des unternehmens-eigenen Betafaktors relevant sind. Vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurde eine effiziente Verarbeitung der kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen der Encavis AG durch folgende Ereignisse deutlich beeinträchtigt:
- (i) Ankündigung über Gespräche über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024,
 - (ii) Ankündigung über den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG, einer von KKR verwalteten Holdinggesellschaft, in Verbindung mit einem freiwilligen

⁴³ OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

⁴⁴ LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

öffentlichen Übernahmeangebot und Nennung des Angebotspreises i.H.v. EUR 17,50 je Aktie am 14. März 2024,

(iii) Ankündigung des öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots am 6. Dezember 2024.

338 Infolge der Ankündigungen über das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot ist der Kurs von EUR 13,45 am 13. März 2024 auf EUR 16,84 am Folgetag anstiegen und verharrte bis zur Ankündigung der Strukturmaßnahme in einem Korridor von EUR 16,75 und EUR 17,46.⁴⁵ Vor dem Hintergrund der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots gehen wir davon aus, dass die effektive Informationsverarbeitung sowie Informationsbewertung der Aktie der Encavis AG stark eingeschränkt war. Aus diesem Grund kann im vorliegenden Fall kein belastbarer unternehmenseigener Betafaktor bestimmt werden.

Betafaktor auf Basis der Vergleichsgruppe

339 Da im vorliegenden Fall der eigene Betafaktor der Encavis AG infolge der eingeschränkten Aussagekraft des Börsenkurses nicht zur Anwendung kommen konnte, wurde er anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der Fachliteratur anerkannt.⁴⁶ Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 3.2.6 erläutert.

340 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte) analysiert.⁴⁷ Da sowohl die Encavis AG als auch die Peer Group überwiegend in Europa tätig ist, haben wir neben einer lokalen Perspektive auch eine europäische Sichtweise eingenommen. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:

- STOXX Europe 600; sowie
- der jeweils breiteste lokale Aktienindex.

341 Die im Rahmen der Regression ermittelten verschuldeten Betafaktoren wurden unter Berücksichtigung der jeweiligen Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Regressionszeitraum in unverschuldete Betafaktoren überführt. Zur Überführung der verschuldeten in die unverschuldeten Betafaktoren haben wir die sog. Harris-Pringle-Anpassung herangezogen. Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen – sowie die entsprechenden Bestimmtheitsmaße (R^2) – sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Tabelle 19: Betafaktor der Vergleichsunternehmen

	R ² Europa		R ² Lokal		Beta Europa		Beta Lokal		Ø
	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	
Acciona Energías	14,7%	23,9%	10,4%	16,8%	0,56	0,68	0,40	0,50	0,54
EDP Renováveis	7,5%	15,3%	2,2%	10,0%	0,50	0,69	Insig.	0,49	0,56
ERG	15,0%	18,0%	4,6%	11,5%	0,53	0,50	Insig.	0,32	0,45
Greencoat	8,6%	17,1%	7,1%	7,1%	0,21	0,34	0,15	0,20	0,23
NextEnergy	5,2%	9,0%	4,8%	11,5%	Insig.	0,30	Insig.	0,37	0,33
Octopus	8,7%	9,3%	2,3%	6,1%	0,26	0,34	Insig.	0,31	0,30
Solaria Energía	20,7%	9,7%	11,7%	8,0%	0,96	0,49	0,54	0,40	0,60
TRIG	6,6%	11,5%	2,0%	13,0%	0,20	0,28	Insig.	0,32	0,27
Voltaia	13,0%	12,2%	7,2%	5,6%	0,85	0,79	0,56	0,51	0,68
Mittelwert	11,1%	14,0%	5,8%	9,9%	0,51	0,49	0,42	0,38	0,45
Median	8,7%	12,2%	4,8%	10,0%	0,51	0,49	0,47	0,37	0,46

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

342 Die statistische Signifikanz der Betafaktoren wurde anhand des t-Tests und F-Tests bestimmt. Anhand der in Tabelle 19 dargestellten Bestimmtheitsmaße lässt sich auch erkennen, dass die

⁴⁵ Quelle: XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg.

⁴⁶ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

⁴⁷ Die Anzahl der verfügbaren Datenpunkte für Acciona Energías im Fünf-Jahres-Zeitraum beträgt 46.

als insignifikant („insig.“) ausgewiesenen Betafaktoren mit sehr geringen Bestimmtheitsmaßen einhergehen.

- 343 Auf Basis des Mittelwerts („Ø“) der Mediane der europäischen und lokalen Betas auf 5- und 2-Jahresbasis ergibt sich ein Betafaktor von 0,46. Im Sinne der Minderheitsaktionäre haben wir einen Betafaktor i.H.v. 0,40 zugrundegelegt.

7.4 Wachstumsabschlag

- 344 Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert zum einen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage und zum anderen organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum und in der Übergangsphase sind diese Wachstumspotenziale in den finanziellen Überschüssen abgebildet.

- 345 Für die Phase der Ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

- 346 Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0%, wobei in der Vergangenheit in Deutschland die tatsächliche durchschnittliche Inflationsrate zumeist (mit Ausnahme der Jahre seit 2021) unterhalb dieses Niveaus ausfiel. Aktuell liegt die Inflationsrate leicht oberhalb dieses Inflationsziels von 2,0%. Weiterhin haben wir Prognosen von Bankanalysten des Internationalen Währungsfonds analysiert, die Inflationserwartung aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitet sowie die aktuellen Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone untersucht. In der Gesamtschau ergaben sich Inflationserwartungen ab dem GJ29 bei rund 2,0%.

- 347 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben. Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insofern können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Um die unternehmensspezifische Inflationsrate zu schätzen, haben wir die von Aurora prognostizierte Entwicklung der Investitionskosten (CapEx/MW) für den Zeitraum GJ31 bis GJ60 analysiert. Dabei haben wir eine Encavis-spezifische Inflationsrate der Investitionskosten in Höhe von 1,3% abgeleitet.

- 348 Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45% bis 50% der durchschnittlichen allgemeinen Preissteigerungsrate.⁴⁸

- 349 Vor dem Hintergrund unserer Analysen wäre eine unternehmensspezifische Wachstumsrate für Encavis in Höhe der hälftigen Inflationsrate für die Investitionskosten vertretbar. Da im Rahmen von Strukturmaßnahmen zumeist ein Wachstumsabschlag von 1,0% verwendet wird, haben wir im Sinne der Minderheitsaktionäre einen Wachstumsabschlag von 1,0% angesetzt.

7.5 Kapitalisierungszinssatz

- 350 Die nachfolgende Abbildung fasst die Ableitung der Kapitalkosten für den Detailplanungszeitraum GJ25-30 und das TV-Jahr GJ31 auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

⁴⁸ Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanz-Betrieb, 2003, S. 800-810.

Tabelle 20: Encavis-Konzern – Kapitalisierungszinssatz

	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Basiszinssatz vor pers. ESt	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Pers. ESt-Satz (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz nach pers. ESt	2,21%						
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,50%						
Beta-Faktor unverschuldet	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Verschuldungssatz zu Periodenbeginn (D/E)	100%	126%	135%	151%	147%	131%	117%
Beta-Faktor verschuldet	0,59	0,63	0,65	0,69	0,72	0,70	0,63
KapZins vor Wachstumsabschlag	5,44%	5,70%	5,79%	6,03%	6,15%	6,05%	5,67%
Wachstumsabschlag	- %	- %	- %	- %	- %	- %	(1,00%)
Kapitalisierungszinssatz	5,44%	5,70%	5,79%	6,03%	6,15%	6,05%	4,67%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Abkürzungen: Pers. ESt = Persönliche Ertragsteuer; SolZ = Solidaritätszuschlag; KapZins = Kapitalisierungszinssatz.

8 UNTERNEHMENSWERT UND WERT JE AKTIE

8.1 Ertragswert

351 Nachfolgende Tabelle fasst die Ertragswertberechnung aus den zuvor bestimmten Nettoeinnahmen und den Kapitalkosten des Encavis-Konzerns zusammen.

Tabelle 21: Encavis-Konzern – Ableitung des Ertragswerts

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Konzernergebnis (Encavis-Aktionäre)	12	36	52	59	80	108	183
Ausschüttung Konzernergebnis	-	-	-	-	-	1	81
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	-	-	-	76
Ausschüttung Rücklagen (Wachstums-)Thesaurierung	12	36	52	59	80	107	26
<i>Ausschüttungsquote</i>	- %	- %	- %	- %	- %	1%	44%
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	6
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	-	-	-	-	-	(0)	(21)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	-	-	-	(10)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	-	-	-	-	-	-	(6)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	(1)
Nettoeinnahmen	-	-	-	-	-	1	142
Kapitalisierungszinssatz	5,44%	5,70%	5,79%	6,03%	6,15%	6,05%	4,67%
Diskontierungsfaktor	1,000	0,948	0,897	0,848	0,800	0,754	0,711
Barwerte	2.158	2.275	2.405	2.544	2.698	2.864	3.036
Ertragswert zum 31.12.2024	2.158						
Ertragswert zum 16.07.2025	2.221						
Anzahl Aktien (# Mio.)	161,7						
Wert je Aktie (EUR)	13,73						

Quelle: A&M Analyse.

352 Nach unseren Analysen ergibt sich ein Ertragswert von EUR 2.221 Mio. zum 16. Juli 2025. Bei 161.722.524 im Umlauf befindlichen Encavis-Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie i.H.v. EUR 13,73.

8.2 Sonderwerte

353 Auf Basis des IDW S 1 sind Vermögensteile, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, getrennt zu bewerten. Weiterhin sind sämtliche Vermögenswerte anzusetzen, deren Wertbeiträge nicht in der Planung reflektiert sind. Insgesamt wurden im Rahmen der Bewertung keine (positiven) Sonderwerte identifiziert, die nicht bereits im Ertragswert abgebildet sind.

354 Die nicht in die Ertragswertberechnung eingeflossenen Bilanzposten umfassen Finanzanlagen (EUR 12 Mio. zum Dez24), Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Gesellschaftern (EUR -40 Mio.), Verbindlichkeiten Put Option (EUR -30 Mio.), Verbindlichkeiten Earn-out (EUR -1 Mio.) und Verbindlichkeiten aus Preisobergrenze (EUR -10 Mio.). Hieraus würde sich insgesamt ein negativer Wertbeitrag ergeben, der zugunsten der Minderheitsaktionäre nicht berücksichtigt wurde. Weiterhin wurden die außerbilanziellen Risiken (Eventualverbindlichkeiten) aus laufenden Verfahren nicht angesetzt.

Steuerliche Verlustvorträge

355 Die steuerlichen Verlustvorträge innerhalb des Encavis-Konzerns belaufen sich zum Dez24 auf insgesamt EUR 176 Mio. und wurden bei der Ertragswertermittlung werterhöhend berücksichtigt. Der Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge spiegelt sich somit im Ertragswert wider und wird dementsprechend nicht zusätzlich als Sonderwert erfasst.

Steuerliches Einlagekonto

356 Das steuerliche Einlagekonto beträgt zum Dez24 nach den Berechnungen der Encavis AG EUR 626 Mio. Nach unseren Analysen ergeben sich aus dem steuerlichen Einlagekonto keine künftigen Steuerersparnisse, da künftige Ausschüttungen – bei der Fortführungsannahme des

Unternehmens – durch den steuerlich ausschüttbaren Gewinn gedeckt sind und keine steuerliche Einlagenrückgewähr vorliegt. Dementsprechend ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto kein zusätzlicher Wertbeitrag.

8.3 Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren

- 357 Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren können gemäß IDW S 1 vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt.
- 358 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Plausibilisierung haben wir fünf börsennotierte Vergleichsunternehmen (siehe Abschnitt 3.2.6) einbezogen, die ebenfalls im Markt für erneuerbaren Energien tätig sind und ein ähnliches Geschäftsmodell wie der Encavis-Konzern aufweisen. Für die übrigen vier Unternehmen lagen keine belastbaren Prognosedaten vor.⁴⁹
- 359 Der von uns abgeleitete Gesamtunternehmenswert der Vergleichsunternehmen wird aus der Summe der Marktkapitalisierung nach Anpassungen (i.W. Minderheitenanteile, nicht-konsolidierte Beteiligungen und steuerliche Verlustvorträge) und den Nettofinanzverbindlichkeiten berechnet.
- 360 Die von uns herangezogenen EBITDA-Werte der Vergleichsunternehmen beruhen auf Analysenschätzungen für das GJ27 und wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen. Dabei handelt es sich bereits um einen bereinigten Wert, der nicht wiederkehrende und außergewöhnliche Effekte ausschließt. Den so gewonnenen Multiplikator haben wir auf das EBITDA im GJ27 des Encavis-Konzerns angewendet. Wir haben auf das GJ27 aufgrund der hohen Investitionen in den vorhergehenden Jahren abgestellt, womit dieses Geschäftsjahr bereits einen Großteil des geplanten EBITDA-Wachstums abbildet.
- 361 Nachfolgende Tabelle stellt die Wertableitung des Encavis-Konzerns über Börsenmultiplikatoren dar.

⁴⁹ Für die folgenden Peer-Unternehmen lagen keine belastbaren Prognosedaten vor: Greencoat, NextEnergy, ORIT und TRIG.

Tabelle 22: Encavis-Konzern – Börsenmultiplikatoren

Peer- Unternehmen	Land	Währung	Gesamtunternehmenswert				GJ27	
			MC	Adj.	Net Debt	EV	EBITDA	EV/ EBITDA
Acciona Energías	ES	EUR	5.437	141	4.270	9.848	1.125	8,8x
EDP Renováveis	ES	EUR	8.891	(710)	8.672	16.852	2.069	8,1x
ERG	IT	EUR	2.595	13	1.862	4.470	608	7,3x
Solaria Energía	ES	EUR	823	(1)	994	1.816	272	6,7x
Voltaia	FR	EUR	1.007	(28)	1.870	2.848	329	8,6x
Mittelwert								7,9x
Median								8,1x
Festgelegter Multiplikator						Obergrenze	9,00x	
						Untergrenze	8,00x	
% Median						Obergrenze	110%	
						Untergrenze	98%	
EBITDA (EUR Mio.)							506	
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)						Obergrenze	4.555	
						Untergrenze	4.049	
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten (EUR Mio.)							(2.206)	
(-) Minderheiten (EUR Mio.)							(45)	
Wertbandbreite Unternehmenswert, gerundet (EUR Mio.)						Obergrenze	2.300	
						Untergrenze	1.800	
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)						Obergrenze	14,22	
						Untergrenze	11,13	

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Abkürzungen: MC = Marktkapitalisierung; Adj. = Anpassungen; Net Debt = Netto-Finanzverbindlichkeiten;

EV = Gesamtunternehmenswert.

- 362 Aus den EV/EBITDA-Multiplikatoren für das GJ27 der Vergleichsunternehmen ergibt sich ein Mittelwert von 7,9x und ein Median von 8,1x. Ausgehend vom Median haben wir eine Multiplikator-Bandbreite festgelegt. Dabei haben wir uns aufgrund der höheren Wachstumsannahmen für den Encavis-Konzern am oberen Ende der beobachteten Multiplikator-Bandbreite orientiert. Die Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert resultiert aus der Multiplikation der festgelegten Multiplikatoren-Bandbreite mit dem EBITDA des Encavis-Konzerns aus dem Planjahr GJ27.
- 363 Nach Abzug der Netto-Finanzverbindlichkeiten (siehe Abschnitt 6.3) und Minderheiten (siehe Abschnitt 6.7) und Rundung ergibt sich eine Wertbandbreite des Eigenkapitals i.H.v. rd. EUR 1.800 Mio. bis EUR 2.300 Mio. auf Grundlage des EV/EBITDA-Multiplikators.
- 364 Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass der ermittelte Ertragswert i.H.v. EUR 2.221 Mio. innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt.

8.4 Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

- 365 Bei der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren haben wir aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind. Der Analysezeitraum umfasst die letzten fünf Jahre vor dem Bewertungsstichtag. Transaktionen mit einem impliziten Gesamtunternehmenswert von unter EUR 100 Mio. wurden nicht berücksichtigt.
- 366 Insgesamt haben wir sechs vergleichbare Transaktionen identifiziert und daraus EV/EBITDA-Multiplikatoren abgeleitet. Eine Kurzbeschreibung der Vergleichstransaktionen ist Anhang A&M-004 „Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen“ zu entnehmen. Die Wertableitung über Transaktionsmultiplikatoren ist in der folgenden Tabelle dargestellt.

Tabelle 23: Encavis-Konzern – Transaktionsmultiplikatoren

Datum Ank.	Zielunternehmen	Land	Erwerber	Transaktionsdetails			
				Übern. Anteile	Impl. EV (€m)	EBITDA (€m)	EV/ EBITDA
20/06/24	Terna Energy	GR	Masdar	70%	3.231	211	15,3x
30/05/24	Neoen	FR	Brookfield	53%	9.826	470	20,9x
12/06/23	Opdenergy	ES	Antin Infrastructure	100%	1.576	100	15,8x
24/03/23	Tion Renew ables	DE	EQT Active Core Infrastructure	72%	294	19	15,1x
01/08/22	Slitevind	SE	Orrön Energy	100%	129	7	18,9x
20/10/21	Falck Renew ables	IT	J.P. Morgan	60%	3.381	177	19,1x
Mittelwert							17,5x
Median							17,4x
Festgelegter Multiplikator						Obergrenze	18,25x
						Untergrenze	16,75x
% Median						Obergrenze	105%
						Untergrenze	97%
EBITDA GJ24 (EUR Mio.)							249
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)						Obergrenze	4.545
						Untergrenze	4.172
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten (EUR Mio.)							(2.206)
(-) Minderheiten (EUR Mio.)							(45)
Wertbandbreite Unternehmenswert, gerundet (EUR Mio.)						Obergrenze	2.300
						Untergrenze	1.900
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)						Obergrenze	14,22
						Untergrenze	11,75

Quelle: S&P Capital IQ; Mergermarket; A&M Analyse.

Abkürzungen: Ank. = Ankündigung; Übern. Anteile = Übernommene Anteile;

Impl. EV = Impliziter Gesamtunternehmenswert; Fort. = Fortschreibung.

367 Analog zu unserem Vorgehen bei der Analyse der Börsenmultiplikatoren haben wir zunächst eine Multiplikator-Bandbreite ausgehend vom Median der sechs Vergleichstransaktionen gelegt. Unter Berücksichtigung der Netto-Finanzverbindlichkeiten und Konzern-Minderheiten ergibt sich eine Wertbandbreite für das Eigenkapital zwischen EUR 1.900 Mio. und EUR 2.300 Mio. (nach Rundung).

368 Der von uns ermittelte Ertragswert i.H.v. EUR 2.221 Mio. liegt somit innerhalb der Wertbandbreite basierend auf den EV/EBITDA-Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen.

