

NOTITIE

Aan: Bevoegd Gezag inzake Windplan Blauw
Van: Sander de Greeff/Elbert Duffels (Peregrine)
Datum: 2 oktober 2017
Betreft: Sanity check Windplan Blauw

1. Achtergrond en doelstelling van de “sanity check”

De provincie Flevoland heeft, in samenwerking met betrokken gemeentes, de ontwikkelkaders voor windenergie in Flevoland vastgelegd in het “Regioplan Windenergie Zuidelijk en Oostelijk Flevoland”. Ontwikkelaars van windprojecten dienen bij het uitwerken van hun plannen deze kaders in acht te nemen.

In het Regioplan gelden o.a. de volgende uitgangspunten:

1. As-hoogte turbines: één van uitgangspunten van het Regioplan is dat ontwikkelaars in beginsel een maximale as-hoogte van 120 meter dienen te hanteren voor de te plaatsen turbines. Het Regioplan biedt ruimte om hiervan af te wijken, op voorwaarde dat de ontwikkelaar de economische noodzaak hiervan kan aantonen¹.
2. Sanering/dubbeldraai: een andere voorwaarde uit het Regioplan is dat ontwikkelaars kort na de realisatie van een nieuw windpark, het oude turbinebestand dienen te saneren. Als uitgangspunt in het Regioplan wordt een zogenaamde dubbeldraai-periode van 0,5 jaar gehanteerd (i.e. de periode dat oude en nieuwe turbines naast elkaar mogen draaien alvorens over te gaan tot sanering van de oude turbines). Het Regioplan stelt verder dat de dubbeldraai-periode (enkel) mag worden uitgesteld, in geval van economische noodzaak. Van economische noodzaak is sprake wanneer de business case voor de ontwikkeling van het nieuwe windproject op basis van de kennis van nu onvoldoende economisch perspectief biedt. Het is aan de ontwikkelaars om de economische noodzaak van een dubbeldraai-termijn langer dan 0,5 jaar te onderbouwen.

In het projectgebied Noord zijn Windvereniging SwifterwinT en NUON (Vattenfall) (samen “de Initiatiefnemers”) een samenwerking aangegaan onder de naam Windplan Blauw met als doel de ontwikkeling en realisatie van meerdere lijnopstellingen van windturbines. Voorlopige verwachting is dat dit zal resulteren in 4 deelprojecten bestaande uit twee lijnen op land, en twee in het IJsselmeer. Betrokken gemeenten in deze regio zijn Lelystad en Dronten.

¹ De hoogtebeperking is met een amendement door Provinciale Staten bij de vaststelling van het Regioplan op 13 juli 2016 aan het beleid toegevoegd.

De Initiatiefnemers hebben te kennen gegeven dat zij voor de haalbaarheid van windproject Blauw economische noodzaak zien af te wijken van de twee eerdergenoemde uitgangspunten in het Regioplan.

De provincie en gemeenten hebben Peregrine Investments B.V. ("Peregrine") gevraagd om vanuit financieel perspectief een sanity check uit te voeren op de business case en de financiële onderbouwing om af te wijken van de uitgangspunten van het Regioplan. Doel van deze sanity check is om op hoofdlijnen te toetsen of de economische noodzaak aanwezig is om van de uitgangspunten van het Regioplan af te wijken binnen de daarvoor gegeven kaders. Aangezien het een financiële analyse betreft, vallen niet financiële vraagstukken, zoals de inzet van alternatieve plaatsingszones, buiten de scope van deze sanity check.

2. Input sanity check

We hebben verschillende gesprekken met vertegenwoordigers van de Initiatiefnemers gevoerd, die als input voor deze sanity check hebben gediend:

1. Kick-off sessie op 29 maart 2017 met de Initiatiefnemers (incl. SwifterwinT's adviseur Windunie), de gemeenten, de provincie, het projectbureau en EZ over de insteek en het doel van de sanity check, en om procesafspraken te maken;
2. Twee sessies met Windunie en NUON op 8 en 17 mei 2017 (waarvan de tweede sessie telefonisch) waarbij de Initiatiefnemers de insteek voor hun business case hebben toegelicht;
3. Bijeenkomst met Windunie en NUON op 3 augustus 2017 waarbij de Initiatiefnemers middels een presentatie hun (aangepaste) business case hebben voorgelegd, en waarbij Peregrine heeft aangegeven welke informatie het nog meer nodig heeft om de sanity check te kunnen doen;
4. Follow-up bijeenkomst met Windunie en NUON op 10 augustus 2017 waarbij de Initiatiefnemers een presentatie gaven over de door Peregrine gevraagde financiële analyse;
5. Enkele telefoongesprekken ter verheldering van sommige punten (over en weer).

