

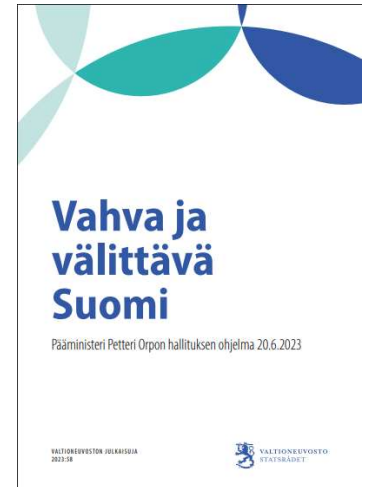


VALTIONEUVOSTON KANSLIA
STATSRÅDETS KANSLI

VNK:n päivitetty tarjous Palokin vesivoimalaitoksen lunastamiseksi

VNK omistajaohjausosasto
Jari Punkari, Henri Luoma
16.6.2026

”Hallitus sujuvoittaa kalatiehankkeiden etenemistä sekä mahdollistaa kokeiluja ja pilotointeja vesistöissä. Yhteistoiminnassa alueen toimijoiden kanssa hallitus edistää Heinäveden Palokin koskien ennallistamista uhanalaisten kalakantojen elvyttämiseksi.”



VNK:n tarjouksen yhteenveto:

Valtion tarjous: Tytäryhtiömalli

- ✓ Vähimmäislunastushinta 40 milj. € (velaton arvo). Selvitysvaiheen jälkeen 2-3 puolueettoman pankkiiriliikkeen arvonmääritys perustuen vesivoimalan käypään arvoon (lunastushinta aina vähintään 40 milj. € arvonmäärityksestä riippumatta).
- ✓ Valtio maksaa heti kaupanteon yhteydessä 10 milj. € ennakkomaksun. Loput vähintään 30 milj. € valtio maksaa selvitysvaiheen päättyttyä.
- ✓ Yhtiöittämisen yhteydessä valtio saa 10% omistusosuuden sekä hallituspaikan tytäryhtiöstä.
- ✓ PKS omistaa ja ajaa vesilaitoksen tuotantoa normaalisti selvitysvaiheen ajan. Selvitysvaiheen voitonjako tytäryhtiön omistusosuuksien suhteessa.
- ✓ Malli olisi PKS:lle todennäköisesti verotehokas (käyttöomaisuusosakkeiden myynti).
- ✓ Mikäli purku ei olisi toteutettavissa, PKS:lle jää 3 milj. € korvaus ennakkomaksusta.

Valtion vaihtoehtoinen tarjous: Suora kauppa

- ✓ Lunastushinta 30 milj. € edellyttäen, että kauppa toteutetaan v.2026 aikana.
- ✓ Tarjoaa PKS:lle nopean ratkaisun.
- ✓ Valtio tarjoaa vesivoimalaa vuokrattavaksi selvitysvaiheen ajaksi.
- ✓ Mallissa PKS joutuisi maksamaan myyntivoitosta veron.
- ✓ Mikäli purku ei olisi toteutettavissa, voimalaitos saattaa tulla myyntiin.

Mihin perustuu VNK:n 35 milj. € arvonmääritys Palokin vesivoimalaitoksesta?



Kassavirtapohjainen arvonmääritys 20.4.2026 Teams-palaverissa saatujen tarkennettujen tietojen pohjalta



Viimeaikaisten vesivoimakauppojen arvostukset



Diskonttokorko perustuen markkinaperusteisiin käytäntöihin ja arvoihin

VNK:n neuvonantaja Spring Advisor esittelee tarkemman kuvauksen arvonmäärityksen keskeisimmistä perusteista.

SPRING ADVISOR – KOKENUT NEUVONANTAJA TALOUDELLISISSA JA STRATEGISISSA KYSYMYKSISSÄ



SPRINGIN TIIMI ON OLLUT MUKANA KAIKISSA RELEVANTEISSA VESIVOIMAKAUPPOISSA SUOMESSA

Huom. muita Springin referenssejä voidaan jakaa pyydettäessä

Vuosi	Kaupan kohde	Ostaja	Myyjä	Springin/tiimin rooli
2026	Tornionlaakson Voima Oy:n koko osakekanta	Downing	POHJOLAN VOIMA TLS	• Myyjän neuvonantaja
2026	Lapin Sähkövoima Oy:n osakkeita (Kemijoki Oy)	NEVE	TLS	• Ostajan neuvonantaja
2025	Pori Energia Oy:n vähemmistöosuus (49 %)	POLHEM INFRA	PORI Porin kaupunki	• Potentiaalisen ostajan (kansainvälinen infrarahasto) neuvonantaja
2014	Statkraft Suomi Oy:n Koko osakekanta	vantaan energia PORI ENERGIA OULUN SEUDUN SÄHKÖ TURKU ENERGIA OULUN ENERGIA	Statkraft	• Potentiaalisen ostajan (suomalainen mankala-toimija) neuvonantaja
2013	Pato Osakeyhtiö Oy:n koko osakekanta	PORI ENERGIA OULUN SEUDUN SÄHKÖ OULUN ENERGIA	Yksityiset omistajat	• Potentiaalisen ostajan (suomalainen mankala-toimija) neuvonantaja
2026	Vesivoimaportfolion arvonmääritykset	-	-	• Spring toteutti merkittävän vesivoimaportfolion arvonmääritykset energiyhtiölle ja sen omistajille