8.5 Liquidationswert

369 Ausgehend vom Nettovermögen des Encavis-Konzerns zum Dez24 haben wir einen überschlägigen Liquidationswert bestimmt. Dieser liegt weit unter dem von uns bestimmten Ertragswert und ist daher nicht abfindungsrelevant.

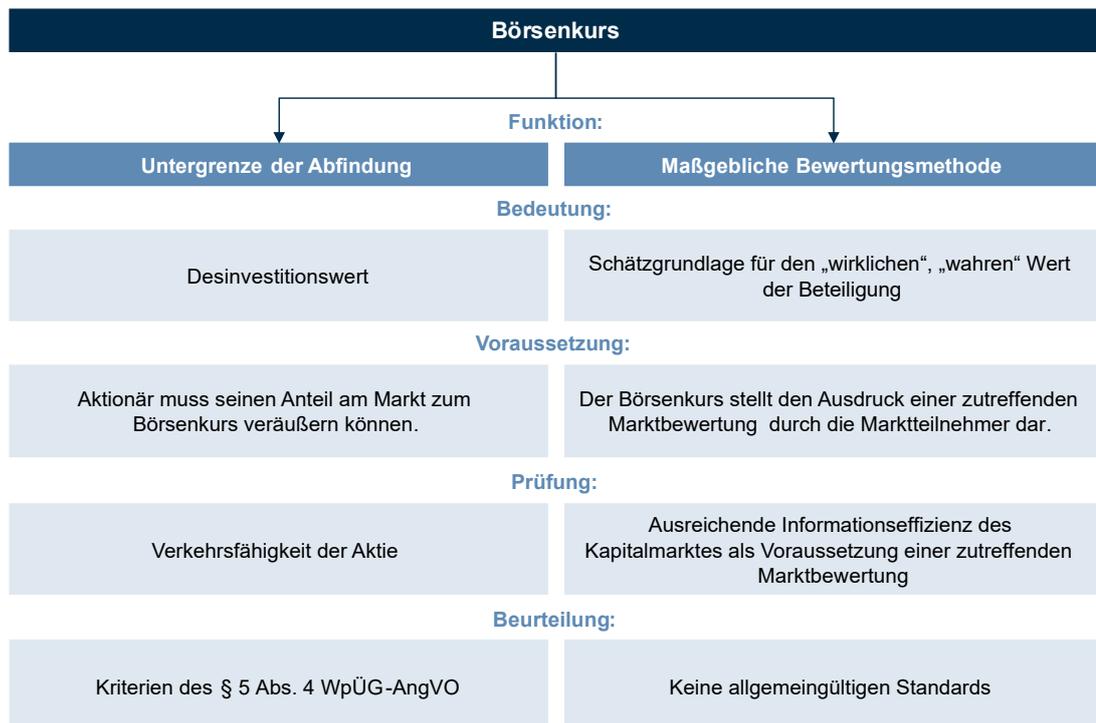
8.6 Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses

8.6.1 Analyse des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion

370 In Abschnitt 2.1 wurde dargelegt, dass der Börsenkurs im Rahmen der Abfindungsbemessung zwei Funktionen aufweisen kann. Wie aus Abbildung 32 ersichtlich, kann er entweder als Wertuntergrenze der Abfindung oder als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen werden.⁵⁰

50

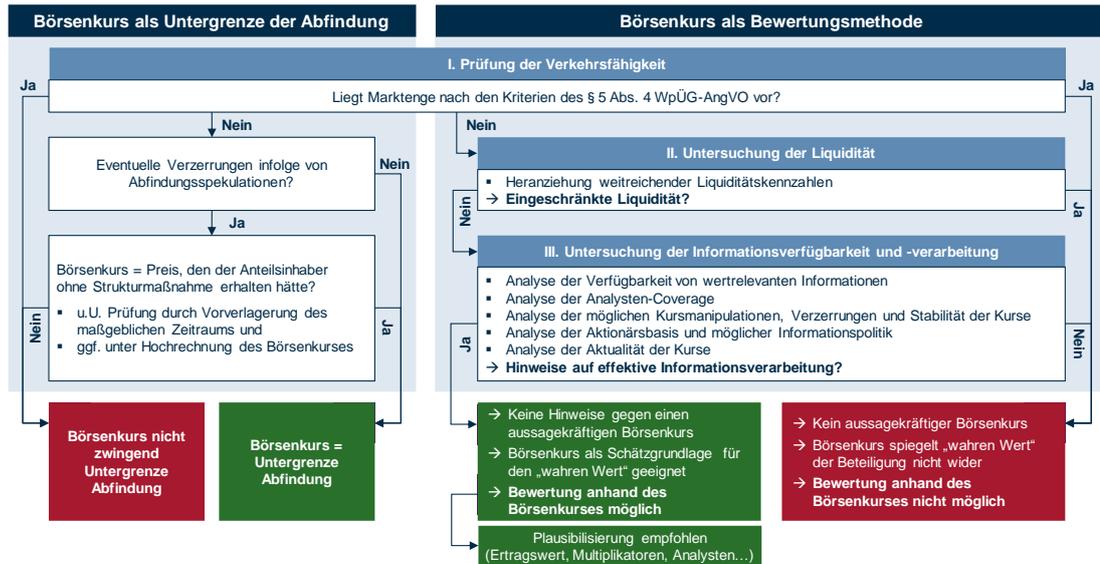
Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 m.w.N.

Abbildung 32: Börsenkurs: Untergrenze der Abfindung vs. maßgebliche Bewertungsmethode

Quelle: Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in NZG 2025, S. 438.

- 371 Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, stellt er lediglich einen Desinvestitionswert dar. In diesem Fall muss nur sichergestellt werden, dass ein Aktionär seinen Anteil an der Börse zum festgestellten Aktienkurs hätte verkaufen können.⁵¹ Dabei ist es auch nicht erforderlich, dass sämtliche Minderheitsaktionäre ihre Anteile zu diesem Aktienkurs hätten veräußern können. In der Funktion der Untergrenze der Abfindung soll der Börsenkurs nicht unbedingt den „wahren“ Unternehmenswert widerspiegeln. Aus diesem Grund ist auch das Vorliegen eines informationseffizienten Marktes nicht erforderlich. Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, wird lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und das Vorliegen einer Marktengeng nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft. Danach liegt eine Marktengeng vor, wenn in einem Zeitraum von drei Monaten für die Aktien der Zielgesellschaft Börsenkurse an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.
- 372 Erheblich höhere Anforderungen werden an den Börsenkurs gestellt, wenn dieser als maßgebliche Bewertungsmethode angewendet wird. Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses und eine effektive Informationsbewertung durch den Markt voraus.
- 373 Abbildung 33 veranschaulicht eine mögliche Vorgehensweise bei der Analyse der Aussagekraft des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion bei der Abfindungsbemessung.

⁵¹ Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 01.03.2016, Az. 21 W 22/13, S. 16; Franken/ Schulte/ Luksch: Börsenkurs als „wahrer Wert“ in Abfindungsfällen?, in: BewP 2012, S. 31; Rabel: Börsenkurse und Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bei Verschmelzungen, in: RWZ 2020, S. 4; FAUB: Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis, in: AG 2021, S. 589.

Abbildung 33: Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses

Quelle: Laas/Riabnova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in NZG 2025, S. 438.

374 Unsere weiteren Analyseschritte erfolgen gemäß der in Abbildung 33 dargestellten Vorgehensweise.

8.6.2 Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung (Verkehrsfähigkeit)

Relevanter Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses

375 Die Aktie der Gesellschaft war unter der ISIN DE0006095003 (WKN 609500) an der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse und im regulierten Markt der Hamburger Wertpapierbörse zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien der Encavis AG an den deutschen Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und Tradegate Exchange im Freiverkehr gehandelt und waren ferner zum Handel in den Teilbereich *Berlin Second Regulated Market* der Börse Berlin einbezogen.⁵² Die Encavis AG-Aktien waren bis zum 28. November 2024 im SDAX der Deutschen Börse enthalten.

376 Am 6. Dezember 2024 wurde das beabsichtigte Delisting der Aktien der Encavis AG bekannt gegeben. Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel mit den Encavis-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Hamburg auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Die Aktie wird aber weiterhin mit vergleichsweise geringen Handelsumsätzen im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch unterstützt.

377 Am 31. Januar 2025 veröffentlichte die Encavis AG durch eine Ad-hoc-Mitteilung die Absicht der Elbe BidCo AG, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der Gesellschaft nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG durchzuführen.

378 Als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses haben wir den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 30. Januar 2025, dem letzten Tag vor der Mitteilung über den beabsichtigten verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out, endet.

379 Gemäß der Rechtsprechung des BGH⁵³ ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren

⁵² Der Teilbereich *Berlin Second Regulated Market* der Börse Berlin ist nach § 54 Abs. 1 der Börsenordnung der Börse Berlin Teil des Freiverkehrs, aber ein geregelter Markt im Sinne von Titel III der Richtlinie (EU) 65/2014 (MiFiD II).

⁵³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010, Az. II ZB 18/09, Stollwerck-Entscheidung.

Zeitraum“. Laut dem Beschluss des OLG Frankfurt vom 27. August 2020, Az. 21 W 59/19, kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe und der Beschlussfassung der Hauptversammlung ein Zeitraum von mehr als sieben Monaten liegt. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 31. Januar 2025 und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 16. Juli 2025 kein Zeitraum von mehr als sieben Monaten, was gemäß der Rechtsprechung des BGH und dem Beschluss des OLG Frankfurt zu keinem „längeren Zeitraum“ führt. Folglich erachten wir die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses für nicht erforderlich.

Durchschnittsbildung

380 Wir haben als Dreimonatsdurchschnittskurs zum 30. Januar 2025 den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜGAngebV ermittelten Dreimonatsdurchschnittskurs herangezogen. Entsprechend dem Schreiben der BaFin vom 14. April 2025 beträgt der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum EUR 17,23.⁵⁴

Verwendbarkeit des Börsenkurses (Verkehrsfähigkeit)

381 Ferner haben wir geprüft, ob die Kriterien zur Marktengemäß § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV im vorliegenden Fall erfüllt sind. Gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV ist der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:

- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
- Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.

382 Der Kursverlauf und die Handelsvolumina der Aktien der Encavis AG im Zeitraum vom 1. Januar 2023 bis 28. Februar 2025 sind in der nachstehenden Abbildung dargestellt. Die blau schraffierte Fläche zeigt den dreimonatigen Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme.

Abbildung 34: Entwicklung des Börsenkurses und des Handelsvolumens der Aktien der Encavis AG vom 1. Januar 2023 bis zum 28. Februar 2025



Quelle: Bloomberg; EQS News; A&M Analyse.

383 Im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme sind die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV zum Vorliegen einer Marktengemäß nicht erfüllt, da der Handel mit den Aktien der Encavis AG an 61 von 61 Börsentagen und somit an 100% der Börsentage stattfand.

⁵⁴ Schreiben der BaFin vom 14. April 2025, GZ: WA 16-Wp 7005/00008#00006.

384 Basierend auf unserer Untersuchung sehen wir für den Betrachtungszeitraum keine Anzeichen, dass Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, und halten den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der Encavis AG für einen hinreichend belastbaren Hinweis auf den Desinvestitionswert bzw. die Untergrenze der Abfindung.

Ergebnis

385 Im vorliegenden Bewertungsfall liegt keine Marktengung nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebotV vor, weshalb der von der BaFin ermittelte umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs i.H.v. EUR 17,23 als Indikator für die Untergrenze der Abfindung angesehen werden kann.

8.6.3 Börsenkurs als maßgebliche Bewertungsmethode

Erforderliche Analysen gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung

386 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes zum Bewertungsstichtag bestimmt werden kann. Dazu ist gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung in einem ersten Schritt zu prüfen, ob die Aktien verkehrsfähig sind, also ob der Börsenkurs als Wertuntergrenze herangezogen werden kann. Kann die Verkehrsfähigkeit bestätigt werden, ist in einem zweiten Schritt die Liquidität zu prüfen. Wenn die Aktie als ausreichend liquide eingestuft werden kann, so ist die Informationsverfügbarkeit und die Informationsverarbeitung zu analysieren.⁵⁵

387 Vor diesem Hintergrund haben wir die Verwendbarkeit des Börsenkurses als maßgebliche Bewertungsmethode unter Berücksichtigung der jüngsten BGH-Beschlüsse vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 analysiert. Hierfür haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG untersucht und Analysen zur (i) Aktienliquidität, (ii) Informationsverfügbarkeit und (iii) Informationsverarbeitung durchgeführt. Im Folgenden gehen wir auf unsere Feststellungen ein.

388 Wie in Abbildung 34 dargestellt, hat die Encavis AG am 6. März 2024 Gespräche über eine mögliche Transaktion mit KKR und am 14. März 2024 den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG, einer von KKR verwalteten Holdinggesellschaft, bekannt gegeben. Die Investorenvereinbarung beinhaltet ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an alle ausstehenden Aktionäre der Encavis AG zu einem Preis von EUR 17,50 je Aktie. Weiterhin hat die Elbe BidCo AG verbindliche Vereinbarungen mit der Abacon Capital GmbH und weiteren bestehenden Aktionären unterzeichnet, die circa 31 Prozent des gesamten Grundkapitals der Encavis AG halten und indirekt als langfristige Investoren im Unternehmen verbleiben sollen. Zudem kündigte die Encavis AG an, dass sich die Viessmann GmbH & Co. KG als Co-Investor an einem von KKR geführten Konsortium beteiligt. Der Angebotspreis i.H.v. EUR 17,50 entspricht einer Prämie von 54,2% auf den XETRA-Schlusskurs der Encavis AG von EUR 11,35 am 5. März 2024, dem Tag vor der Ankündigung über eine mögliche Transaktion mit KKR. Nach Veröffentlichung der Mitteilung über eine mögliche Transaktion mit KKR am 5. März 2024 stieg der Börsenkurs der Encavis AG am ersten Börsentag nach Veröffentlichung um 18,1% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentages. Infolge der Mitteilung über den Abschluss der Investorenvereinbarung stieg der Börsenkurs am Tag der Veröffentlichung (14. März 2024) um 25,2% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentages.

389 Bis zum 31. Januar 2025, dem Tag, an dem die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs bekannt gegeben wurde, schwankte der Börsenkurs im Korridor zwischen EUR 16,75 und EUR 17,46.⁵⁶

390 Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel mit den Aktien der Encavis AG im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und Hamburger Wertpapierbörse sowie im Freiverkehr der deutschen Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und Tradegate Exchange mit Antrag der Gesellschaft eingestellt. Zum Delisting betrug der XETRA-Schlusskurs der Encavis AG EUR 17,53. Die Aktie wird weiterhin mit geringen Handelsumsätzen im

⁵⁵ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, Az. 26 W 4/21, Leitsatz 5 („net mobile AG“, zit. nach Rechtsprechungsdatenbank NRW).

⁵⁶ Quelle: XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg in Deutschland.

Freiverkehr an der Börse in Hamburg gehandelt. Der Handel erfolgt nicht auf Veranlassung der Encavis AG und wird nicht von dieser unterstützt.

Analyse der Aktienliquidität

- 391 Die Liquidität im Börsenhandel bezieht sich auf die Handelbarkeit eines Wertpapiers und beschreibt, in welchem Maß ein Wertpapier jederzeit ohne Preisaufschlag gekauft bzw. ohne Preisabschlag verkauft werden kann.⁵⁷ Eine hohe Liquidität erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung und wird von der Rechtsprechung als gewichtiger Indikator für die Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen. Im Kontext der Unternehmensbewertung wird die Liquidität i.d.R. anhand der folgenden quantitativen Kennzahlen gemessen:
- die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
 - das Handelsvolumen,
 - der Handelsumsatz,
 - der Streubesitz (Free Float),
 - das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz,
 - die Handelsquote sowie
 - die Geld-Brief-Spannen (Bid-Ask-Spreads).
- 392 Zur Überprüfung der Verkehrsfähigkeit und Liquidität der Aktie der Encavis AG haben wir folgende Zeiträume herangezogen:
- den Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe von Gesprächen über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024,
 - den Dreimonatszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025,
 - den Fünfjahreszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025, wobei dieser Zeitraum über fünf Ein-Jahresscheiben abgedeckt wurde.
- 393 Die wichtigsten Ergebnisse unserer Analyse auf Basis der XETRA-Tagesschlusskurse⁵⁸ sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

⁵⁷ Vgl. Gruppe Deutsche Börse: Börsenlexikon: Liquidität, abrufbar unter <https://deutsche-boerse.com>, abgerufen am 19.08.2023.

⁵⁸ Im Fünfjahreszeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden 97,4% der durchschnittlichen, täglichen Handelsumsätze der Aktien der Encavis AG auf XETRA generiert.

Tabelle 24: Analyse der Verkehrsfähigkeit und Liquidität der Aktie der Encavis AG

Kennzahl / Kriterium	Einheit	3 Monate	3 Monate	1 Jahr				
Analysierter Zeitraum	von:	31/10/24	06/12/23	31/01/24	31/01/23	31/01/22	31/01/21	31/01/20
	bis:	30/01/25	05/03/24	30/01/25	30/01/24	30/01/23	30/01/22	30/01/21
VERKEHRSFÄHIGKEIT DER AKTIE								
Kriterien zur Bestimmung der Marktmenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO								
Handelstage mit Handel	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Anzahl der Kurssprünge von +/- 5% davon nacheinander	-	-	3	2	8	17	18	23
	-	-	-	-	-	3	2	4
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO		nein						
AUSGEWÄHLTE KRITERIEN ZUR ANALYSE DER AKTIENLIQUIDITÄT								
Handelstage								
Mögliche Handelstage	Tage	61	62	254	255	258	255	253
Handelstage mit Handel	Tage	61	62	254	255	258	255	253
in % der möglichen Handelstage	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tägliches Handelsvolumen								
Durchschnitt	Stück	128.835	337.652	277.523	325.469	466.634	618.054	490.397
Median	Stück	52.931	281.546	114.248	278.038	381.547	464.265	401.675
Täglicher Handelsumsatz								
Durchschnitt	TEUR	2.220	4.446	4.476	4.830	8.791	10.255	7.218
Median	TEUR	921	3.795	1.947	4.099	7.263	7.361	5.731
Streubesitz (Free Float)								
Min in % zur Anzahl der ausst. Aktien	%	12,27%	74,97%	12,27%	74,80%	74,80%	61,50%	61,50%
Max in % zur Anzahl der ausst. Aktien	%	74,97%	74,97%	74,97%	74,97%	74,90%	74,90%	61,50%
Ø-Streubesitz in % der ausst. Aktien	%	38,99%	74,97%	66,33%	74,92%	74,87%	72,90%	61,50%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote								
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,20%	0,28%	0,26%	0,27%	0,39%	0,59%	0,58%
Handelsquote	%	0,08%	0,21%	0,17%	0,20%	0,29%	0,43%	0,36%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)								
Durchschnitt	%	0,17%	0,20%	0,13%	0,14%	0,14%	0,20%	0,35%
Median	%	0,12%	0,16%	0,12%	0,11%	0,13%	0,18%	0,30%
Anzahl der Tage, an denen								
BAS > 0,50%	Tage	3	3	5	2	-	8	31
	% der Beobacht.	5%	5%	2%	1%	-	3%	12%
BAS > 0,75%	Tage	1	1	2	-	-	1	12
	% der Beobacht.	2%	2%	1%	-	-	0%	5%
BAS > 1,00%	Tage	-	-	-	-	-	-	6
	% der Beobacht.	-	-	-	-	-	-	2%

Quelle: Bloomberg; S&P Global Market Intelligence; Ad hoc-Mitteilungen Encavis AG; A&M Analyse.