Procesafspraken:

- Peregrine heeft geen model-check gedaan, i.e. een inhoudelijke analyse van de werking van het onderliggende financiële model. Dit valt buiten de scope van de sanity check. We hebben derhalve geen berekeningen kunnen controleren en baseren onze analyse hoofdzakelijk op de door Initiatiefnemers gegeven presentaties (incl. power points).
- De Initiatiefnemers hebben ons open door hun business case en de onderliggende aannames heen genomen. Aangezien het bedrijfsgevoelige informatie betreft, hebben ze ons verzocht om geen concrete financiële informatie (bijv. rendement) in de notitie

op te nemen. Wij respecteren dit verzoek bij het weergeven van onze bevindingen.

3. Toetsingskader Peregrine

Toetsing op marktconform rendement

De belangrijkste financiële check voor de haalbaarheid van een project is of er voldoende ruimte in de business case zit om, mede gezien risico's en onzekerheden die de ontwikkelfase kent, uiteindelijk zicht te hebben op een marktconform rendement. Als het projectrendement onder een bepaalde grens ligt, zal een ontwikkelaar tot de conclusie komen dat een project financieel niet haalbaar is. Het project zal dan niet gerealiseerd worden. Daarbij dient er rekening mee te worden gehouden dat er bij grote projecten, zoals windproject Blauw, nog enige tijd overheen zal gaan voordat het project Financial Close² zal bereiken. Tot die tijd kan het project en de bijbehorende business case nog (aanzienlijk) aan verandering onderhevig zijn, wat een grote impact op het uiteindelijk projectrendement kan hebben. Enkele voorbeelden: aanpassing vormgeving i.v.m. verkrijgen vereiste vergunning, wijziging of vervallen van de SDE+ subsidie, andere kosteninschatting (bijv. netaansluiting), hogere/lagere stroomprijs/rente etc. Om deze reden zullen projectontwikkelaars altijd wat ruimte inbouwen door conservatieve(re) aannames te hanteren. In dit specifieke geval zal de periode tot Financial Close naar inschatting >2 jaar duren.

Afhankelijk van het type eigenaar van een windproject, worden er verschillende target rendementen gehanteerd:

- Rendement op eigen vermogen (levered IRR), in geval van projecteigenaren die vreemd vermogen (van banken e.d.) aantrekken ter financiering van een project;
- Projectrendement (unlevered IRR), in geval van projecteigenaren die het project volledig op hun balans financieren.

Bij windproject Blauw betreft het beide type eigenaren, dus hebben we zowel naar projectrendement als naar het rendement op eigen vermogen gekeken. Verder hebben we de Initiatiefnemers gevraagd om het gewogen gemiddelde projectrendement van de 4 projecten gezamenlijk te berekenen ("blended"), aangezien de overheden het project Windplan Blauw conform het regioplanbeleid als één project benaderen.

Voor de sanity check hanteren we, als benchmark voor marktconform rendement, de ECN-aanname voor projectrendement (bron: ECN-conceptadvies SDE 2018) met de volgende correctie:

- Het project heeft te maken met renterisico. D.w.z. dat het risico bestaat dat de rente de komende jaren (aanzienlijk) zal stijgen, waardoor de rente op Financial Close flink hoger kan zijn dan de rente die ECN op dit moment hanteert. Voor de bepaling van het projectrendement hanteren we in dit specifieke geval een conservatievere rente-aanname. Gegeven de fase van het project, de huidige markttarieven, en de beperkte

² Het moment dat alle afspraken over de projectfinanciering van het project contractueel worden vastgelegd met de financiers en leveranciers.

toegang tot groenfinanciering voor grootschalige projecten als Windplan Blauw is dit naar ons oordeel gerechtvaardigd. Het gebruik van een conservatievere rente-aanname leidt tot een hoger target projectrendement dan door ECN gehanteerd.