Springillä ja sen tiimiläisillä on syvälinen ja pitkäaikainen ymmärrys ja tuntemus kotimaisen vesivoimaliiketoiminnan yrityskaupoista ja niiden käyvän arvon laskentamenetelmistä sekä toteutuneista arvostuksista

VESIVOIMAN KÄYVÄN ARVON MÄÄRITTÄMISEN LÄHTÖKOHDAT, METODOLOGIA JA OLETUKSET 1/2



Liikevaihto	Tuotantomäärä	Perustetaan yleensä keskimääräisen vesivuoden historialliseen tuotantoon, sama läpi ennusteperiodin
	Tuotannosta saatu hinta	- Yleisesti käytetään ennustetalojen spot-markkinaennusteita tai näiden keskiarvoa, johon tehdään oletus toteutuvasta keskihinnasta (%) perustuen kunkin laitoksen kykyyn saavuttaa keskimääräistä spot-hintaa korkeampi hinta tuotannolle johtuen a) vesivarantojen luontaisesta ajoittumisesta korkeamman hinnan vuodenaikaan (talvi vs. kesä) sekä b) kunkin altaan ja laitoksen mahdollisuudesta kohdistaa ajoa korkean hinnan tunneille/päiville - Palokin arvonmääritykseen oletetulla tulevaisuudessa saavutettavalla markkinahinnalla on olennainen vaikutus
	Reservimarkkin a-tuotot	Lisäksi laitos voi osallistua Fingridin säätösähkömarkkinoille, joista on mahdollista saada spot-hintaa korkeampia hintoja. Akkujen ym. joustavan kulutuksen ja tuotannon lisääntymisen myötä on kuitenkin todennäköistä, ettei reservimarkkina tarjoa valtavaa, pitkäaikaista ylituottoa. Todennäköisesti akut ja uusi joustava kapasiteetti vähitellen syövät mahdolliset ylituotot pois, mitä tukee säätösähkömarkkinoiden hinnoissa jo nähty laskeva trendi. Markkina on kuitenkin erittäin volatiili ja useista riippuvuuksistaan johtuen mahdoton ennustettava, joten sen osalta tulevien vuosien toteuma antaa parhaan näkemyksen markkinaan
Kustannukset		- Vesivoiman kustannukset ovat liikevaihtoon nähden vähäiset ja erittäin ennustettavat (pois lukien mahdolliset velvoitteet/regulaatio) - Yleensä käyttö ja kunnossapito on ulkoistettu, kiinteistövero eräs keskeinen kuluerä - Palokin arvonmääritykseen laitoksen tarkalla kustannustasolla ei ole olennaista merkitystä

Vesivoiman arvon määrittäminen on vakiintunutta ja varsin suoraviivaista verrattuna moniin muihin toimintoihin/yrityksiin

VESIVOIMAN KÄYVÄN ARVON MÄÄRITTÄMISEN LÄHTÖKOHDAT, METODOLOGIA JA OLETUKSET 2/2

Investoinnit		- Vesivoimalaitosten investoinnit ovat niin ikään varsin ennustettavia - Olenneisimmat investointitarpeet liittyvät harvoin tehtävään generaattorin uusimiseen, patorakenteisiin sekä automaatioon - Palokin osalta näiden vaikutus nykyarvoon jää pieneksi, koska ne ajoittuvat kauas tulevaisuuteen ja diskonttautuvat voimakkaasti
Tuottovaatimus	Kohtuullinen tuotto	Kaikki markkinaehtoisesti toimivat yritykset ja niiden omistajat edellyttävät saavansa vähintään kohtuullisen tuoton investoinneilleen sekä omaisuudelleen käyvän markkina-arvoon laskettuna. Tätä tuottovaatimusta kutsutaan painotetuksi keskimääräiseksi pääoman tuottovaatimukseksi (WACC). Se koostuu velan ja oman pääoman tuottovaatimuksesta sekä näiden suhteesta (paljonko velkaa vs. omaa pääomaa)
	Riskit	- Tuottovaatimus on sidoksissa arvonnäitettävän kohteen riskeihin ja liiketoiminta-oletusten aggressiivisuuteen. Mitä enemmän riskiä, sitä suurempi tuottovaatimus - Vesivoimatuotanto on lähtökohtaisesti matalan riskin liiketoimintaa. Mitä korkeampia hinta-/tuotto-odotuksia tulevaisuudelle asetetaan, sitä suurempi on riski. Siksi on tärkeä ymmärtää, että käyvän arvon määrittämisessä matalaa tuottovaatimusta ei voi yhdistää esimerkiksi korkeisiin sähkön markkinahinta-odotuksiin tai reservimarkkinatuottoihin, koska niiden toteutumiseen liittyy merkittävä riski - Vesivoima nähdään suhteellisen riskittömänä ja arvokkaana sähköntuotantomuotona sen luotettavuuden, tuotantoprofiilin, harvoin vaadittavien isompien investointien ja "ilmaisen polttoaineen" vuoksi. Keskeisin riski liittyy yleiseen hyväksyttävyyteen, regulaatioon ja kalatalous- ym. mahdollisiin nykyisiin ja tuleviin velvoitteisiin
	Pääomarakenne	Tavanomainen tapa on olettaa realistinen pääomarakenne (tyypillisesti n. 30% omaa pääomaa ja 70% velkaa on maksimi, jonka pankit hyväksyvät) sekä määrittää velalle ja omalle pääomalle tuottovaatimus pitkän aikavälin parametrien kautta. Tyypillisesti nämä johtavat vesivoiman tuottovaatimukseen (WACC) 5-7%, joka tulee vielä tasapainottaa liiketoiminta-oletusten kanssa (vaativat liiketoiminta-oletukset = korkeampi WACC, maltilliset liiketoiminta-oletukset = matalampi WACC)