394

Für die genannten Kennzahlen existieren nicht immer anerkannte Schwellenwerte zur Einstufung der Aktie als liquide oder illiquide. Zur Einschätzung der wichtigsten Kennzahlen haben wir sie, wo möglich, mit den Werten aus den Entscheidungen der jüngsten Rechtsprechung verglichen, in denen der BGH und/ oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben: Beherrschungsvertrag zwischen der TLG Immobilien AG und der WCM AG („**TLG/WCM**“)⁵⁹, Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei Kabel Deutschland Holding AG („**KDH**“)⁶⁰ und verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei ISRA Vision AG („**ISRA Vision**“)⁶¹. Dieser Vergleich ist in Tabelle 5 dargestellt.

⁵⁹ BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

⁶⁰ BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

⁶¹ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

Tabelle 25: Vergleich der Liquiditätskennzahlen der Encavis AG mit Referenzwerten der jüngsten Rechtsprechung zum Börsenkurs

Kriterium/ Kennzahl	TLG Immobilien AG / WCM AG		Kabel Deutschland Holding AG	ISRA Vision AG	Encavis AG
	TLG	WCM			
Zeitraum	Bezugsperioden teilweise nicht genannt				3 Monate vor Bekanntgabe
Teil eines bedeutsamen Aktienindex ⁶²	✓ SDAX	✓ SDAX ⁶³	✓ MDAX	✗ ⁶⁴	✗ ⁶⁵
Handelstage in % der Börsentage ⁶⁶	100%	100%	100%	100%	100%
Streubesitz	über 70% (2 Jahre)	Ø 75% (2 Jahre)	85,9% - 90,6%	7,8%	39,0%
Ø tägl. Handelsvolumen (Stück)	rd. 100.000	329.000	163.316 – 504.006	15.000	128.835
Ø tägl. Handelsumsatz (TEUR)	n/a	n/a	9.374 – 42.634	n/a	2.220
Ø Geld-Brief-Spanne	0,27%	0,37%	0,3% - 0,4%	0,74% (2 Jahre) / „deutlich unter 1%“ (3 Monate)⁶⁷	0,17%
Beurteilung der Liquidität durch das Gericht	Sehr hoch	Hoch	Hoch	„nicht optimal(...)“, aber „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend(...)“	n/a

Quelle: TLG/WCM: BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19; KDH: BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20; ISRA Vision: OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

- 395 Wie aus der Tabelle ersichtlich, weisen die Aktien der Encavis AG – gemessen an Handelsvolumen, Handelsumsatz und insbesondere an Geld-Brief-Spannen – eine höhere Liquidität wie die Aktien von TLG/WCM und KDH auf, bei denen die Gerichte eine hohe bis sehr hohe Aktienliquidität festgestellt haben.
- 396 In der Rechtsprechung wird die Bedeutung der relativen Geld-Brief-Spannen hervorgehoben. Die relative Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen. Bei engen Spannen ist die Liquidität der Aktie hoch und die Transaktionskosten sind niedrig. Bei großen Geld-Brief-Spannen sind die Transaktionskosten hoch und der Börsenkurs reagiert in der Regel zeitverzögert auf Kapitalmarktinformationen.
- 397 Vor dem Hintergrund der hohen Bedeutung, die die Gerichte der relativen Geld-Brief-Spannen beimessen, haben wir die Geld-Brief-Spannen der Encavis AG mit den weiteren Referenzwerten aus der Rechtsprechung verglichen. So ist laut Rechtsprechung des LG München I bei Geld-Brief-Spannen unter 1,00% die Liquidität der Aktie üblicherweise zu bejahen⁶⁸ bzw. es kann bei einer Geld-Brief-Spanne von maximal 1,25% von einer liquiden Aktie ausgegangen werden.⁶⁹
- 398 Wie aus Tabelle 24 hervorgeht, lag die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der Encavis AG weder in der maßgeblichen Referenzperiode noch in den zusätzlich betrachteten Zeiträumen über dem Schwellenwert, ab dem das LG München I nicht mehr von einer liquiden Aktie ausgeht. Vielmehr weist die Aktie der Encavis eine signifikant niedrigere Geld-Brief-Spanne als die Aktien von TLG/WCM und KDH auf.
- 399 Unter Berücksichtigung der von uns durchgeführten Analysen zur Aktienliquidität ist die Aktienliquidität der Encavis AG zu bejahen und als optimal zu bezeichnen.

⁶² Die Angaben zum Aktienindex basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

⁶³ Notierung im SDAX bis zum 18.09.2017 und somit 11 Tage vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme.

⁶⁴ Am 08.05.2020 und somit nur wenige Tage nach Beginn des Drei-Monats-Zeitraums vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden die Aktie der Isra Vision AG aus dem SDAX und aus dem TecDAX infolge der Verringerung des Streubesitzes nach der Übernahme genommen.

⁶⁵ Am 28.11.2024 und somit 28 Tage nach Beginn des Drei-Monats-Zeitraums vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden die Aktie der Encavis AG aus dem SDAX infolge der Übernahme durch KKR genommen.

⁶⁶ Die Angaben zu den Handelstagen basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

⁶⁷ Nach unserer Analyse anhand von XETRA-Werten beträgt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der ISRA Vision im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme 0,46%.

⁶⁸ LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

⁶⁹ LG München I, Beschluss vom 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/16.

400 Im nächsten Schritt führen wir gemäß dem Prüfschema in Abbildung 33 die Analyse der Informationsverfügbarkeit und -verarbeitung durch.

Analyse der Informationsverfügbarkeit

401 Eine zeitnahe und aussagekräftige Informationsbereitstellung reduziert Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmensmanagement und den Marktteilnehmern und erhöht die Markteffizienz. Kriterien für die Informationsverfügbarkeit sind:

- gesetzliche Informationspflichten und sonstige, auch vom Börsensegment abhängige Informationspflichten,
- Freiwillig zur Verfügung gestellte Informationen,
- Analysten-Coverage,
- Analyse der Aktionärsbasis und möglicher Informationspolitik.

402 Im Rahmen unserer Untersuchung haben wir die Informationspflichten im Segment Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, die Erfüllung der Informationspflichten durch die Encavis AG, die Analysten-Coverage sowie die Aktionärsbasis analysiert:

Informationspflichten

403 Seit dem Jahr 2013 und bis zum Delisting am 31. Januar 2025 wurden die Aktien der Encavis AG (vormals Capital Stage AG) im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Die Informations- und Transparenzpflichten im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehen über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinaus. Unternehmen im Prime Standard müssen einen testierten Konzernabschluss samt Lagebericht innerhalb von vier Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums in deutscher und englischer Sprache veröffentlichen. Darüber hinaus müssen Unternehmen im Prime Standard einen Halbjahresfinanzbericht innerhalb von drei Monaten nach Ende des Berichtszeitraums und Quartalsmitteilungen innerhalb von zwei Monaten nach Ende des Mitteilungszeitraums (Stichtag des ersten und dritten Quartals) veröffentlichen. Weiterhin sind Unternehmen im Prime Standard dazu verpflichtet, mindestens einmal jährlich eine Analystenveranstaltung außerhalb der Pressekonferenz zur Bekanntgabe der Jahresabschlusszahlen durchzuführen. Ferner sind Unternehmen im Prime Standard dazu verpflichtet einen Unternehmenskalender zu führen, der Angaben über die wesentlichen Termine des Emittenten, insbesondere die Hauptversammlung, die Pressekonferenzen und Analystenveranstaltungen, enthält. Mitteilungspflichten im Prime Standard beinhalten Ad-hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings, Insiderlisten und Stimmrechtsmitteilungen.

404 In den vergangenen Jahren veröffentlichte die Encavis AG mit Ausnahme des Jahres 2023 mehrere Ad-hoc-Mitteilungen pro Jahr. Weiterhin veröffentlichte die Gesellschaft eine zweistellige Anzahl von Pressemitteilungen pro Jahr auf ihrer Homepage. Die Geschäftsberichte, die Zwischenberichte und die Zwischenmitteilungen wurden fristgemäß veröffentlicht.

Analysten-Coverage

405 Die Aktien der Encavis AG wurden von 13 qualifizierten Wertpapieranalysten bewertet. Sie befanden sich in der Coverage der Berenberg Bank, ODDO BHF, CIC Market Solutions, Jeferies, Morgan Stanley, Pareto Securities, Barclays, HSBC, Quirin, Warburg Bank, DZ Bank, Hauck Aufhäuser Lampe, und Raiffeisen Research. Im Vergleich zur Analysten-Coverage von im Durchschnitt 15 Analysten bei einem CDAX-Unternehmen war damit das Coverage bei Encavis grundsätzlich als gut einzustufen.

406 Vor dem Hintergrund des am 14. März 2024 verkündeten freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots der Elbe BidCo AG zu einem Angebotspreis von EUR 17,50 wurden die Kursziele von allen 13 Wertpapieranalysten auf den Angebotspreis gesetzt, wobei die aktuellste Analystenprognose vom 31. Juli 2024 ist.⁷⁰ Die uns zur Verfügung gestellten Analystenprognosen sind in Tabelle 26 zusammengefasst:

⁷⁰ Analystenreport der ODDO BHF vom 31. Juli 2024, Analystenreport von CIC Market Solutions vom 31. Juli 2024, Analystenreport von Warburg Research vom 31. Juli 2024, Analystenreport der DZ Bank vom 27. Mai 2024,

Tabelle 26: Analysten-Coverage der Encavis AG

Analyst	Datum	Kursziel	Empfehlung
ODDO BHF	31.07.2024	EUR 17,50	Accept the offer
CIC Market Solutions	31.07.2024	EUR 17,50	Neutral
Warburg Research	31.07.2024	EUR 17,50	Sell
DZ Bank	27.05.2024	EUR 17,50	Hold
Berenberg	07.05.2024	EUR 17,50	Hold
Jefferies	03.05.2024	EUR 17,50	Hold
Morgan Stanley	03.05.2024	EUR 17,50	Equal-weight
Pareto Securities	04.04.2024	EUR 17,50	Hold
Barclays	26.03.2024	EUR 17,50	Underweight
HSBC Global Research	20.03.2024	EUR 17,50	Hold
Quirin	19.03.2024	EUR 17,50	Hold
Hauck Aufhäuser	15.03.2024	EUR 17,50	Hold
Raiffeisen RESEARCH	14.03.2024	EUR 17,50	Hold

Quelle: Siehe Fußnote 70.

407 Diese Zusammenstellung zeigt, dass die Kursziele seit Juli 2024 nicht mehr angepasst worden sind.

Aktionärsbasis

408 Im Rahmen der Analyse der Aktionärsbasis der Encavis AG haben wir geprüft, ob es Aktionäre gab, die die Geschäfts- und Finanzpolitik sowie Kommunikationspolitik und damit auch den Börsenkurs der Gesellschaft grundsätzlich hätten beeinflussen können. Bei Vorliegen beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht grundsätzlich die Möglichkeit ökonomisch „verzerrter“ Preise. Bis zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot durch die Elbe BidCo AG befanden sich 74,97% der ausstehenden Aktien der Encavis AG im Streubesitz.⁷¹ Im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots hat die Elbe BidCo AG zum 6. Dezember 2024 rund 87,73% der Encavis-Aktien erworben und den Anteil auf 91,12% zum 31. Januar 2025 erhöht.⁷² Damit ist die Anteilseignerstruktur der Encavis AG seit Vollzug des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots am 4. Dezember 2024 der Elbe BidCo AG zwar von einem beherrschenden Einfluss gekennzeichnet, jedoch ist dieser Zeitraum relativ kurz bis zur Verkündung der Absicht, einen Squeeze-out durchführen zu wollen.

409 Wir kommen in Bezug auf die Informationsverfügbarkeit zu der Einschätzung, dass die zur Verfügung gestellten Informationen der Encavis AG durch die Einbeziehung in den Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zwar ausreichend sind, aber die dem Kapitalmarkt zur Verfügung gestellten Kursziele seit dem Juli 2024 nicht angepasst worden sind und lediglich das Übernahmeangebot widerspiegeln.

Analyse der Informationsverarbeitung

410 Im Rahmen der Informationsverarbeitung wird analysiert, ob sich im Kursverlauf der Aktie veröffentlichte wertrelevante Informationen widerspiegeln, bzw. ob Reaktionen auf die Herausgabe von Informationen ausbleiben. Dabei wird auch analysiert, inwieweit eine nicht erklärbare Abkoppelung von der allgemeinen Markt- oder Branchenentwicklung stattgefunden hat. Im

Analystenreport der Berenberg Bank vom 07. Mai 2024, Analystenreport von Jefferies vom 03. Mai 2024, Analystenreport von Morgan Stanley vom 03. Mai 2024, Analystenreport von Pareto Securities vom 04. April 2024, Analystenreport der Barclays Bank vom 26. März 2024, Analystenreport der HSBC vom 20. März 2024, Analystenreport von Quirin vom 19. März 2024, Analystenreport von Hauck Aufhäuser Lampe vom 15. März 2024, Analystenreport von Raiffeisen Research vom 14. März 2024.

⁷¹ Encavis AG, Präsentation Conference Call Q1/3M 2024, 08. Mai 2024.

⁷² Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 06. Dezember 2024 und 31. Januar 2025.

Rahmen der Rechtsprechung haben sich folgende Kriterien für die Überprüfung der Informationsverarbeitung herausgebildet:

- Analyse möglicher Kursmanipulationen, Verzerrungen und Stabilität der Kurse; und
- Analyse der Aktualität der Kurse.

411 Im Rahmen unserer Analyse zur Informationsverarbeitung der Aktien der Encavis AG haben wir folgende Analysen durchgeführt:

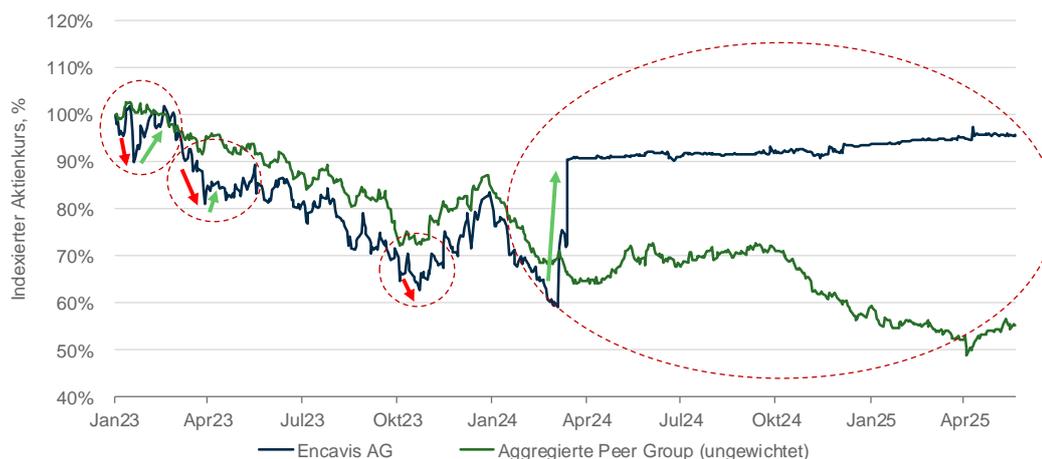
- Analyse der Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG im Vergleich zur Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group; und
- Analyse der Aktualität des Aktienkurses.

Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG im Vergleich zur Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group

412 Zunächst haben wir untersucht, ob eine Abkopplung des Aktienkurses der Encavis AG von der Branchenentwicklung vorliegt. Hierzu haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG der Entwicklung der Aktienkurse der Vergleichsunternehmen (siehe Kapitel 3.2.6) auf indexierter Basis gegenübergestellt.

413 Nachfolgende Abbildung veranschaulicht die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG gegenüber der Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen.

Abbildung 35: Indexierter Börsenkurs der Encavis AG vs. Indexierter aggregierter Börsenkurs der Peer Group



Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

414 Die Abbildung veranschaulicht, dass sich die Aktie der Encavis AG im Zeitraum Januar 2023 bis März 2024 – bis auf kleinere, nicht wesentliche Abweichungen⁷³ – noch vergleichbar zu

⁷³ Die kleineren Abweichungen sind auf folgende Ursachen zurückzuführen, wobei die Entwicklung in der obigen Abbildung durch rote und grüne Pfeile im ersten Kreis gekennzeichnet:

- Den Rückgang des Börsenkurses der Encavis AG im Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis Mitte Januar 2023 war nicht nachvollziehbar; wohingegen der nachfolgende Anstieg in Einklang mit den kommunizierten Mitteilungen der Gesellschaft – Erweiterung des Portfolios für institutionelle Investoren, Erwerb eines Windparks von der Energiekontor AG sowie Mitteilung über vorläufige Geschäftszahlen – steht.
- Der Rückgang des Börsenkurses der Encavis AG im Zeitraum von Mitte bis Ende März 2023 lässt sich durch die am 23. März 2023 veröffentlichte Pressemitteilung zur Erwartung für das laufende Geschäftsjahr 2023 erklären. In der Pressemitteilung informierte die Gesellschaft darüber, dass rund 50% der Umsatzsteigerung im Jahr 2022 auf einen reinen Preiseffekt aufgrund der volatilen Strompreise aufgrund des Ukraine-Kriegs zurückzuführen sei und die durchschnittlichen Analystenerwartungen für das Geschäftsjahr 2023 unter den vorläufigen Ergebnissen des Geschäftsjahres 2022 lägen. Die nachfolgende Erholung Anfang April 2023 ist auf die Veröffentlichung des Konzernjahresabschlusses für das Geschäftsjahr 2022 am 28. März 2023 zurückzuführen.

den Aktien der Vergleichsunternehmen entwickelt hat. Mit der Ankündigung von Gesprächen über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024 sowie dem Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG am 14. März 2024 hat eine Abkopplung des Aktienkurses der Encavis AG von der allgemeinen Branchenentwicklung stattgefunden.

415 Somit konnten wir keine signifikanten Kursverzerrungen bis zur Veröffentlichung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots feststellen. Auch haben wir keine Kursmanipulationen festgestellt.