Toetsing op financierbaarheid

De Initiatiefnemers geven aan dat voor de haalbaarheid van een project, naast het target rendement, tevens de financierbaarheid van een project een belangrijke financieel uitgangspunt is. Met financierbaarheid wordt hier bedoeld, in welke mate een (deel)project in staat is om vreemd vermogen (VV) aan te trekken ter financiering van het (deel)project. Dit speelt met name voor de wind op land projecten, aangezien men daarvoor als doel heeft om het eigen vermogen (EV) in de omgeving bij omwonenden op te halen. Als uitgangspunt geldt dat er een minimumverhouding van VV/EV wordt nagestreefd van minimaal 80%/20%, wat marktconform is. Als de financiering lager dreigt uit te vallen, dan vreest men dat er teveel eigen vermogen (tegen lager rendement) aangetrokken dient te worden, waardoor het draagvlak in de omgeving voor het (deel)project dreigt weg te vallen. Belangrijk hierbij is dat er als gevolg van de saneringsopgave meer operationele kosten opgenomen dienen te worden dan voor vergelijkbare windprojecten, wat al een nadelig impact heeft op de hoogte van de aan te trekken projectfinanciering bij banken.

Marginale toets belangrijkste projectaannames

Rendement (en financiering) van een business case worden gedreven door de aannames die voor een project worden gehanteerd. De initiatiefnemers hebben inzage gegeven in de belangrijkste aannames. Peregrine heeft deze aannames op hoofdlijnen getoetst, rekening houdend met de fase waarin het project zich bevindt.

4. Bevindingen

Sanity check: projectrendement en financierbaarheid

De initiatiefnemers hebben ons twee cases gepresenteerd, waarbij (mede) op ons verzoek inzage is gegeven in het rendement, de financiering en de gehanteerde aannames:

1. RR 16: business case op basis van de uitgangspunten van het Regioplan (64 windturbines, ashoogte <120 meter);
2. VKA: de huidige business case, waarbij inzage is gegeven in twee scenario's:
 - Business case met innovatieve turbines, met een hogere as-hoogte dan 120m (60 windturbines)
 - Business case met innovatieve turbines, met een hogere as-hoogte dan 120m, en een (max.) 5 jaar dubbeldraai-periode (60 windturbines);

RR16

De Initiatiefnemers laten zien dat het projectrendement van het integrale project ("blended") onder de door ons gehanteerde benchmark ligt, waarbij het rendement van sommige deelprojecten zeer laag uitvalt. Voor deze projecten zal het een grote uitdaging worden om minimaal 80% vreemd vermogen aan te trekken. De Initiatiefnemers zijn dan ook van mening dat deze case met turbines met een ashoogte lager dan 120 meter, onvoldoende economisch perspectief biedt voor de verdere ontwikkeling van het windproject Blauw.

Peregrine's visie: Naar onze mening is er een economische noodzaak voor een afwijking van het Regioplan binnen de daarvoor gestelde kaders. We begrijpen dat deze case (RR16) onvoldoende economisch perspectief biedt aan de Initiatiefnemers en we hebben er begrip voor dat men meer ruimte wil inbouwen in de business case. De combinatie van een flink dalende (en nog onzekere) SDE+, onzekerheid over het moment van behalen van Financial Close, andere veranderende marktomstandigheden (bijv. rente, stroomprijs) en dat de saneringsopgave extra kosten met zich meebrengt, komen tot uiting in het relatief lage projectrendement wat onder de benchmark uitkomt. Deze zou, bij enige tegenslag, in praktijk nog lager kunnen uitvallen.

VKA met innovatieve turbines, zonder dubbeldraai

De Initiatiefnemers laten zien dat het projectrendement van het integrale project ("blended") in de base case boven het benchmark rendement ligt. Op deelproject-basis zit men voor de wind op land projecten rond de (minimum) benchmark, bij het stress-testen gaat men hieronder. Men verwacht ook in deze businesscase de nodige uitdaging rond het aantrekken van minimaal 80% vreemd vermogen voor deze (deel)projecten.

Peregrine's visie: De Initiatiefnemers tonen duidelijk aan dat door het gebruik van zogenoemde innovatieve turbines (ashoogte >120 meter), de dalende SDE+-trend voor een groot gedeelte kan worden gecompenseerd. Dit is volledig in lijn met de (internationale) markttrend voor het gebruik van steeds grotere turbines, die lagere kosten per MWh met zich meebrengen. Deze trend stelt overheden in staat hun steun naar beneden bij te stellen, waarbij men er vanuit gaat dat er hogere windturbines gerealiseerd zullen worden.