416 Infolge der Ankündigung einer möglichen Transaktion mit KKR am 6. März 2024 sowie des Abschlusses einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG am 14. März 2024 hat sich der Börsenkurs der Encavis AG – und damit seit über einem Jahr bis zur Fertigstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme – vollständig von der Entwicklung der Peer Group entkoppelt. Im Zuge der Veröffentlichung der Investorenvereinbarung am 14. März 2024 stieg der Börsenkurs um 25,2% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentags. Zwischen der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots am 14. März 2024 und der Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025 schwankte der Kurs in einem Korridor zwischen EUR 16,75 und EUR 17,46.⁷⁴ Der aggregierte, gleichgewichtete Index der Peer Group hingegen verzeichnete im Zeitraum vom 14. März 2024 bis 21. Mai 2025 einen Rückgang von rund 17,2%. Es deutet somit alles daraufhin, dass für die Aktie der Encavis AG seit der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots keine hinreichend effektive Informationsverarbeitung sowie -bewertung gewährleistet war. Dies wird ebenfalls durch den Kursverlauf der Aktie deutlich, der seit Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots kaum eine Reaktion auf die (negativen) Mitteilungen der Gesellschaft zeigt:

- Am 3. Mai 2024 informierte die Gesellschaft per Ad-hoc Mitteilung darüber, dass die vorläufigen Key-Performance-Indikatoren des ersten Quartals 2024 deutlich unter dem vergleichbaren Vorjahresquartal liegen.⁷⁵
- Am 30. Juli 2024 informierte die Gesellschaft per Ad-hoc Mitteilung darüber, dass die vorläufigen Ergebnisse des ersten Halbjahres 2024 unter den Werten des Vergleichszeitraumes des Vorjahres liegen.⁷⁶
- Am 8. November 2024 veröffentlichte die Gesellschaft per Ad-hoc Mitteilung nach Abschluss der ersten drei Quartale des Geschäftsjahres 2024 eine korrigierte Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2024, die unter der ursprünglichen Prognose liegt. Weiterhin kündigte die Gesellschaft an, dass die erwartete Stromproduktion des Geschäftsjahres 2024 nur geringfügig im Vergleich zur Stromproduktion des Vorjahres angestiegen ist.⁷⁷
- Die Gesellschaft hat Mitte Mai den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2024 veröffentlicht. Die darin ausgewiesenen bereinigten operativen Umsatzerlöse beliefen sich auf EUR 401 Mio. und lagen damit um ca. 14,2% unter dem Median der zuletzt veröffentlichten Analystenschätzungen (EUR 468 Mio.). Das bereinigte operative EBITDA i.H.v. EUR 249 Mio. und unterschritt den entsprechenden Median der Analystenschätzungen für das Geschäftsjahr 2024 (EUR 309 Mio.) um ca. 19,5%.

417 Nach unserer Einschätzung ist die Informationsverarbeitung der Aktien der Encavis AG seit der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots durch die Elbe BidCo AG am 14. März 2024 nicht mehr gegeben.

Analyse der Aktualität des Aktienkurses

418 Bei der Anwendung des Börsenkurses als Bewertungsmethode soll sichergestellt werden, dass der Börsenkurs aktuell ist und im Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft am Bewertungsstichtag widerspiegelt sind.

- Den Rückgang des Börsenkurses der Encavis AG im Zeitraum von Mitte bis Ende Oktober 2023 konnten wir anhand der durch die Encavis AG kommunizierten Informationen nicht nachvollziehen.

⁷⁴ Quelle: XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg in Deutschland.

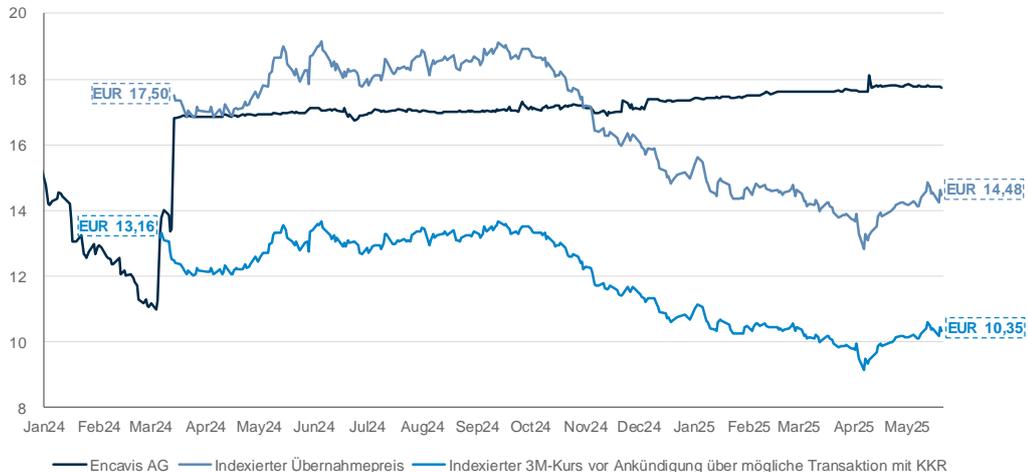
⁷⁵ Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 03. Mai 2024.

⁷⁶ Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 30. Juli 2024.

⁷⁷ Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 08. November 2024.

- 419 Gemäß der Rechtsprechung des BGH beruht die Anwendung des Börsenwerts als Bewertungsmethode auf der Annahme, „dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt“.⁷⁸
- 420 Gemäß der Rechtsprechung des OLG München steht eine nicht mehr hohe Aktualität der Börsenkurse „einer marktorientierten Betrachtung aber nicht per se entgegen, (...) [wenn] keinerlei Hinweise dafür bestehen, dass der Börsenkurs zum jeweiligen Referenzzeitraum nicht mehr als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens gewertet werden könnte“.⁷⁹
- 421 Das OLG Frankfurt betont in seiner Entscheidung vom 26. April 2021, Az. 21 W 139/19, dass für eine Heranziehung der Börsenkurse zur Bewertung im entschiedenen Fall u.a. eine hohe Aktualität der Kurse aufgrund des nur sehr geringen Zeitraums von weniger als zwei Monaten zwischen der Ankündigung des beabsichtigten Unternehmensvertrags und dem relevanten Bewertungsstichtag gesprochen hat.
- 422 In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass der letzte frei von Übernahmespekulationen gebildete Börsenkurs vor der Ankündigung am 6. März 2024 war. Vor diesem Hintergrund haben wir folgende Kurse auf Basis der Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen fortgeschrieben:
- Übernahmepreis von EUR 17,50, der am 14. März 2024 im Rahmen der Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG kommuniziert wurde.
 - Dreimonatsdurchschnittskurs i.H.v. EUR 13,16 vor der Ankündigung über Gespräche einer möglichen Transaktion mit KKR am 6. März 2024.
- 423 Abbildung 36 zeigt die Fortschreibung der beiden Kurse anhand der Entwicklung eines ungewichteten Indexes der Vergleichsgruppe bis Mitte Mai 2025.

Abbildung 36: Indexierter Übernahmepreis vs. Indexierter umsatzgewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs vor Ankündigung der Übernahme durch KKR



- 424 Der am 14. März 2024 kommunizierte Übernahmepreis in Höhe von EUR 17,50 hätte sich – unter Zugrundelegung der fortgeschriebenen Kursentwicklung der relevanten Vergleichsunternehmen – bis zum 21. Mai 2025 auf EUR 14,48 vermindert. Der vor Bekanntgabe der Gespräche über eine potenzielle Transaktion mit KKR am 6. März 2024 ermittelte Dreimonatsdurchschnittskurs in Höhe von EUR 13,16 hätte sich im Zuge der Fortschreibung der Vergleichsgruppenentwicklung bis zum 21. Mai 2025 auf EUR 10,35 reduziert.

⁷⁸ BGH, Beschluss vom 12.01.2016, Az. II ZB 25/14, Rn. 23; BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21, Rn. 45; BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22, Rn. 25

⁷⁹ OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20, Rn. 95.

425 Der Dreimonatsdurchschnittskurs vor Ankündigung der Strukturmaßnahme (30. Januar 2025) i.H.v. EUR 17,23 liegt folglich 19,0% über dem indexierten Angebotspreis i.H.v. EUR 14,48 und 66,5% über dem indexierten Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Ankündigung über eine mögliche Transaktion mit KKR i.H.v. EUR 10,35. Der Dreimonatsdurchschnittskurs zum 30. Januar 2025 spiegelt somit im Wesentlichen die Höhe des Übernahmeangebots, jedoch nicht die aktuelle Ertragskraft wider.

426 Aus unseren Analysen kann abgeleitet werden, dass der Börsenkurs als maßgebliche Obergrenze herangezogen werden kann.

Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses als den „wahren“ Wert des Unternehmens

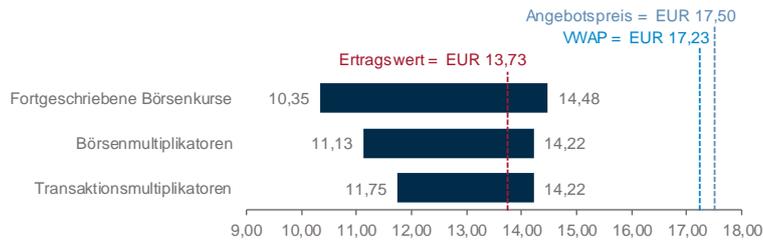
427 Aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen lassen sich nachstehende Schlussfolgerungen ableiten:

- (i) Im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 31. Oktober 2024 bis 30. Januar 2025 liegt keine Marktengung nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV vor.
- (ii) Mehrere von uns analysierte Liquiditätskennzahlen deuten auf eine optimale Liquidität der Encavis AG-Aktie hin.
- (iii) Die Aktien der Encavis AG waren bis zum Delisting am 31. Januar 2025 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Daher erfüllte die Gesellschaft hohe, deutlich über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinausgehende Transparenzanforderungen. Wir haben keine Verletzungen der Informationspflichten der Gesellschaft festgestellt.
- (iv) Die Aktien der Encavis AG wurden von 13 qualifizierten Wertpapieranalysten beurteilt. Nach unserem Informationsstand datieren die letzten zur Verfügung gestellten Analystenreports auf den Juli 2024 und weisen als Kursziel lediglich das Übernahmeangebot aus.
- (v) Es lagen Kursverzerrungen durch die Bekanntgabe von Gesprächen über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024 sowie den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG am 14. März 2024 vor, die – wie im Abschnitt 7.3 dargelegt – zur Ablehnung des unternehmenseigenen Betafaktors führen. Grundsätzlich wirken sich jedoch die durch die Übernahmeangebote verursachten Kursverzerrungen zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.
- (vi) Die Bewertungen der Vergleichsunternehmen haben sich seit der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots bis zur Abgabe dieser Gutachtlichen Stellungnahme stark negativ entwickelt. Die operative Entwicklung der Encavis hat sich seit der Entwicklung des Übernahmeangebots ebenfalls signifikant verschlechtert. Diese Entwicklungen spiegeln sich aber nicht im aktuellen Börsenkurs wider.

428 Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Ausführungen – optimale Liquidität, aber eingeschränkte Informationsverarbeitung, sinkende Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen – kann der Börsenkurs jedenfalls als maßgebliche Obergrenze angesehen werden.

9 ZUSAMMENFASSUNG

- 429 Wir haben den Unternehmenswert der Encavis AG nach dem Ertragswertverfahren auf Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung ermittelt. Zudem erfolgte eine Plausibilisierung anhand einer Analyse von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren.
- 430 Für Bewertungszwecke wurde die Unternehmensplanung für die GJ25-30 (Detailplanungszeitraum) um eine Übergangsphase für die GJ31-66 ergänzt. Die Übergangsphase basiert auf den von Encavis zur Verfügung gestellten Prognosen für das Bestandsportfolio, die konkretisierten Pipeline-Projekte und das noch nicht konkretisierte Neugeschäft. Um einen dauerhaften Fortführungszustand zu gewährleisten, wurden Ersatzinvestitionen für die vom Netz gehenden Anlagen angenommen. Daran schließt sich nach einem technischen Übergangsjahr GJ67 ab dem GJ68 die Phase der Ewigen Rente an.
- 431 Die Unternehmensbewertung basiert auf den folgenden Schlüsselannahmen:
- Entsprechend der Unternehmensplanung soll die Erzeugungskapazität von 2,4 GW zum Ende des GJ24 auf 6,8 GW zum Ende des GJ28 (6,9 GW zum Ende des GJ30) anwachsen. Die Finanzierung des geplanten Portfolioausbaus soll durch Fremdkapitalaufnahme (Projekt- und Konzernfinanzierung) und einen Teilverkauf der noch nicht konkretisierten Projekte aus dem Wachstumsportfolio erfolgen.
 - Der geplante Kapazitätsanstieg zwischen den GJ24-30 liegt mit einem CAGR von 19,2% deutlich über den Marktprognosen von Aurora (8,3%). Für den Solarbereich ergibt sich im Detailplanungszeitraum dementsprechend ein Anstieg des Marktanteils von 0,8% (GJ24) auf 1,2% (GJ30), für den Windbereich von 0,3% (GJ24) auf 0,8% (GJ30).
 - Die Umsatzerlöse sollen zwischen den GJ24-30 um mehr als das Zweieinhalbfache ansteigen (CAGR von 16,7%). Der geplante Umsatzanstieg ergibt sich aus dem Ausbau der installierten Kapazität, einer höheren Produktivität der Anlagen und einem Anstieg der erzielten Preise im Windbereich, der dem Preisrückgang im Solarbereich aufgrund des weniger profitablen Neugeschäfts gegenüber dem Bestandsgeschäft entgegenwirken soll. Das geplante Umsatzwachstum in den GJ24-27 liegt weit über den Konsensprognosen (Median) für die Vergleichsunternehmen.
 - Die EBITDA-Marge (nach Bereinigungen) soll sich zunächst von 62,1% im GJ24 auf 66,7% im GJ28 erhöhen und anschließend wieder auf 65,3% im GJ30 zurückgehen. Der Margenanstieg in den ersten Planjahren beruht auf einer angenommenen Normalisierung der Wetterbedingungen nach dem letzten, weniger guten Ist-Jahr GJ24, steigenden realisierten Preisen im Windbereich (aus den Pipeline-Projekten) und insgesamt rückläufigen Betriebskostenquoten. Der Margenrückgang in den letzten beiden Planjahren ist durch den sinkenden Anteil des profitablen Bestandsgeschäfts im Solarbereich bedingt. Insgesamt bewegen sich die geplanten EBITDA-Margen im Zeitraum GJ25-27 in etwa auf dem Niveau der Peer Group-Prognosen.
 - Für die Phase der Ewigen Rente (TV-Jahr GJ31 ff.) wurde ein Umsatzanstieg i.H.v. 10,3% gegenüber dem letzten Planjahr angenommen. Die nachhaltige EBITDA-Marge soll sich aufgrund der auslaufenden Altverträge im Solarbereich auf einem Niveau von 64,8% bewegen.
 - Die Eigenkapitalkosten wurden anhand einer Betrachtung der Peer Group abgeleitet. Bei der Ableitung wurden ein risikofreier Zinssatz von 3,00% vor Steuern (2,21% nach Steuern), eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,50% und ein unverschuldeter Betafaktor von 0,40 verwendet.
- 432 Nachfolgende Abbildung fasst die Ergebnisse auf Grundlage der unterschiedlichen Bewertungsmethoden zusammen:

Abbildung 37: Bewertungsergebnisse

Quelle: A&M Analyse.

- 433 Der ermittelte Unternehmenswert der Encavis AG zum Bewertungsstichtag basierend auf dem Ertragswertverfahren beträgt EUR 2.221 Mio. bzw. EUR 13,73 je Aktie. Der von uns ermittelte Ertragswert liegt innerhalb der Wertbandbreite auf Grundlage der fortgeschriebenen Börsenkurse (Dreimonatsdurchschnittskurs vor Ankündigung einer möglichen Transaktion mit KKR vom 6. März 2024 und Angebotspreis vom 14. März 2024), Börsenmultiplikatoren und Transaktionsmultiplikatoren.
- 434 Der von uns ermittelte Wert liegt jedoch unter dem dreimonatigen Durchschnittskurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (EUR 17,23 je Aktie).
- 435 Die Abfindung wurde von der Elbe BidCo auf Höhe des dreimonatigen Durchschnittskurses von EUR 17,23 je Aktie der Encavis AG festgelegt und ist auf der Basis unserer Analysen angemessen.

Dr. Tim Laas – Wirtschaftsprüfer
 Managing Director
 A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

David Makarov, CFA
 Senior Director
 Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Frankfurt, 30. Mai 2025

ANHANGSVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
A&M-001	Rechtliche Rahmenbedingungen
A&M-002	Übergangsphase
A&M-003	Peer Group – Unternehmensprofile
A&M-004	Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-001:
Rechtliche Rahmenbedingungen**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Deutschland

436 Das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) bildet den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Deutschland und wurde zuletzt am 23. Oktober 2024 geändert (EEG 2023). Auf Grundlage des EEG 2023 verfolgt Deutschland das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Bruttostromverbrauch bis zum Jahr 2030 auf 80% zu erhöhen sowie bis zum Jahr 2050 klimaneutral zu werden.

437 Das Vergütungssystem für mittelgroße und große Anlagen aus erneuerbaren Energien (Leistung über 500 kW) nach dem EEG 2023 basiert auf einem Marktprämienmodell und wird durch die Möglichkeit der Direktvermarktung ergänzt:

Marktprämienmodell

438 Im Rahmen eines Ausschreibungsverfahrens („pay-as-you-bid“-Verfahren) wird eine Marktprämie festgelegt, die vom Netzbetreiber für den geförderten Strom ausbezahlt wird. Die Marktprämie wird für einen Zeitraum von 20 Jahren gewährt. Die Marktprämie entspricht der Differenz zwischen (i) dem im Ausschreibungsverfahren festgelegten Referenzwert und (ii) dem durchschnittlichen monatlichen Spotmarktpreis. Liegt der durchschnittliche monatliche Spotmarktpreis über dem Referenzwert, wird keine Marktprämie ausgezahlt.

Direktvermarktung

439 Im Rahmen der Direktvermarktung wird der erzeugte Strom durch ein Direktvermarktungsunternehmen zu Spotmarktpreisen verkauft. Für die Erbringung der Vermarktungsdienstleistung erhält das Direktvermarktungsunternehmen eine Vermarktungspauschale, die von der monatlichen durchschnittlichen Spotmarktvergütung abgezogen wird.

Stromabnahmeverträge (PPA)

440 Neben dem Fördermechanismus des EEG besteht die Möglichkeit, den erzeugten Strom direkt im Rahmen bilateraler Stromabnahmeverträge mit gewerblichen oder industriellen Abnehmern zu verkaufen. Die Strommenge, die über PPAs vermarktet wird, ist jedoch von den Fördermechanismen des EEG 2023 ausgeschlossen.

441 Zum 31. Dezember 2024 wurden 64% der in Deutschland installierten Solarkapazität der Encavis gemäß dem Marktprämienmodell vergütet. Weitere 26% der Solarkapazität wurden im Rahmen von PPAs vermarktet. Ein geringer Anteil von 9% der Solarkapazität wurde im Rahmen der Direktvermarktung verkauft. Die gesamte in Deutschland installierte Windkapazität der Encavis AG wurde nach dem Marktprämienmodell vergütet.

Spanien

442 Der Integrierte Nationale Energie- und Klimaplan (Plan Nacional Integrado de Energía y Clima, PNIEC) bildet den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Spanien und wurde zuletzt am 26. September 2024 geändert. Auf Grundlage des PNIEC verfolgt Spanien das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Bruttostromverbrauch bis zum Jahr 2030 auf 81% zu erhöhen und die installierte Solar- und Windkapazität auf 138 GW auszubauen. Das PNIEC ist eng mit dem Klimaschutzgesetz (Ley 7/2021) verknüpft, welches die Klimaneutralität bis 2050 vorschreibt.

443 Das Vergütungssystem für Anlagen aus erneuerbaren Energien basiert auf einem Auktionsmodell (Régimen Económico de Energías Renovables, REER) und wird durch ein Direktvermarktungsverfahren ergänzt.

Auktionsverfahren (REER)

444 Im Rahmen des REER-Auktionsverfahrens („pay-as-you-bid“-Verfahren) erfolgt die Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference), für die ein fixer Vergütungspreis pro MWh bezahlt wird. Der fixe Vergütungspreis richtet sich nach dem Zuschlagswert in der Auktion, die für jede Technologieart (Solar, Wind, Wasserkraftwerke, etc.) separat durchgeführt wird. Liegt der Spotmarktpreis unter dem in der Auktion festgelegten Zuschlagspreis, zahlt der Staat die Differenz an den Anlagenbetreiber zurück. Liegt der Spotmarktpreis jedoch über dem Zuschlagspreis, besteht eine Verpflichtung die Differenz zurückzuzahlen.

Stromabnahmeverträge (PPA)

445 Neben dem REER-Auktionsverfahrens besteht die Möglichkeit, den erzeugten Strom direkt im Rahmen bilateraler Stromabnahmeverträge mit gewerblichen oder industriellen Abnehmern zu verkaufen.

Direktvermarktung (Mercado diario)

446 Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien, die keine Förderung nach dem REER erhalten oder ihren Strom über PPAs erhalten, sind verpflichtet, am regulären Strommarkt (Mercado Diario) teilzunehmen. Die Anlagenbetreiber müssen dabei für jede 24-stündige Handelsperiode ein Verkaufsangebot abgeben. Der Verkauf des erzeugten Stroms erfolgt in der Regel über einen Handelsvertreter. Die den jeweiligen Stromerzeugern im Day-Ahead- und Intraday-Markt zu zahlenden Beträge werden auf Basis des Market-Clearing-Preises bestimmt und wöchentlich abgerechnet.

447 Zum 31. Dezember 2024 wurde die in Spanien installierte Solarkapazität von Encavis zu 75% im Rahmen von PPAs und zu 25% direkt vermarktet.

Dänemark

448 Das Gesetz zur Förderung erneuerbarer Energien (Lov om fremme af vedvarende energi) sowie das dänische Stromversorgungsgesetz (Elforsyningsloven) bilden den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Dänemark. Die nationalen Förderregelungen dienen der Umsetzung des aktualisierten Nationalen Energie- und Klimaplanes (NECP), der am 1. Juli 2024 an die Europäische Kommission übermittelt wurde. Auf Grundlage des NECP verfolgt Dänemark das Ziel, den Stromverbrauch bis zum Jahr 2030 vollständig durch erneuerbare Energien zu decken und die installierte Solar- und Windkapazität auf 44 GW auszubauen.

449 Der Fördermechanismus für Anlagen aus erneuerbaren Energien basierte in Dänemark bis zum Jahr 2021 auf einem Marktprämienmodell (pristillæg) und wurde im Jahr 2021 durch die Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference) ersetzt. Ergänzend dazu besteht für Stromerzeuger die Möglichkeit, den erzeugten Strom entweder im Rahmen der Direktvermarktung an der Nord Pool-Strombörse oder durch den Abschluss eines Power Purchase Agreements (PPA) zu veräußern.

Marktprämienmodell (pristillæg, bis 2021)

450 Im Rahmen des Marktprämienmodells erhielten Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien eine feste Einspeisevergütung, zusätzlich zum Marktpreis für den eingespeisten Strom. Die Höhe der Einspeisevergütung war technologieabhängig und wurde für einen festgelegten Förderzeitraum von i.d.R. 20 Jahren gewährt.

Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference, seit 2021)

451 Seit dem Jahr 2021 wird die Förderung neuer Anlagen aus erneuerbaren Energien ausschließlich über CfD-Ausschreibungen vergeben. Der Staat garantiert dabei einen festen Abnahmepreis. Der Abnahmepreis wird im Rahmen einer technologiebezogenen Auktion („pay-as-a-bid“-Auktion) bestimmt. Liegt der Spotmarktpreis der Nord Pool-Strombörse unter dem Abnahmepreis, erhält der Anlagenbetreiber die Differenz vom Staat zurück. Liegt der Spotmarktpreis über dem Abnahmepreis, ist der Anlagenbetreiber jedoch zur Rückzahlung der Differenz an den Staat verpflichtet.

Direktvermarktung/PPA

452 Neben dem Marktprämienmodell haben Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien die Möglichkeit den erzeugten Strom direkt an der Nord Pool-Strombörse zu aktuellen Strompreisen oder durch bilaterale Stromabnahmeverträge (PPAs) zu veräußern. Die Strommenge, die im Rahmen einer Direktvermarktung oder über PPAs verkauft wird, unterliegt nicht den dänischen Fördermechanismen.

453 Zum 31. Dezember 2024 wurden 89% der installierten Solarkapazität des Encavis-Konzerns in Dänemark über PPAs vermarktet und 11% im Rahmen der Direktvermarktung verkauft. Die

gesamte in Dänemark installierte Windkapazität von Encavis wird über das Marktprämienmodell vergütet.

Frankreich

454 Das Gesetz zur Energiewende für grünes Wachstum (Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte, LTECV) aus dem Jahr 2015 bildet den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Frankreich. Das LTECV wurde im Jahr 2019 durch das Gesetz zur Energie- und Klimapolitik (Loi énergie-climat) ergänzt. Die Regulierungsbehörde Commission de Régulation de l'Énergie (CRE) sorgt für die Umsetzung und fortlaufende Anpassung der regulatorischen Rahmenbedingungen, um die Fördermechanismen erneuerbarer Energien im Einklang mit den nationalen Klimazielen zu gestalten.

455 Frankreich verfolgt das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Energiemix bis zum Jahr 2030 auf 41,3% zu erhöhen. Weiterhin sollen die Treibhausgasemissionen bis 2030 um 50% im Vergleich zum Jahr 1990 reduziert werden.

456 Der Fördermechanismus für Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien in Frankreich basierte bis zum Jahr 2016 auf einer der Zahlung einer festen Einspeisevergütung und wurde seit dem Jahr 2016 durch ein Marktprämienmodell ersetzt. Für Anlagen aus erneuerbaren Energien bis zu einer Leistung von 500 kW gelten weiterhin feste Einspeisetarife, die quartalsweise von der CRE angepasst werden.

Feste Einspeisevergütung⁸⁰

457 Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien erhielten eine feste Einspeisevergütung für den ins Netz gespeisten Strom. Die Tarife wurden zum Zeitpunkt des Förderbeginns von der CRE festgelegt und galten für die Vertragslaufzeit von i.d.R. 15-20 Jahren.

Marktprämienmodell⁸¹

458 Im Rahmen des LTECV wurde im Jahr 2015 ein Marktprämienmodell für Anlagen über einer installierten Erzeugungsleistung über 500 kW eingeführt. Anlagenbetreiber erhalten durch das Marktprämienmodell eine gleitende Marktprämie, die die Differenz zwischen dem Marktpreis und einem von der CRE festgelegten Referenzpreis ausgleicht. Sollte der Marktpreis über dem Referenzpreis liegen, besteht keine Rückzahlungspflicht des Anlagenbetreibers (entsprechend eines asymmetrischen CfDs). Die Vertragslaufzeit für das Marktprämienmodell beträgt i.d.R. 15-20 Jahre.

Direktvermarktung/PPA

459 Neben den staatlichen Fördermechanismen können Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien den erzeugten Strom direkt am Großhandelsmarkt oder über bilaterale Stromabnahmeverträge verkaufen. Die Direktvermarktung ist von der staatlichen Förderung ausgeschlossen.

460 Zum 31. Dezember 2024 wurden 94% der in Frankreich installierten Solarkapazität von Encavis gemäß dem Marktprämienmodell vergütet. Weitere 6% der Solarkapazität wurden im Rahmen von festen Einspeisevergütungen vermarktet. Nach Angaben der Gesellschaft wurden 91% der installierten Windkapazität in Frankreich nach dem Marktprämienmodell und 9% nach festen Einspeisevergütungen vergütet.

Niederlande

461 Das Förderprogramm SDE („Stimuleringsregeling Duurzame Energieproductie en Klimaattransitie“) bildet seit dem Jahr 2008 den maßgeblichen regulatorischen Rahmen für die Förderung erneuerbarer Energien in den Niederlanden. Im Jahr 2011 wurde das Förderprogramm durch die Einführung der Novelle SDE+ überarbeitet und im Jahr 2020 durch die Novelle SDE++ weiterentwickelt.

⁸⁰ Entsprechend der Klassifizierung der Gesellschaft unter dem Vermarktungsmodell „FiT Premium“ zusammengefasst.

⁸¹ Entsprechend der Klassifizierung der Gesellschaft unter dem Vermarktungsmodell „FiT CfD“ zusammengefasst. Im Vergleich zu einem klassischen CfD-Modell besteht in Frankreich keine Verpflichtung zur Rückzahlung, sollte der Marktpreis über dem Referenzpreis liegen.

462 Auf Grundlage des Nationalen Energie- und Klimaplan (NECP) verfolgen die Niederlande das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Bruttostromverbrauch bis zum Jahr 2030 auf 70% zu erhöhen sowie die Solar- und Windkapazität auf 66,5 GW auszubauen.

463 Der Förderungsmechanismus für Anlagen aus erneuerbaren Energien basiert nach dem SDE auf einem Marktprämienmodell, dass im Rahmen des SDE+ und SDE++ durch ein mehrstufiges Auktionsverfahren erweitert wurde.

Marktprämienmodell (SDE+, bis 2020)

464 Der aus erneuerbaren Energien erzeugte Strom wird mittels eines gleitenden Marktprämienmodells vergütet, das sich aus einem Basis- und einem Anpassungswert zusammensetzt. Die Ermittlung von Basis- und Anpassungswert erfolgt über ein mehrstufiges Auktionsverfahren.

465 Der Basiswert, welcher die Produktionskosten widerspiegelt, wird durch eine Auktion für vorab ausgewählte Technologien mit spezifischen Preisobergrenzen festgelegt. Die Ermittlung des Basiswerts erfolgt durch eine „pay-as-bid“-Auktion, bei der der erfolgreiche Bieter den Preis seines eigenen Gebots erhält.

466 Der Anpassungswert wird jährlich auf Grundlage der tatsächlichen Spotmarktpreise berechnet und stellt den durchschnittlichen Strompreis je Technologiekatgorie dar, wobei der Basiswert als Untergrenze gilt.

467 Die Einspeiseprämie entspricht der Differenz zwischen Basis- und Anpassungswert und wird ausschließlich gezahlt, sofern der Anpassungswert unter dem Basiswert liegt. Die Förderung von Solarprojekten erfolgt über einen Zeitraum von 15 Jahren.

Marktprämienmodell unter Berücksichtigung der CO₂-Emissionen (SDE++, seit 2020)

468 Das im Jahr 2020 eingeführte SDE++ erweitert das Marktprämienmodell um ein Auktionsverfahren, das neben dem Gebotspreis auch die Höhe der vermiedenen CO₂-Emissionen berücksichtigt.

Direktvermarktung

469 Die Direktvermarktung ist in den Niederlanden unmittelbar mit den Fördermechanismen SDE+ und SDE++ verbunden. Anlagenbetreiber, die eine Förderung im Rahmen des SDE+ oder SDE++ erhalten, sind verpflichtet, den erzeugten Strom eigenständig am Markt zu verkaufen. Die Direktvermarktung stellt somit einen integralen Bestandteil des Marktprämienmodells dar. Unabhängig von den Fördermechanismen besteht für Anlagenbetreiber jedoch auch die Möglichkeit, Strom außerhalb der Fördermechanismen im Stromgroßhandel direkt zu vermarkten.

470 Zum 31. Dezember 2024 wurde die den Niederlanden installierte Solarkapazität von Encavis vollständig gemäß des Marktprämienmodells vergütet.

Italien

471 Die nationalen Gesetzesdekrete Nr. 76/2020 („Semplificazioni-Dekret“), Nr. 77/2021 („Semplificazioni-Dekret 2“), Nr. 199/2021 und Nr. 17/2022 („Energie-Dekret“) sowie das Gesetzesdekret Nr. 181/2023 („Energie-Dekret 2“) bilden den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Italien. Die nationalen Förderregelungen dienen der Umsetzung des aktualisierten Nationalen Energie- und Klimaplan (National Energy and Climate Plan, NECP), der am 1. Juli 2024 an die Europäische Kommission übermittelt wurde. Auf Grundlage des NECP verfolgt Italien das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Energiemix bis zum Jahr 2030 auf 65% zu erhöhen und die installierte Solar- und Windkapazität auf 107 GW auszubauen.

472 Das Vergütungssystem für Strom aus erneuerbaren Energien basierte bis zum Jahr 2013 auf einem Fördermechanismus in Form einer festen Einspeisevergütung. Ab dem Jahr 2014 wurde dieses System durch ein Marktprämienmodell abgelöst. Ergänzend dazu besteht für Stromerzeuger die Möglichkeit, den erzeugten Strom entweder im Rahmen der Direktvermarktung oder durch den Abschluss eines Power Purchase Agreements (PPA) zu veräußern.

Feste Einspeisevergütung (COD vor 2013)⁸²

- 473 Im Rahmen des Conto Energia-Programms wurde die Vergütung von Anlagen aus erneuerbaren Energien durch die Zahlung einer für 20 Jahre garantierten festen Einspeisevergütung sichergestellt. Die Höhe der festen Einspeisevergütung lag deutlich über den zu diesem Zeitpunkt geltenden Marktpreisen, um den Ausbau von Anlagen zur Nutzung erneuerbarer Energien gezielt zu fördern.

Marktprämienmodell (COD nach 2013)

- 474 Im Rahmen des Marktprämienmodells können Betreiber von Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien mit einer Nennleistung von mehr als 1 MW an öffentlichen Ausschreibungen teilnehmen, die von der Regulierungsbehörde Gestore dei Servizi Energetici S.p.A. (GSE) durchgeführt werden. Im Rahmen der Ausschreibung geben die Betreiber Gebote ab, die einen Abschlag von mindestens 2 % auf die von GSE angebotenen Förderungen vorsehen. Die Bieter mit den höchsten Abschlägen erhalten die Förderungen innerhalb der von GSE festgelegten Leistungskontingente. Die von GSE ausgezahlten Subventionen entsprechen der Differenz zwischen dem im Ausschreibungsverfahren ermittelten Förderpreis und den jeweiligen Spotmarktpreisen am italienischen Day-Ahead-Markt. Liegt der Spotmarktpreis über dem Förderpreis, wird keine Marktprämie ausgezahlt.

Direktvermarktung/PPA

- 475 Neben dem Marktprämienmodell haben Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien die Möglichkeit den erzeugten Strom direkt an der italienischen Strombörse zu aktuellen Strompreisen oder durch bilaterale Stromabnahmeverträge (PPAs) zu veräußern. Zudem besteht die Möglichkeit im Rahmen des Energy Release 2.0-Programms an einer staatlich koordinierten PPA-Plattform teilzunehmen.
- 476 Zum 31. Dezember 2024 wurde die in Italien installierte Solarkapazität von Encavis vollständig gemäß des Marktprämienmodells (feste Einspeisevergütung) vergütet. Die installierte Windkapazität wurde vollständig im Rahmen der Direktvermarktung verkauft.

Großbritannien

- 477 Der Climate Change Act von 2009, der UK Energy Act 2023 sowie der im Dezember 2024 veröffentlichte Clean Power 2030 Action Plan bilden den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Großbritannien. Auf Grundlage des Clean Power 2030 Action Plans verfolgt Großbritannien das Ziel, den Anteil kohlenstoffarmer Energieerzeugungsformen (darunter erneuerbare Energien) am Energiemix bis zum Jahr 2030 auf 95% zu erhöhen und die installierte Solar- und Windkapazität auf 126 GW auszubauen.
- 478 Der Fördermechanismus für Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien in Großbritannien basiert auf handelbaren Förderzertifikaten (Renewable Obligation Certificates, ROC), einem Marktprämienmodell sowie auf der Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference, CfD). Weiterhin bietet der Staat eine garantierte Vermarktungsoption (Offtaker of Last Resort, OLR) an, sofern der Anlagenbetreiber keinen PPA abschließen kann. Die Anwendung der jeweiligen Fördermechanismen hängt von der Anlagengröße und dem Zeitpunkt der Inbetriebnahme ab. Ergänzend dazu besteht für Stromerzeuger die Möglichkeit, den erzeugten Strom entweder im Rahmen der Direktvermarktung oder durch den Abschluss eines Power Purchase Agreements (PPA) zu veräußern.

Renewable Obligation Certificates (2002-2017)

- 479 Das ROC-Fördermodell wurde im Jahr 2002 eingeführt und verpflichtete Stromversorger, einen festgelegten Anteil ihres Stroms aus erneuerbaren Energiequellen zu beziehen. Zur Erfüllung dieser Verpflichtung mussten die Stromversorger sog. ROCs vorlegen, die von der Regulierungsbehörde Ofgem an Anlagenbetreiber aus erneuerbaren Energien pro erzeugte MWh ausgestellt wurden und mit den Stromversorgern gehandelt werden konnten. Das ROC-

⁸² Entsprechend der Klassifizierung der Gesellschaft unter dem Vermarktungsmodell „Marktprämienmodell“ zusammengefasst.

Fördermodell wurde für Neuanlagen im Jahr 2017 beendet. Bestehende Anlagen erhalten weiterhin ROCs für die Dauer des Förderzeitraums von i.d.R. 20 Jahren.