VKA met innovatieve turbines, met 5 jaar dubbeldraai

De Initiatiefnemers laten zien dat het projectrendement van het integrale project ("blended") in de base case boven het benchmark rendement ligt. Ten opzichte van de vorige variant (VKA, zonder dubbeldraai), levert het toestaan van maximaal 5 jaar dubbeldraai slechts een gering extra financieel voordeel op. Toelichting hierbij is dat het dubbeldraai-scenario van de Initiatiefnemers erin voorziet dat een vrij groot gedeelte van de windturbines onmiddellijk dient te worden gesaneerd omdat deze fysiek in de weg staan van de nieuwe windturbines. De gemiddelde dubbeldraai-periode in hun voorstel komt uit op 2,9 jaar. Op het totaal berekende projectrendement heeft dit relatief weinig financieel effect.

Ten aanzien van de (deel) projecten op land geeft men aan, dat het toestaan van 5 jaar dubbeldraai, aanzienlijk zal helpen voor het aantrekken van voldoende vreemd vermogen. Reden hiervoor is dat de eerste 5 jaar een beter financieringsprofiel kan worden getoond, zonder onzekerheden als gevolg van marktontwikkeling (bijv. hogere stroomprijs). De

Initiatiefnemers geven ook nog andere (landschappelijke) argumenten aan om sommige turbines 5 jaar te laten dubbeldraaien. Dit valt echter buiten de scope van onze sanity check dus dient dit rechtstreeks met het de overheden te worden besproken.

Peregrine's visie: Wanneer het effect op het integrale projectrendement wordt bekeken ("blended"), is de financiële impact van het toestaan van 5 jaar dubbeldraai vrij gering. Vanuit financieel perspectief is het naar onze mening een "nice-to-have" om wat meer ruimte te creëren in de business case.

We staan wel sympathiek tegenover het argument van de Initiatiefnemers dat het financieringsprofiel voor het aantrekken van vreemd vermogen beter wordt bij een 5-jaar dubbeldraai scenario. Banken geven de voorkeur aan voorspelbare kasstromen, en zijn geneigd minder vreemd vermogen te verstrekken (i.e. de verhouding vreemd/eigen vermogen omlaag bij te stellen) bij onzekerheden in de financieringscase. Het zal de Initiatiefnemers bij (deel)projecten helpen als dit risico gedurende de eerste 5 jaar kan worden verlaagd. Mogelijk is dit net het zetje wat een (deel)project nodig heeft om de nagestreefde VV/EV-verhouding te realiseren.

Beoordeling op hoofdlijnen van belangrijkste projectaannames

De Initiatiefnemers hebben ons door de belangrijkste aannames heen genomen:

- Windaanbod: NUON heeft de windaanbod-analyse gemaakt voor alle deelprojecten op basis van dezelfde methodiek die men ook voor andere projecten hanteert. Gegeven de fase waarin het project zich bevindt, hanteert men enige voorzichtigheid bij de aannames. De komende periode zal men dit nog meer gaan optimaliseren.

Peregrine's visie: wij zijn geen wind-specialist, de gehanteerde aanpak komt ons echter niet onbekend voor.

- SDE+: Men hanteert de aannames van het ECN-concept advies voor 2018.

Peregrine's visie: op basis van de kennis van nu is dit de juiste insteek. De SDE+ is de belangrijkste value driver van het windproject, en een wijziging kan grote invloed hebben op het projectrendement. Het reële risico bestaat dat de SDE+ nog wordt aangepast of dat men de SDE+-aanvraag 2018 niet redt, waardoor het target rendement alsnog onder de benchmark kan komen te liggen.

- Stroomprijs: Men laat twee stroomprijs-scenario's zien: één voor de base case, en één hoger scenario om de (negatieve) impact van de saneringskosten te tonen (i.e. zgn. stress-test).

Peregrine's visie: we zijn geen specialist op dit gebied maar de aannames voor de base case lijkt in overeenstemming met de marktpraktijk. Met het hogere stroomprijs-scenario maakt men inzichtelijk dat de saneringskosten een aanzienlijk negatief effect kunnen hebben op de business case.

- Capex (investeringskosten): Men hanteert verschillende aannames voor de lijnen: voor buitendijks (op meer) zit men aanzienlijk onder de ECN-benchmark voor Capex/MW, voor de wind op land projecten zit men er iets boven.