Marktprämienmodell (2010-2019)

- 480 Im Rahmen des Marktprämienmodells erhielten Anlagen aus erneuerbaren Energien mit einer Leistung bis zu 5 MW eine feste Einspeisevergütung über einen vertraglich festgelegten Zeitraum (i.d.R. 20 Jahre). Die Höhe der festen Einspeisevergütung war technologieabhängig und wurde fortlaufend angepasst. Das Marktprämienmodell wurde im Jahr 2019 beendet, Bestandsanlagen erhalten jedoch weiterhin Zahlungen bis zum Ablauf des individuell zugesicherten Förderzeitraums.

Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference, seit 2014)

- 481 Für Anlagen aus erneuerbaren Energien ab einer Leistung von 5 MW wurde das ROC-Fördermodell durch die Vergabe von Differenzverträgen abgelöst. Die Differenzverträge werden mit der Low Carbon Contracts Company (LCCC) abgeschlossen. Der Differenzvertrag garantiert einen festen Abnahmepreis über einen Zeitraum von 15 Jahren, der in einem Auktionsverfahren („pay-as-cleared“-Modell) festgelegt wird. Liegt der Marktpreis unter dem Abnahmepreis, zahlt die LCCC die Differenz an den Anlagenbetreiber aus. Liegt der Marktpreis jedoch über dem Abnahmepreis, ist der Anlagenbetreiber zur Rückzahlung der Differenz an die LCCC verpflichtet.

Offtaker of Last Resort (OLR, seit 2014)

- 482 Das im Jahr 2014 eingeführte OLR-Programm dient als Absicherung für Projekte aus erneuerbaren Energien, die keinen kommerziellen PPA abschließen können. Im Rahmen des OLR-Programms wird eine staatlich garantierte Vermarktungsoption zu einem festgelegten Abschlag auf den Marktpreis bereitgestellt.

Direktvermarktung/PPA

- 483 Neben den staatlichen Fördermechanismen können Betreiber von Anlagen aus Erneuerbaren Energien den erzeugten Strom direkt am Großhandelsmarkt oder über bilaterale Stromabnahmeverträge verkaufen. Die Direktvermarktung ist von der staatlichen Förderung ausgeschlossen. Der Abschluss eines PPAs ist oft mit der Vergabe von Differenzverträgen verknüpft, da der CfD lediglich die Preisdifferenz zwischen dem Abnahmepreis und dem Marktpreis (Referenzpreis) abdeckt. Die tatsächliche Stromabnahme und physische Vermarktung erfolgt i.d.R. über den PPA-Partner.
- 484 Zum 31. Dezember 2024 wurden 80% der in Großbritannien installierten Solarkapazität von Encavis gemäß des ROC-Fördermodells verkauft. Weitere 20% wurden im Rahmen des Marktprämienmodells vergütet.

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-002:
Übergangsphase**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Übergangsphase: GuV

Encavis-Konzern – GuV, Übergangsphase (1/3)

EUR Mio.	Überg. GJ31	Überg. GJ32	Überg. GJ33	Überg. GJ34	Überg. GJ35	Überg. GJ36	Überg. GJ37	Überg. GJ38	Überg. GJ39	Überg. GJ40	Überg. GJ41	Überg. GJ42	Überg. GJ43
Umsatzerlöse	998	970	968	972	972	1.019	1.074	1.090	1.100	1.097	1.129	1.140	1.159
Wachstum in %	(1,5%)	(2,8%)	(0,2%)	0,4%	(0,1%)	4,9%	5,3%	1,6%	0,9%	(0,3%)	2,9%	1,0%	1,7%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(357)	(359)	(364)	(369)	(374)	(381)	(387)	(392)	(397)	(399)	(406)	(413)	(417)
EBITDA	641	611	605	603	598	639	687	698	703	697	722	727	742
in % der Umsatzerlöse	64,2%	63,0%	62,4%	62,0%	61,5%	62,7%	63,9%	64,0%	63,9%	63,6%	64,0%	63,8%	64,0%
Abschreibungen	(266)	(246)	(239)	(230)	(225)	(220)	(216)	(214)	(212)	(210)	(207)	(205)	(206)
EBIT	375	365	366	373	373	419	471	484	492	488	515	523	537
in % der Umsatzerlöse	37,6%	37,6%	37,8%	38,3%	38,4%	41,1%	43,8%	44,4%	44,7%	44,5%	45,7%	45,9%	46,3%
Finanzergebnis	(188)	(181)	(174)	(167)	(161)	(149)	(143)	(138)	(132)	(127)	(123)	(120)	(118)
EBT	187	184	192	205	212	270	327	347	360	361	392	402	419
Ertragsteuern	(55)	(53)	(57)	(58)	(59)	(70)	(87)	(94)	(100)	(104)	(114)	(118)	(123)
Konzernergebnis	132	130	135	147	154	200	240	253	259	257	278	285	296
davon: Encavis-Aktionäre	115	113	117	128	134	171	202	212	218	216	232	237	246
davon: Minderheitenanteil	17	18	18	19	20	29	38	41	42	41	46	48	50

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Encavis-Konzern – GuV, Übergangsphase (2/3)

EUR Mio.	Überg. GJ44	Überg. GJ45	Überg. GJ46	Überg. GJ47	Überg. GJ48	Überg. GJ49	Überg. GJ50	Überg. GJ51	Überg. GJ52	Überg. GJ53	Überg. GJ54	Überg. GJ55	Überg. GJ56
Umsatzerlöse	1.164	1.179	1.203	1.243	1.256	1.278	1.313	1.345	1.356	1.379	1.400	1.402	1.465
Wachstum in %	0,4%	1,3%	2,0%	3,3%	1,1%	1,7%	2,8%	2,4%	0,9%	1,6%	1,5%	0,1%	4,5%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(421)	(427)	(433)	(440)	(445)	(452)	(454)	(465)	(471)	(477)	(483)	(487)	(506)
EBITDA	743	752	770	802	811	826	859	880	885	902	917	915	959
in % der Umsatzerlöse	63,8%	63,8%	64,0%	64,6%	64,6%	64,6%	65,4%	65,4%	65,3%	65,4%	65,5%	65,2%	65,4%
Abschreibungen	(203)	(205)	(203)	(201)	(203)	(207)	(236)	(239)	(244)	(248)	(252)	(255)	(266)
EBIT	540	547	567	602	608	619	623	640	642	654	665	660	693
in % der Umsatzerlöse	46,4%	46,4%	47,1%	48,4%	48,4%	48,4%	47,4%	47,6%	47,3%	47,5%	47,5%	47,1%	47,3%
Finanzergebnis	(112)	(114)	(117)	(122)	(123)	(123)	(149)	(145)	(144)	(144)	(144)	(145)	(227)
EBT	427	433	450	480	485	496	474	495	497	511	521	515	465
Ertragsteuern	(128)	(133)	(138)	(147)	(149)	(153)	(153)	(160)	(163)	(170)	(174)	(172)	(144)
Konzernergebnis	299	307	312	333	336	343	321	335	335	341	347	343	322
davon: Encavis-Aktionäre	248	247	255	271	271	276	242	251	250	254	257	251	226
davon: Minderheitenanteil	51	53	57	62	64	67	80	83	84	87	90	92	96

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Encavis-Konzern – GuV, Übergangsphase (3/3)

EUR Mio.	Überg. GJ57	Überg. GJ58	Überg. GJ59	Überg. GJ60	Überg. GJ61	Überg. GJ62	Überg. GJ63	Überg. GJ64	Überg. GJ65	Überg. GJ66	Trans GJ67	TV GJ68
Umsatzerlöse	1.488	1.510	1.535	1.557	1.604	1.622	1.640	1.659	1.679	1.699	1.720	1.737
Wachstum in %	1,5%	1,5%	1,7%	1,4%	3,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(512)	(517)	(524)	(530)	(537)	(542)	(548)	(555)	(561)	(568)	(574)	(580)
EBITDA	976	993	1.011	1.027	1.067	1.079	1.091	1.104	1.118	1.131	1.146	1.157
in % der Umsatzerlöse	65,6%	65,8%	65,9%	66,0%	66,5%	66,5%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%
Abschreibungen	(277)	(288)	(299)	(309)	(390)	(377)	(374)	(387)	(400)	(407)	(411)	(415)
EBIT	699	704	713	718	677	702	718	718	718	725	735	742
in % der Umsatzerlöse	47,0%	46,6%	46,4%	46,1%	42,2%	43,3%	43,8%	43,3%	42,8%	42,6%	42,7%	42,7%
Finanzergebnis	(257)	(257)	(244)	(236)	(299)	(287)	(280)	(280)	(280)	(280)	(281)	(283)
EBT	442	448	469	482	378	415	438	438	438	445	454	459
Ertragsteuern	(133)	(135)	(142)	(147)	(98)	(110)	(118)	(118)	(118)	(120)	(119)	(120)
Konzernergebnis	308	313	326	335	280	305	320	320	320	325	335	338
davon: Encavis-Aktionäre	219	222	231	237	203	220	230	230	231	234	241	243
davon: Minderheitenanteil	90	91	95	98	77	85	90	90	90	91	94	95

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Übergangsphase: Nettoeinnahmen

Encavis-Konzern – Nettoeinnahmen, Übergangsphase (1/3)

EUR Mio.	Überg. GJ31	Überg. GJ32	Überg. GJ33	Überg. GJ34	Überg. GJ35	Überg. GJ36	Überg. GJ37	Überg. GJ38	Überg. GJ39	Überg. GJ40	Überg. GJ41	Überg. GJ42	Überg. GJ43
Konzernerg. (Encavis-Akt.)	115	113	117	128	134	171	202	212	218	216	232	237	246
Ausschüttung Konzernergebnis	57	56	59	64	67	85	101	106	109	108	116	118	123
Wertbeitrag aus Thesaurierung	57	56	59	64	67	85	95	96	90	68	94	107	123
Ausschüttung Rücklagen	79	62	69	14	21	3	-	-	-	-	-	-	108
(Wachstums-)Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	6	10	19	40	22	12	-
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>50%</i>												
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(15)	(15)	(15)	(17)	(18)	(23)	(27)	(28)	(29)	(28)	(31)	(31)	(32)
Pers. Ertragsteuer WBaT	(8)	(7)	(8)	(8)	(9)	(11)	(13)	(13)	(12)	(9)	(12)	(14)	(16)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	(21)	(16)	(18)	(4)	(6)	(1)	-	-	-	-	-	-	(28)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoeinnahmen	150	136	144	113	123	140	157	162	158	139	167	180	276

Quelle: A&M Analyse.

Encavis-Konzern – Nettoeinnahmen, Übergangsphase (2/3)

EUR Mio.	Überg. GJ44	Überg. GJ45	Überg. GJ46	Überg. GJ47	Überg. GJ48	Überg. GJ49	Überg. GJ50	Überg. GJ51	Überg. GJ52	Überg. GJ53	Überg. GJ54	Überg. GJ55	Überg. GJ56
Konzernerg. (Encavis-Akt.)	248	247	255	271	271	276	242	251	250	254	257	251	226
Ausschüttung Konzernergebnis	124	123	127	136	136	-	121	126	125	127	129	-	-
Wertbeitrag aus Thesaurierung	124	123	117	136	136	-	121	126	125	127	129	-	-
Ausschüttung Rücklagen	60	32	-	39	46	-	37	73	88	94	94	-	-
(Wachstums-)Thesaurierung	-	-	10	-	-	276	-	-	-	-	-	251	226
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>- %</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>- %</i>	<i>- %</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(33)	(33)	(34)	(36)	(36)	-	(32)	(33)	(33)	(33)	(34)	-	-
Pers. Ertragsteuer WBaT	(16)	(16)	(15)	(18)	(18)	-	(16)	(17)	(17)	(17)	(17)	-	-
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	(16)	(8)	-	(10)	(12)	-	(10)	(19)	(23)	(25)	(25)	-	-
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoeinnahmen	244	221	196	246	251	-	221	256	266	273	276	-	-

Quelle: A&M Analyse.

Encavis-Konzern – Nettoeinnahmen, Übergangsphase (3/3)

EUR Mio.	Überg. GJ57	Überg. GJ58	Überg. GJ59	Überg. GJ60	Überg. GJ61	Überg. GJ62	Überg. GJ63	Überg. GJ64	Überg. GJ65	Überg. GJ66	Trans GJ67	TV GJ68
Konzernerg. (Encavis-Akt.)	219	222	231	237	203	220	230	230	231	234	241	243
Ausschüttung Konzernergebnis	0	-	78	0	-	107	115	115	115	117	120	122
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	115	115	115	117	120	120
Ausschüttung Rücklagen	-	-	-	-	-	-	7	7	7	3	13	-
(Wachstums-)Thesaurierung	219	222	153	237	203	113	-	-	-	-	-	2
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>0%</i>	<i>- %</i>	<i>34%</i>	<i>0%</i>	<i>- %</i>	<i>49%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(0)	-	(21)	(0)	-	(28)	(30)	(30)	(30)	(31)	(32)	(32)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	-	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)	(16)	(16)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	-	-	-	-	-	-	(2)	(2)	(2)	(1)	(4)	-
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5)
Nettoeinnahmen	0	-	57	0	-	79	190	190	190	190	203	188

Quelle: A&M Analyse.

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-003:
Peer Group – Unternehmensprofile**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Peer 1: Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.

Unternehmensprofil: Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.								
Unternehmensbeschreibung			Schlüsselinformationen					
<p>Corporación Acciona Energías Renovables, S.A. ist in der Entwicklung, dem Bau, dem Betrieb sowie der Wartung von Anlagen im Bereich der erneuerbaren Energien in Spanien und international tätig. Das Unternehmen betreibt Onshore-Windkraft-, Photovoltaik-, Solarthermie-, Biomasse-, Hydraulik- und Energiespeicheranlagen im Bereich der erneuerbaren Energien. Das Unternehmen wurde 2008 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Madrid, Spanien.</p>			<p>Hauptsitz: Spanien Branche: Erneuerbare Energien Geographien*: Spanien (62%), Europa (exkl. Spanien) (10%), Mexiko (8%), Chile (8%), USA (5%) Segmente*: Stromerzeugung aus Wind/Solar (49%), Stromerzeugung aus sonstigen Energieformen (8%), Sonstige (43%)</p>					
Finanzübersicht								
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	3.547	3.048	3.048	2.909	3.015	3.048	(9,4%)	2,4%
% Wachstum	(18,5%)	(14,1%)	(14,1%)	(4,6%)	3,7%	1,1%		
Rohrertrag	1.781	1.932	1.932	1.451	1.523	1.579	(9,7%)	4,3%
% Marge	50,2%	63,4%	63,4%	49,9%	50,5%	51,8%		
EBITDA, angepasst**	1.148	1.005	1.005	1.376	1.107	1.125	9,5%	(9,6%)
% Marge	32,4%	33,0%	33,0%	47,3%	36,7%	36,9%		
EBIT, angepasst	916	699	699	1.117	669	643	10,5%	(24,2%)
% Marge	25,8%	22,9%	22,9%	38,4%	22,2%	21,1%		
Jahresüberschuss, ang.	524	357	357	685	329	319	14,4%	(31,8%)
% Marge	14,8%	11,7%	11,7%	23,6%	10,9%	10,5%		
Operativer Cashflow	364	681	681	803	857	914	48,5%	6,7%
Capex	(2.218)	(1.224)	(1.224)	(1.296)	(998)	(970)	(23,6%)	(13,5%)
OCF – Capex	(1.854)	(543)	(543)	(494)	(141)	(55)	N/M	- %
Börsenmultiplikatoren								
EV/Umsatzerlöse		3,2x	3,2x	3,4x	3,3x	3,2x		
EV/EBITDA		9,8x	9,8x	7,2x	8,9x	8,8x		
EV/EBIT		14,1x	14,1x	8,8x	14,7x	15,3x		
P/E		15,2x	15,2x	7,9x	16,5x	17,1x		

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Ausw ahl: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 2: EDP Renováveis, S.A.

Unternehmensprofil: EDP Renováveis, S.A.								
Unternehmensbeschreibung			Schlüsselinformationen					
<p>EDP Renováveis, S.A. plant, baut, betreibt und wartet Anlagen aus Erneuerbaren Energien. Zum 31. Dezember 2024 verfügte es über eine installierte Leistung in Wind- und Solarparks von 8,3 GW in Europa, 9,0 GW in Nordamerika, 1,7 GW in Südamerika und 1,0 GW in Asien-Pazifik. Das Unternehmen wurde im Jahr 2007 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Madrid, Spanien.</p>			<p>Hauptsitz: Spanien Branche: Erneuerbare Energien Geographien*: Europa (50%), Nordamerika (40%), Asien-Pazifik (7%), Südamerika (3%), Andere (1%) Segmente*: Entwicklung, Wartung und Stromerzeugung aus Wind- und Solaranlagen (100%)</p>					
Finanzübersicht								
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	2.239,0	2.319,8	2.319,8	2.618,4	2.774,1	2.861,3	8,1%	4,5%
% Wachstum	(5,6%)	3,6%	3,6%	12,9%	5,9%	3,1%		
Rohrertrag	1.764,0	1.830,0	1.830,0	1.958,6	2.119,4	N/A	5,4%	N/A
% Marge	78,8%	78,9%	78,9%	74,8%	76,4%	N/A		
EBITDA, angepasst**	1.778,5	1.615,1	1.615,1	1.843,4	2.011,1	2.069,0	1,8%	5,9%
% Marge	79,4%	69,6%	69,6%	70,4%	72,5%	72,3%		
EBIT, angepasst	875,0	(9,2)	(9,2)	993,8	1.187,7	1.217,5	6,6%	10,7%
% Marge	39,1%	(0,4%)	(0,4%)	38,0%	42,8%	42,6%		
Jahresüberschuss, ang.	513,0	221,0	221,0	355,0	497,4	550,0	(16,8%)	24,5%
% Marge	22,9%	9,5%	9,5%	13,6%	17,9%	19,2%		
Operativer Cashflow	844,6	673,7	673,7	1.205,2	1.379,0	1.440,4	19,5%	9,3%
Capex	(4.556,0)	(4.672,2)	(4.672,2)	(2.108,7)	(2.226,9)	(2.046,5)	(32,0%)	(1,5%)
OCF – Capex	(3.711,4)	(3.998,5)	(3.998,5)	(903,5)	(847,9)	(606,2)	N/M	- %
Börsenmultiplikatoren								
EV/Umsatzerlöse		7,3x	7,3x	6,4x	6,1x	5,9x		
EV/EBITDA		10,4x	10,4x	9,1x	8,4x	8,1x		
EV/EBIT		N/M	N/M	17,0x	14,2x	13,8x		
P/E		36,4x	36,4x	22,7x	16,2x	14,6x		

Quellen: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Ausw ahl: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 7: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.

Unternehmensprofil: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.

Unternehmensbeschreibung

Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A. ist in der Entwicklung, den Bau und den Betrieb von Solaranlagen tätig. Zum 31. Dezember 2024 weist das Unternehmen eine installierte Erzeugungskapazität von 1,7 GW aus. Das Unternehmen wurde im Jahr 2002 gegründet und hat seinen Sitz in Madrid, Spanien.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Spanien
Branche: Erneuerbare Energien
Geographien*: Spanien (88%), Italien (9%), Uruguay (2%), Portugal und Griechenland (2%)
Segmente*: Entwicklung und Stromerzeugung aus Solarkraft (100%)

Finanzübersicht

EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	230,0	210,4	210,4	243,8	316,7	347,3	2,9%	19,4%
% Wachstum	37,4%	(8,5%)	(8,5%)	15,8%	29,9%	9,7%		
Rohrertrag	N/A	223,0	N/A	243,8	316,7	N/A	N/A	N/A
% Marge	N/A	106,0%	N/A	100,0%	100,0%	N/A		
EBITDA, angepasst**	188,2	190,6	190,6	192,6	249,9	272,3	1,1%	18,9%
% Marge	81,8%	90,6%	90,6%	79,0%	78,9%	78,4%		
EBIT, angepasst	168,4	157,6	157,6	157,1	204,2	221,5	(3,4%)	18,8%
% Marge	73,2%	74,9%	74,9%	64,4%	64,5%	63,8%		
Jahresüberschuss, ang.	107,5	88,6	88,6	73,5	112,1	110,3	(17,3%)	22,5%
% Marge	46,7%	42,1%	42,1%	30,1%	35,4%	31,7%		
Operativer Cashflow	98,1	115,3	115,3	148,3	191,9	214,6	22,9%	20,3%
Capex	(328,6)	(187,4)	(187,4)	(304,1)	(375,5)	(272,7)	(3,8%)	(5,3%)
OCF – Capex	(230,5)	(72,1)	(72,1)	(155,9)	(183,6)	(58,1)	N/M	- %

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	8,6x	8,6x	7,4x	5,7x	5,2x
EV/EBITDA	9,5x	9,5x	9,4x	7,3x	6,7x
EV/EBIT	11,5x	11,5x	11,6x	8,9x	8,2x
P/E	9,2x	9,2x	11,1x	7,3x	7,4x

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(* Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (** Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 8: The Renewables Infrastructure Group Limited

Unternehmensprofil: The Renewables Infrastructure Group Limited

Unternehmensbeschreibung

The Renewables Infrastructure Group Limited (TRIG) ist ein auf Wind- und Solaranlagen spezialisierter Fonds (YieldCo). TRIG fokussiert sich auf die Akquisition und den Betrieb von betriebsbereiten sowie kurz vor der Inbetriebnahme befindlichen Wind- und Solarparks im Vereinigten Königreich, Deutschland, Spanien, und Schweden. Zum 31. Dezember 2024 umfasste die Erzeugungskapazität rund 2,7 GW. TRIG wurde im Jahr 2013 gegründet und hat seinen Sitz in Guernsey.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Guernsey
Branche: Erneuerbare Energien
Geographien*: Vereinigtes Königreich (64%), Europa (ex. Vereinigtes Königreich) (39%)
Segmente*: Stromerzeugung aus Windkraft (80%), Stromerzeugung aus Solarkraft (14%), Batteriespeichersysteme (6%)

Finanzübersicht

EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	N/A							
% Wachstum	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Rohrertrag	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
EBITDA, angepasst**	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
EBIT, angepasst	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Jahresüberschuss, ang.	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Operativer Cashflow	N/A							
Capex	N/A							
OCF – Capex	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/M	N/A

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Quellen: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(* Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (** Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 9: Voltalia SA

Unternehmensprofil: Voltalia SA

Unternehmensbeschreibung

Voltalia SA ist in der Entwicklung, dem Bau und den Betrieb von Wind- und Solarkraftwerken in Europa, Lateinamerika und Afrika tätig. Weiterhin bietet das Unternehmen Betriebs- und Wartungsdienstleistungen für Wind- und Solaranlagen an. Zum 31. Dezember 2024 weist die ERG S.p.A. eine installierte Erzeugungskapazität von 2,5 GW aus. Das Unternehmen wurde im Jahr 2005 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paris, Frankreich.

Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)

Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	1.007,3
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	1.730,8
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	513,2
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter**	-
(-) Liquide Mittel	(374,5)
Nettofinanzverbindlichkeiten	1.869,5
Gesamtunternehmenswert (WACC)	2.876,8
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	105,9
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	(17,5)
(-) Steuerliche Verlustvorträge	(116,7)
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-
Anpassungen	(28,4)
Gesamtunternehmenswert (angepasst)	2.848,5
Marktkapitalisierung (angepasst)	890,6
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung	186%

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Frankreich
Branche: Erneuerbare Energien
Geographien:* Europa (36%), Lateinamerika (64%), Afrika (4%)
Segmente:* Stromerzeugung aus Wind- und Solarkraft (66%), O&M (34%)

Finanzübersicht

EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24E	Jun24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	495,0	547,0	547,0	595,0	683,2	743,5	9,6%	11,8%
% Wachstum	5,5%	10,5%	10,5%	8,8%	14,8%	8,8%		
Rohertrag	424,0	490,0	490,0	515,2	583,5	N/A	10,2%	N/A
% Marge	85,7%	89,6%	89,6%	86,6%	85,4%	N/A		
EBITDA, angepasst**	222,9	195,1	195,1	217,0	281,7	329,4	(1,3%)	23,2%
% Marge	45,0%	35,7%	35,7%	36,5%	41,2%	44,3%		
EBIT, angepasst	119,0	90,0	90,0	114,3	163,1	207,5	(2,0%)	34,7%
% Marge	24,0%	16,5%	16,5%	19,2%	23,9%	27,9%		
Jahresüberschuss, ang.	30,0	(20,9)	(20,9)	6,8	22,5	27,0	(52,4%)	99,3%
% Marge	6,1%	(3,8%)	(3,8%)	1,1%	3,3%	3,6%		
Operativer Cashflow	115,5	179,0	179,0	159,4	200,7	212,2	17,5%	15,4%
Capex	(576,5)	(376,0)	(376,0)	(637,5)	(485,2)	(340,0)	5,2%	(27,0%)
OCF – Capex	(461,0)	(197,0)	(197,0)	(478,2)	(284,5)	(127,8)	N/M	- %

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	5,2x	5,2x	4,8x	4,2x	3,8x
EV/EBITDA	14,6x	14,6x	13,1x	10,1x	8,6x
EV/EBIT	31,6x	31,6x	24,9x	17,5x	13,7x
P/E	NM	NM	131,0x	39,5x	33,0x

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Auswah! Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-004:
Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Transaktion 1: Abu Dhabi Future Energy Company PJSC - Masdar erwirbt Anteile der TERNA ENERGY Industrial Commercial Technical Societe Anonyme

Am 28. November 2024 erwarb die Abu Dhabi Future Energy Company PJSC – Masdar einen Anteil von 70,0 % an der TERNA ENERGY Industrial Commercial Technical Societe Anonyme (bekanntgegeben am 20. Juni 2024). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 1.644 Mio. TERNA ENERGY ist in der Entwicklung, dem Bau sowie den Betrieb von Anlagen im Bereich der erneuerbaren Energien tätig. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies TERNA ENERGY eine installierte Erzeugungskapazität von rd. 1.204 MW aus.

Transaktion 2: Brookfield Corporation erwirbt Anteile der Neoen S.A.

Am 20. Juni 2024 erwarb die Brookfield Corporation einen Anteil von 53,32 % an der Neoen S.A. (bekanntgegeben am 30. Mai 2024). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 3.234 Mio. Neoen S.A. ist in der Entwicklung und dem Betrieb von Wind- und Solaranlagen tätig und wies zum Zeitpunkt der Transaktion eine Erzeugungskapazität von rd. 6.560 MW aus. Darüber hinaus verfügt Neoen S.A. über eine Projektpipeline von 20 GW in fortgeschrittenen Entwicklungsstadien. Zusätzlich dazu betreibt Neoen S.A. Batterieenergiespeicher mit einer Kapazität von insgesamt rd. 2.330 MW.

Transaktion 3: Antin Infrastructure Partners SAS erwirbt Opdenenergy Holding S.A.

Am 21. März 2024 erwarb Antin Infrastructure Partners SAS einen Anteil von 100,0 % an Opdenenergy Holding S.A. (bekanntgegeben am 12. Juni 2023). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 865 Mio. Opdenenergy Holding S.A. ist in der Entwicklung, dem Bau und dem Betrieb von Wind- und Solarparks tätig. Weiterhin bietet Opdenenergy O&M-Dienstleistungen an. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Opdenenergy Holding S.A. eine installierte Erzeugungskapazität von 904 MW aus.

Transaktion 4: EQT AB erwirbt Anteile der Tion Renewables AG

Am 31. Dezember 2023 erwarb EQT Active Core Infrastructure einen Anteil von 71,7% an der Tion Renewables AG (bekanntgegeben am 24. März 2023). Der Kaufpreis betrug rund EUR 110 Mio. Tion Renewables AG ist im Erwerb und Betrieb von Wind- und Solarparks tätig und betreibt Batteriespeichersysteme. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Tion Renewables AG eine Erzeugungskapazität von 167 MW aus.

Transaktion 5: Orrön Energy Holding AB erwirbt Slitevind AB

Am 05. September 2022 erwarb Orrön Energy Holding AB einen Anteil von 100,0 % an Slitevind AB (bekanntgegeben am 01. August 2022). Der Kaufpreis betrug rund SEK 809 Mio. Slitevind AB ist ein Entwickler und Betreiber von Onshore-Windkraftanlagen und bietet Asset Management-Dienstleistungen für Windparks an. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Slitevind AB eine jährliche Stromproduktion von 435 GWh aus.

Transaktion 6: J.P. Morgan (Infrastructure Investments Fund) erwirbt Anteile der Falck Renewables

Am 24. Februar 2022 erwarb J.P. Morgan durch ihren Infrastructure Investments Fund einen Anteil von 60,0% an Falck Renewables S.p.A. (bekanntgegeben am 20. Oktober 2021). Der Kaufbetrag betrug rund EUR 1.500 Mio. Falck Renewables S.p.A. (am 08. November 2022 in Renantis S.p.A. umfirmiert) ist in der Entwicklung, der Errichtung und dem Betrieb von Anlagen aus erneuerbaren Energien tätig. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Falck Renewables S.p.A. eine installierte Erzeugungskapazität von 1.320 MW aus. Darüber bietet Falck Renewables S.p.A. Asset Management- sowie O&M-Dienstleistungen an. Falck Renewables S.p.A. verwaltete zum Zeitpunkt der Transaktion im Bereich des Asset Managements rund 3.800 MW an installierter Erzeugungskapazität durch die Tochtergesellschaft Vector Renewables.

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage	Beschreibung
A&M-001	Allgemeine Geschäftsbedingungen (<i>Standard Terms of Business for Valuation Services</i>)

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anlage A&M-001:
Allgemeine Geschäftsbedingungen (Standard Terms of Business for Valuation Services)**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

STANDARD TERMS OF BUSINESS FOR VALUATION SERVICES; May 2020

These Standard Terms of Business (including any relevant Supplements) form part of the Contract which will apply to the Services we provide to you pursuant to the Engagement Letter.

1.	Defined Terms	1.9	“Contractor” means any third party entity or individual engaged by A&M (or by any other Alvarez & Marsal Entity), including sub-contractors and agents, whether in respect of the Services or more generally to support the administration and management of Alvarez & Marsal Entities and/or their businesses.
1.1.1	“Alvarez & Marsal Entities” means A&M and any other entity carrying on business under all or any part of the Alvarez & Marsal name, or which is otherwise within (or associated or connected with an entity within) the Alvarez & Marsal network of firms worldwide (to exclude Alvarez & Marsal Capital, LLC and subsidiaries).	1.10	“Damage” means the aggregate of all losses, costs, expenses, liabilities or damages (including interest thereon, if any) suffered or incurred, directly or indirectly, by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.
1.1.2	“A&M”, “we” or “us” (or derivatives) means Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, a limited liability company incorporated in Munich, Germany (number HRB 202 025) and whose registered office is at Sonnenstraße 20, 80331 Munich.	1.11	“Data Controller”, “Data Processor”, and “Data Subject” each have the same meanings in this Contract as in the GDPR, as amended from time to time.
1.2	“Addressees” or “you” (or derivatives) means the Client, together with any Beneficiary.	1.12	“Data Protection Laws” means the Regulation (EU) 2016/679 of the European Parliament of the Council of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data (the General Data Protection Regulation; the “GDPR”) and such national legislation implementing the GDPR.
1.3	“Affiliates” means an entity controlling, controlled by or under common control with the first named entity.	1.13	“Each of us”, “Either of us” or any similar expressions refer to A&M, the Client and any other Addressee.
1.4	“Assurance”, “Audit”, “Compilation”, “Examination”, “Opinion”, “Review” each have the meanings given to them in the professional standards issued by German Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), the International Auditing and Assurance Standards Board or any similar body.	1.14	“Engagement Letter” means the letter sent to you (with these Standard Terms of Business and any Supplements), setting out details of the Services and the terms of the Contract between us.
1.5	“Beneficiary” or “Beneficiaries” means the persons (a) whom we and the Client have agreed may have the benefit of and rely on the Services and/or the Report and (b) to whom we have assumed a duty of care in respect of the Services and/or the Report and who have accepted the terms of the Contract under written arrangements with A&M.	1.15	“Management” means the managers of any entity or business that supplies information to A&M in connection with the Services, as the context requires.
1.6	The “Client” means the original addressees of the Engagement Letter.	1.16	“Personal Data” has the meaning given to it in the GDPR, as amended from time to time.
1.7	“Confidential Information” means information or documents which we receive or produce for the purposes of providing the Services and which are marked confidential or are manifestly confidential but does not include any information which:	1.17	“Personnel” means each of those individuals who is a member, partner, managing director, director or employee of any Alvarez & Marsal Entity or who is a Contractor or a member, partner, managing director, director or employee of a Contractor. This definition covers Personnel of any Alvarez & Marsal Entity whether they are employed by that Alvarez & Marsal Entity directly or through a service company or similar entity.
	(a) is received from a third party who owes no obligation of confidence in respect of the information; or	1.18	“Report” means any oral comments and draft or final documents (including presentations and correspondence), whether in hard copy or electronic form, provided to you in connection with the Services. “Report” includes reference to any part of any Report.
	(b) is or becomes generally available to the public other than as a result of a breach of an obligation under clause 6.1; or	1.19	The “Services” are those services to be provided under the terms of this Contract as described in the Engagement Letter. The Services also include any changes agreed under clause 8.2 below to the scope of our work.
	(c) is known to A&M prior to starting to provide the Services.		
1.8	The “Contract” means the Engagement Letter and its schedules (including these Standard Terms of Business and any Supplements), in each case, as amended by us, from time to time, in accordance with the terms of the Contract.		

2. The Services	2.8.2	Our work will not constitute an Examination or Compilation engagement and we will not prepare projections. Where we comment on bases and assumptions underlying the projections, our Report may include tables aggregating quantified vulnerabilities, upsides and/or sensitivities in order to illustrate effects of possible alternative assumptions. Those tables should not be regarded as a restatement of Management's projections, or preparation of revised projections.
2.1 We will provide the Services with reasonable skill and care.		
2.2 The Services will cover the areas agreed with the Client in the Engagement Letter. The Services will not include an Audit conducted in accordance with generally accepted auditing standards, an Examination of internal controls, or other Review or Assurance services. Accordingly, we will not express an Opinion or any other form of Assurance on the financial statements of the Client or any other financial information (including projections), or operating or internal controls of the Client. Except to the extent expressly agreed to the contrary, where we comment on the use of internet technologies in key business processes, we will do so as providers of due diligence rather than as information technology specialists.	2.8.3	If projections presented to A&M for comment are of such a poor standard that suggesting adjustments in our Report would amount to preparation or re-preparation of projections, we will instead discuss with you whether revised projections will be prepared for A&M to consider.
2.3 You shall provide (or cause others to provide) to us promptly the information and assistance that we reasonably require to perform the Services. You confirm that the provision of information to us will not infringe any copyright or any other third party rights.	2.8.4	You acknowledge that when considering information presented in our Report, including (where applicable) likely future profitability and cash flows, it is your responsibility to consider our comments and make your own decision based on the information available to you.
2.4 Except to the extent otherwise stated in our Report, our work will be carried out on the basis that any information supplied (whether or not in writing and by Management or otherwise) to A&M and on which our work is based is accurate and not misleading and we will not verify it, perform audit procedures that would enable A&M to express an audit opinion on information included in our Report or check it in any other way.	2.8.5	Since events and circumstances frequently do not occur as expected, there will usually be differences between predicted and actual results and those differences may be material. We assume no responsibility for the achievement of predicted results. It is understood and agreed that A&M's work may include advice and recommendations, but all decisions in connection with the implementation of such advice and recommendations shall be the responsibility of, and made by, the Client. Further, A&M assumes no responsibility for the selection, approval, or implementation of any actions which it assists the Client in formulating.
2.5 There is no assurance that all matters of significance to you will be disclosed by our work. It is your responsibility to determine whether the areas we are to cover and the extent of verification or other checking included in the Services are adequate for your purposes and we make no representations, warranties or other statements in this regard.	2.9	Except as provided in this clause 2.9, the Services do not include the provision of legal advice or legal due diligence services and we make no representations, warranties or other statements concerning questions of legal interpretation.
2.6 We are entitled to assume that any instructions, notices or requests (whether in writing or not and however communicated to us) have been properly authorised by you if they are given or purported to be given by an individual or person who is or purports to be and is reasonably believed by A&M to be a director or employee of your authorised agent. A&M shall be entitled to rely on all decisions and approvals of the Client.	2.10	You acknowledge that you do not require A&M to do any of the following: make investment decisions; provide investment advice (which includes such services as recommending whether any transaction should proceed and advising on the price); determine levels of finance; act or negotiate on your behalf, or act as management. These matters are your responsibility.
2.7 Where a timetable is agreed for the provision of the Services, each of us will use reasonable efforts to carry out our respective obligations in accordance with the timetable. However, unless both of us specifically agree otherwise in writing, dates contained in the timetable are intended for planning and project management purposes only and are not contractually binding.	3. Costs and Fees	
2.8.1 This clause 2.8 applies where the Services include consideration of any financial information about the future (projections).	3.1	The Client agrees to pay for the Services and for any reasonable out-of-pocket expenses. Our fees are exclusive of taxes or similar charges, as well as customs, duties or tariffs imposed in respect of the Services, all of which you shall pay.
	3.2	Our invoices are payable on receipt or at such other time as may be specified in the Engagement Letter. We may claim appropriate advances for remuneration and reimbursement of outlays and make rendering of our Services dependent upon complete satisfaction of our claims.
	3.3	Any fee estimates we give are not contractually binding and will be subject to any stated caveats