Peregrine's visie: Wij (beiden) geven er de voorkeur aan om hiervoor een andere benchmark te hanteren, namelijk Capex/MWh, omdat dit een beter inzicht geeft over

de kostprijs per gerealiseerde opbrengst. We vinden de aannames voor wind op land aan de (te) conservatieve kant, daartegenover staat dat de aannames voor het buitendijkse gedeelte vrij scherp zijn, wat hiervoor compenseert.

- Opex (exploitatiekosten): Voor de operationele kosten hebben we het totale bedrag per jaar gepresenteerd gekregen, waarbij we ervan uitgaan dat de saneringskosten ook zijn opgenomen.

Peregrine's visie: De gehanteerde bedragen zijn redelijk, en in overeenstemming met soortgelijke projecten. De bedragen zijn lager dan de benchmark case, waarbij nota bene geen rekening hoeft te worden gehouden met saneringskosten.

- Conditie bankfinanciering: Men heeft ons onderbouwd inzage geven in de aannames voor rente, DSCR (ratio voor bepalen schuldcapaciteit) en DSRA (reserve rekening).

Peregrine's visie: Gegeven de fase waarin het project zich bevindt, hebben we begrip voor de conservatieve insteek voor de financieringscase. Als al eerder aangegeven, delen we de mening dat voor dit specifieke geval een conservatievere rente-aanname gepast is (in vergelijking tot de insteek van ECN). Dit hangt samen met de fase van het project en de onzekerheid ten aanzien van toekomstige tarieven, de huidige markttarieven, en de beperkte toegang tot groenfinanciering voor grootschalige projecten.

Samenvattend: De gehanteerde aannames komen in het algemeen niet onredelijk over. Gegeven de fase waarin het project zich bevindt, houden de Initiatiefnemers nog wat slagen om de arm. Dit is begrijpelijk, en niet afwijkend van hoe andere projectontwikkelaars dit zouden doen. Ten aanzien van de gehanteerde Capex aanname voor wind op land zou men o.i. wat scherper mogen inzetten, waartegenover staat dat de buitendijkse business case juist vrij scherp is, wat hiervoor compenseert.

5. Conclusies

Doel van de sanity check is om op basis van de kennis van nu vanuit financieel perspectief op hoofdlijnen te toetsen of de economische noodzaak aanwezig is om van de uitgangspunten (ashoogte <120 meter en dubbeldraaiertermijn maximaal 0,5 jaar) van het Regioplan af wijken. Op basis van de door de Initiatiefafnemers verschaft informatie, komen we tot de conclusie dat er inderdaad een economische noodzaak is om af te wijken binnen de kaders van het Regioplan:

- Innovatieve turbines: de Initiatiefnemers tonen aan dat het gebruik van grotere turbines met een ashoogte van >120 meter noodzakelijk is om de dalende SDE+ subsidie te kunnen ondervangen. Dit levert een ruimere business case op die gemiddeld boven het benchmark rendement komt te liggen. In vergelijking: de business case gebaseerd op uitgangspunten van het Regioplan en windturbines met een ashoogte lager dan 120 meter komt gemiddeld onder het benchmark rendement uit, wat onvoldoende economisch perspectief biedt voor verdere ontwikkeling van Project Blauw.

- Innovatieve turbines in combinatie met (max.) 5 jaar dubbeldraai: de Initiatiefnemers tonen aan dat de combinatie van innovatieve turbines in combinatie met maximaal 5 jaar dubbeldraai, een ruimere business case oplevert die gemiddeld boven het benchmark rendement komt te liggen. Het toestaan van 5 jaar dubbeldraai is naar onze mening een “nice-to-have” aangezien de financiële impact hiervan vrij gering is. We staan wel sympathiek tegenover het argument van de Initiatiefnemers dat het financieringsprofiel voor het aantrekken van vreemd vermogen beter wordt bij een 5-jaar dubbeldraai scenario. Banken geven de voorkeur aan voorspelbare kasstromen, en zijn geneigd minder vreemd vermogen te verstrekken (i.e. de verhouding vreemd/eigen vermogen omlaag bij te stellen) wanneer er onzekerheden in de financieringscase zitten. Het zal de Initiatiefnemers bij (deel)projecten dan ook helpen als dit risico gedurende de eerste 5 jaar kan worden verlaagd.