- and assumptions and to any factors outside our control.
- 3.4 Our fees will reflect such factors as complexity, specialist input (including the use of techniques, expertise, and know-how developed within any Alvarez & Marsal Entity) and time spent, and will take into account urgency and inherent risks.
- 3.5 If we are required by applicable law, legal process or government action to provide information or personnel as witnesses with respect to the Services or this Engagement Letter, you shall reimburse us for any professional time and expenses (including reasonable external legal costs) incurred to respond to the request, unless we are party to the proceedings or the subject of the investigation or unless we do get fully reimbursed by public authorities.
- 3.6. We reserve the right to defer or postpone providing additional services or to cease work on any matter for which we have not received any requested payment within the agreed payment terms. We reserve the right to charge interest at the rate of five percent (5%) per annum on a daily basis over the Basiszinssatz published by the Deutsche Zentralbank on all sums not paid within 30 days of presentation of our invoice, calculated and compounded monthly (based on a three hundred sixty (360) day year of twelve (12) thirty (30) day months), but not to exceed the maximum rate permitted by law ("Prime Rate"), and you agree to pay such interest if applicable. You agree that our fees are exclusive of any withholding tax or other taxes and that, to the extent that any such taxes are applicable, you and not A&M shall be liable for payment. All payments due to A&M shall be made without withholding or deduction on account of any taxes whatsoever.
- 4. Our Report**
- 4.1 You agree not to use our Report for any purpose other than for the purposes of the Services.
- 4.2 In providing the Services to you we may provide oral comments, drafts of the written Report, presentations, letters, schedules or hard or soft copies of computer models. As these represent work in progress and/or are not our final findings, we do not assume any duty of care or responsibilities, whether in contract, tort, statute or otherwise to you or anyone else in respect of any of them. The final results of our work will be contained in our final Report. There may be events, developments or changes in circumstances subsequent to the date of our Report which may affect the continuing validity of the Report, and you agree that we have no obligation to update the Report or to notify you of any such matter of which we or any Alvarez & Marsal Entities have become or may become aware.
- 4.3 You agree that, save as provided in clause 4.5 or otherwise in this Contract, you will not pass our Report or any other deliverables of the Services to any third party by any means without our prior written consent. We may, at our discretion, withhold consent or give our consent subject to certain conditions, for example receiving a letter in a form acceptable to A&M signed by the proposed recipient third party seeking access.
- 4.4 We accept no liability or responsibility to any third party who, with or without our consent, gains access to our Report.
- 4.5 You may disclose copies of our Report where you are required to do so by law, legal process or regulation, provided that, where reasonably and legally possible, you notify us of such requirement prior to disclosure. You may also make copies of our Report (in full) available to your directors, officers and employees and your legal and other professional advisers, provided that in each case you take reasonable steps to ensure that they fully understand that:
- (a) we accept no duty of care or responsibility to them in respect of any use they may make of our Report and they may not to bring any claims or actions against us in respect of our Report or the Services;
- (b) our Report is confidential and may not be disclosed to any other person without our prior written consent;
- (c) in respect of Personal Data, they are required to comply with the German Data Protection Act ("Bundesdatenschutzgesetz").
- 4.6 We own the intellectual property rights (including, without limitation, any copyright) in our working papers, our Report and any other product or deliverable of the Services. You may, however, make copies of our Report for use in accordance with the provisions of this Clause 4. We retain all intellectual property rights in any data, software, database, system, technique, methodology, idea, concept, information and know-how we may use in performing the Services, including in any developments of such materials occurring in the performance of the Services.
- 5. Information Technology**
- 5.1 We will each be responsible for protecting our own systems and interests in relation to electronic communications and, subject to clause 7.1, neither you nor A&M or its Personnel will have any liability to each other on any basis, whether in contract, tort (including negligence) or otherwise, in respect of any error, damage, loss, cost or omission arising from or in connection with the electronic communication of information between us, or A&M's use of your network and internet connection.
- 5.2 We do not guarantee that any electronic communication or electronic transmission of information sent during the engagement is secure, virus-free or error-free.

<p>6. Confidentiality</p> <p>6.1.1 We will keep Confidential Information confidential and secure.</p> <p>6.1.2 Notwithstanding clause 6.1.1, we may disclose Confidential Information:</p> <p>(a) to the extent it is or comes into the public domain other than through a breach of this confidentiality provision;</p> <p>(b) to the extent that we believe that disclosure is required by law or professional obligation or other regulation;</p> <p>(c) to other Alvarez & Marsal Entities and/or Contractors on the understanding that we shall take reasonable steps to ensure that recipients are required to safeguard confidentiality; and</p> <p>(d) to our insurers and/or professional advisers (including our legal advisers) provided that Confidential Information remains confidential.</p> <p>6.1.3 Subject to clause 6.1.1 we may cite the performance of the Services to our clients and prospective clients as an indication of our experience.</p> <p>6.2.1 You agree to comply with Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to you by A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.</p> <p>6.2.2 A&M will be a data controller of Personal Data provided to us in conjunction with the Services or otherwise processed in connection with providing the Services. We agree to comply with our obligations under Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.</p> <p>6.2.3 In respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services, you undertake to ensure that processing such data in accordance with the terms of this Contract will not place A&M or any other Alvarez & Marsal Entities in breach of Data Protection Laws.</p> <p>6.2.4 In providing the Services under the Contract, A&M may have access to personal, sensitive or confidential data relating to third parties (including the Target) ("Third Party Confidential Information") and such Third Party Confidential Information may be provided to you or third parties as part of the Report or otherwise in connection with the Services. The processing or transfer of such Third Party Confidential Information may be subject to Data Protection Laws. The Client confirms as follows: (a) you are responsible for the security of Third Party Confidential Information provided to you and will implement and maintain industry-standard or better administrative, technical and physical safeguards with respect to such Third Party Confidential Information; (b) where applicable, you and not A&M shall be</p>	<p>responsible for obtaining all necessary consents for the processing and transfer of Third Party Confidential Information to you or third parties in connection with the Services; (c) you will comply with Data Protection Laws in connection with such Third Party Confidential Information; and (d) processing and transferring Third Party Confidential Information in accordance with the terms of the Contract will not place A&M in breach of any Data Protection Laws.</p> <p>6.2.5 A&M's privacy policy describes why and how we collect and use personal data and provides information about individuals' rights. This is available on A&M's website at: https://www.alvarezandmarsal.com/terms-use.</p> <p>6.2.6 Objection to marketing: at any time, including at the time of entering into this Contract, the Client, its personnel and employees have the right to object to A&M's processing of data about you in order to send you marketing information. To stop receiving an email from an A&M or other Alvarez & Marsal Entity marketing list, please click on the unsubscribe link in the relevant email received from us; or please email us at data.protection.office@alvarezandmarsal.com.</p> <p>6.3 You acknowledge to A&M that it is not the responsibility of A&M to: (i) design, establish and maintain a system of internal accounting controls in compliance with the U.S. Securities Exchange Act of 1934 and applicable Securities and Exchange Commission regulations (collectively, the "SEC Rules"), including "disclosure controls and procedures" and "internal controls and procedures for financial report", as each such term is used and defined under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the interpretive guidance and regulations relating to such Act, and (ii) make such disclosures with respect to this engagement that are required by applicable SEC Rules.</p>
	<p>7. Liability</p> <p>7.1 Our liability for claims of compensatory damages of any kind for an individual case of Damage resulting from negligence is limited to EUR 4 million ("Maximum Liability Amount"). This also applies if liability to any person other than you is established. Any exclusion or restriction of a liability or remedy is only valid to the extent that the liability or remedy (a) does not arise from death or personal injury; (b) may by law be excluded or limited; and (c) does not arise from fraud or dishonesty of the person relying on the exclusion or restriction.</p> <p>7.2 An individual case of Damage also exists in relation to a uniform damage arising from a number of breaches of duty. The individual case of Damage encompasses all consequences from a breach of duty without taking into account whether the Damage incurred in one year or in a number of years. In this case multiple acts or omissions of acts based on a similar source of error or on a source of error of an equivalent nature are deemed to be a uniform breach of duty if the matters in question are legally or economically connected to one another. In this event the claim against us is limited to EUR 5 million.</p>

- 7.3 If legitimate claims falling within our limitation of liability are brought against us by you and/or one or more third parties who are entitled to invoke this Contract, the Maximum Liability Amount will be – in accordance with Section 428 BGB (German Civil Code) – available only once to all – including all future – claimants collectively. Hence, any payment by us to you has a discharging effect towards all claimants. In case the sum of all claims (including future claims) to which these liability provisions apply exceeds the Maximum Liability Amount, the allocation of this Maximum Liability Amount amongst all claimants (including you) is entirely a matter of discussion amongst all the claimants.
- 7.4 A compensatory damages claim may only be lodged within a preclusive deadline of one year of the rightful claimant having become aware of the Damage and of the event giving rise to the claim – at the very latest, however, within 3 years subsequent to the event giving rise to the claim. The claim expires if legal action is not taken within a six months deadline subsequent to the written refusal of acceptance of the indemnity and you were informed of this consequence. The right to assert the bar of the preclusive deadline remains unaffected.
- 7.5 Should, as an exception in an individual case, any person other than you, our Client, have a right to invoke this Contract, the provisions of clauses 7.1. to 7.4 also apply to any such third party. Section 334 BGB (German Civil Code) shall apply.
- 7.6 You may not make a contractual claim or bring proceedings arising from the provision of the Services or otherwise based on this Contract against any Alvarez & Marsal Entity other than A&M, nor against any Personnel. You shall make any contractual claims or bring such proceedings only against us. The limitations in clauses 7.1 to 7.4 and this clause 7.6 are intended to benefit the other Alvarez & Marsal Entities and Personnel, who shall be entitled to enforce them.
- 7.7 Our liability to you for compensatory damage will further be limited to such proportion thereof as is determined to be just and equitable having regard to the extent to which (a) A&M; (b) you, your agents, officers, and employees; and (c) any other person is or was responsible for the occurrence of any such Damage.
- 7.7.1 In assessing our proportionate share of responsibility for such loss, damage, costs and expenses in accordance with clause 7.7 above, it is agreed that no account is to be taken of:
- (a) any exclusion or restriction imposed or agreed between you and any other person in connection with their responsibility or liability to you for Damage for which they are or might otherwise be responsible or liable;
 - (b) whether or not any such other person is or could be made a party to the proceedings in which our liability in accordance with this clause 7.7 is to be determined (and, for the avoidance of any doubt, we shall have no responsibility whatsoever to take any steps to ensure that they are made a party thereto); and
- (c) the ability or otherwise of any such other person to satisfy in whole or in part any liability to you for any such Damage.
- 7.8 We shall not be liable for any indirect, consequential damages or loss (including interest thereon, if any), or for any loss of profits, loss of data or loss of opportunity, suffered or incurred by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.
- 7.9 The Services are not designed to and are not likely to reveal fraud or misrepresentation. Accordingly we cannot accept responsibility for detecting fraud (whether by management or by external parties) or misrepresentation.
- 7.10 We will not be liable to you to the extent that any Damage is due to the provision to us of false, misleading, inaccurate or incomplete information or documentation or due to the acts or omissions of any person other than us or any other Alvarez & Marsal Entities or Personnel for whom we are responsible under the terms of this Contract.
- 8. Termination / alteration / survival**
- 8.1 The Contract may be terminated by either of us giving to the other written notice which will have immediate effect. Where the Contract is terminated by either of us, you will pay A&M's reasonable fees and expenses, taking into account the circumstances of termination and time spent in providing the Services up to the date of termination. Where you terminate the Contract before its completion other than for material breach by us, you will pay any additional costs that we reasonably incur in connection with the early termination.
- 8.2 Alterations to the Services may be requested by either of us and must be agreed between us in writing. Alterations will be subject to reasonable adjustments to the fees and timetable.
- 8.3 The provisions of this Contract which expressly or by implication are intended to survive its termination or expiry will survive and continue to bind both of us.
- 9. Third Parties**
- 9.1 To the fullest extent permitted by law, the Client will reimburse A&M, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and hold each of us harmless in respect of any liabilities, losses, expenses and other costs (including legal fees) any of us may incur in connection with any third party claim (whether in contract, tort (including negligence) or otherwise and including any claim by any of your Affiliates that is not a party to this Contract) arising directly or indirectly out of or in connection with the Services or the Report.

- 9.2.1 The provisions of clauses 7.6 and 9.1 are expressly for the benefit of, respectively, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and clause 11.9 is expressly for the benefit of other Alvarez & Marsal Entities. You agree that, subject to clause 9.2.2, each of those persons has the right to rely on these provisions as if it were a party to this Contract. Each of the Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel which agrees to assist in the provision of the Services does so in reliance on the protections afforded to it by this clause 9, the benefit of which we formally accept on his, her or its behalf.
- 9.2.2 Any rights conferred on third parties by this Contract are subject to the right of you and A&M, by agreement, to rescind or vary any term of this Contract without the consent of any third party.
- 10. Legal Agreements**
- 10.1 Our Services may be conducted alongside your legal advisers, acting separately for you. Where specifically requested by you and agreed by us, we will read and make comments and suggestions on specific clauses of an accounting and/or taxation nature in draft agreements prepared or being reviewed by your legal advisers but we are not qualified to provide legal advice. In particular, given its legal nature, any agreement is likely to reflect matters beyond our competence and, as a result, any comments and suggestions that we provide should not be relied upon as being suitable for incorporation into any agreement without further consideration by your legal advisors.
- 10.2 If you are considering imposing or accepting a contractual term which would commit you to providing or obtaining any report from A&M (for example, in connection with completion accounts or compliance with loan covenants), you agree to consult with A&M first so that we can advise on the scope and wording of any such report and the terms on which we would undertake such work.
- 11. Miscellaneous**
- 11.1 We will provide the Services as an independent contractor and not as your employee, agent, or partner. Neither of us have the right or power to bind the other.
- 11.2 You confirm that you have all requisite power and authority to enter into the Contract.
- 11.3 Neither of the parties may transfer, charge or otherwise seek to deal with our rights or obligations under this Contract without the prior written consent of the other party, except that we may each transfer our respective rights and obligations under this Contract to any partnership or legal entity authorised to take over all or part of our business. This Contract is binding on each party hereto and on each of its permitted successors, assigns and legal representatives.
- 11.4 Neither of the parties will be liable to the other for any failure to fulfil obligations caused by circumstances outside our reasonable control.
- 11.5 In the event of any conflict between the Engagement Letter and these Standard Terms of Business or any other document which forms part of the Contract, the Standard Terms of Business will take precedence, except to the extent amended in the Engagement Letter by specific reference to the relevant clause of these Standard Terms of Business. In the event and only to the extent of any conflict between the Engagement Letter and any other document which forms part of the Contract, other than the Standard Terms of Business, the Engagement Letter will take precedence.
- 11.6 Unless stated expressly to the contrary in the Contract, no person who is not a party to the Contract will have the right to enforce any of the terms or provisions of the Contract.
- 11.7 This Contract forms the entire agreement between you and A&M relating to the Services and supersedes all prior agreements, understandings and representations with respect to the Services, including any confidentiality agreements between us. You represent that in agreeing to enter this Contract you have not relied on any other statement or representation made by A&M.
- 11.8 Neither we nor any other Alvarez & Marsal Entity will be prevented or restricted by virtue of our relationship with you under this Contract from providing services to other clients, including clients who may be in competition with you or whose interests may be in conflict with your own, subject to our professional obligations. You understand and agree that the deployment of our industry experts or other specialists is not exclusive and, as a result, we may deploy such Personnel at any time for the benefit of other clients, which may include others in your sector.
- 11.9.1 The Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) for a period of two years subsequent to the date upon which the relevant Engagement Personnel ceases to be involved in or connected with the provision of Services pursuant to or as a consequence of this Contract (the "**Relevant Period**"), that neither it nor its Affiliates will solicit, entice, induce or encourage any Engagement Personnel to leave or seek to leave his or her position with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities for the purposes of being employed or engaged in any capacity by the Client (or any of its Affiliates) and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For these purposes "**Engagement Personnel**" means Personnel who are senior members of the engagement team providing the Services (to include Managing Directors, Senior Directors and Directors) and any other senior Personnel who may assist in respect of or be connected with the Services from time to time.
- 11.9.2 As a separate obligation the Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) during the Relevant Period, that neither it nor its Affiliates will directly or indirectly employ, engage or retain any Engagement Personnel (or seek to

- do any such things) in any capacity, and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For the avoidance of doubt and without limiting the ambit of this clause in any way, it will be a breach of this clause if the Client contracts with a third party, for the provision of the services of the Engagement Personnel or where the services contracted for will in practice be provided wholly or mainly by the Engagement Personnel. Furthermore and for the avoidance of doubt actions contrary to this clause 11.9.2 will remain a breach of this clause regardless of whether or not the Engagement Personnel has ceased to be employed by A&M or any Alvarez & Marsal Entity for any reason at the time the employment engagement or retention is offered to the Engagement Personnel.
- 11.9.3 Without prejudice to the foregoing if, during the Relevant Period, the Client (or any of its Affiliates) extends offers of employment to any Engagement Personnel and should such an offer be accepted, the Client will pay to A&M the following agreed upon amount which is the estimated cost (based on billable hours) to A&M of the loss and replacement of such Engagement Personnel: a fee based upon such Engagement Personnel's hourly rates multiplied by an assumed billing (over a one year period) of 4,000 hours for a Managing Director, 3,000 hours for a Senior Director and 2,000 hours for any other A&M employee. This fee would be payable at the time of the individual's acceptance of employment.
- 11.9.4 Each part of this clause 11.9 constitutes an entirely separate and independent obligation and does not operate to limit any other obligation owed by you, whether that obligation is express or implied by law. If any restriction is held to be invalid or unenforceable by a court of competent jurisdiction, it is intended and understood by the parties that such invalidity or unenforceability will not affect the remaining restrictions.
- 11.10 If any term or terms of the Contract shall be held to be invalid, illegal or unenforceable, such term or terms shall be deemed not to form part of the Contract without prejudice to the enforceability of the remaining terms of the Contract, provided always that if any such deletion substantially affects or alters the commercial basis of the Contract, the parties to the Contract will negotiate in good faith to amend and modify them as may be necessary or desirable in the circumstances.
- 12. Governing Law and Jurisdiction**
- 12.1 This Agreement, and any non-contractual obligations arising out of this Agreement or the Services, shall be governed by, and construed in accordance with, the laws of Germany.
- 12.2 Any controversy or claim arising out of or relating to this Agreement, including any question regarding its existence, shall be finally settled in accordance with the Arbitration Rules of the German Institution of Arbitration e.V. (DIS) without recourse to the ordinary courts of law.
- 12.3 The place of the arbitration shall be Munich. There shall be one arbitrator. The language of the arbitration shall be German.
- 12.4 Notwithstanding the foregoing, the parties shall be entitled to obtain interim relief from a competent court. Such relief may be overturned, upheld or amended by the arbitrator at the request of one of the parties.