Aina käytettävä ja tärkein tapa arvottaa vesivoimaa on diskonttatut tulevaisuuden kassavirrat (DCF). Tätä pääasiallista metodologiaa tukevat tiedot aiemmista kaupoista, joita kuitenkin ennen tätä vuotta ei kotimaassa ole toteutunut pitkini aikoihin.

KORKEAMMISSA ARVO-OLETUKSISSA TULEE USKOA HYVÄÄN LAITOKSEN SAAVUTTAMAAN HINTAAN

LIIKETOIMINNAN ARVO ERI WACC:N JA LAITOKSEN SAAVUTTAMAN KESKIMÄÄRÄISEN SPOT-HINNAN SUHTEEN

Liiketoiminnan arvo (EV), M€		Pääoman keskimääräinen kustannus (WACC), %						
		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Saavutettu Spot keskihinta (Capture price), €/MWh	40,0	19,6	18,4	17,3	16,3	15,4	14,6	13,9
	45,0	22,3	20,9	19,6	18,5	17,5	16,6	15,7
	50,0	25,0	23,4	21,9	20,7	19,5	18,5	17,6
	55,0	27,7	25,9	24,3	22,9	21,6	20,4	19,4
	60,0	30,5	28,4	26,6	25,0	23,6	22,3	21,2
	65,0	33,2	30,9	29,0	27,2	25,7	24,3	23,0
	70,0	35,9	33,5	31,3	29,4	27,7	26,2	24,8
	75,0	38,6	36,0	33,7	31,6	29,8	28,1	26,6
	80,0	41,3	38,5	36,0	33,8	31,8	30,0	28,5
	85,0	44,0	41,0	38,4	36,0	33,9	32,0	30,3
	90,0	46,8	43,5	40,7	38,2	35,9	33,9	32,1
	95,0	49,5	46,1	43,0	40,4	38,0	35,8	33,9
	100,0	52,2	48,6	45,4	42,5	40,0	37,8	35,7

Esitettyä arvonmääritystä korkeampi
arvo

LIITE: PÄÄOMAN KESKIMÄÄRÄISEN KUSTANNUKSEN (WACC) –LASKELMA MARKKINAPERUSTEISESTI

Komponentti	Arvo	Lähde
OMAN PÄÄOMAN KUSTANNUS (CAPM)		
Riskitön korko (Rf)	3.3%	Suomen valtion 10v obligaatio
Veljan beeta - toimiala	0.60x	Damodaran, Green and renewable energy
Tavoitepääomarakenne D/(D+E)	40.0%	Spring-arvio; infra/utility-normi
Velkaantumisaste D/E	66.7%	$D/(D+E) \div (1 - D/(D+E))$
Verokanta (t)	20.0%	Verokanta (kesäkuu 2026)
Velallinen beeta (relevered)	0.92x	$\beta_U \times (1 + (1 - t) \times D/E)$
Markkinariskipreemio (kypsä markkina)	4.12%	Damodaran
Maariskipreemio (Suomi)	0.41%	Damodaran
Oman pääoman riskipreemio (ERP)	4.53%	kypsä markkina + maariskipreemio
Oman pääoman kustannus (Ke)	7.47%	$R_f + \beta_L \times ERP$
VIERAAN PÄÄOMAN KUSTANNUS		
Riskitön korko (Rf)	3.3%	sama kuin yllä
Luottoriskimarginaali	1.40%	Spring-arvio; Nordic IG infra/utility
Kustannus ennen veroja	4.70%	$R_f + \text{marginaali}$
Verokanta (t)	20.0%	sama kuin yllä
Vieraan pääoman kustannus (Kd, verojen jälkeen)	3.76%	$(R_f + \text{marginaali}) \times (1 - t)$
PAINOT JA WACC		
Oman pääoman paino E/(D+E)	60.0%	$1 - D/(D+E)$
Vieraan pääoman paino D/(D+E)	40.0%	tavoitepääomarakenne
WACC	6.0%	$E/V \times Ke + D/V \times Kd$



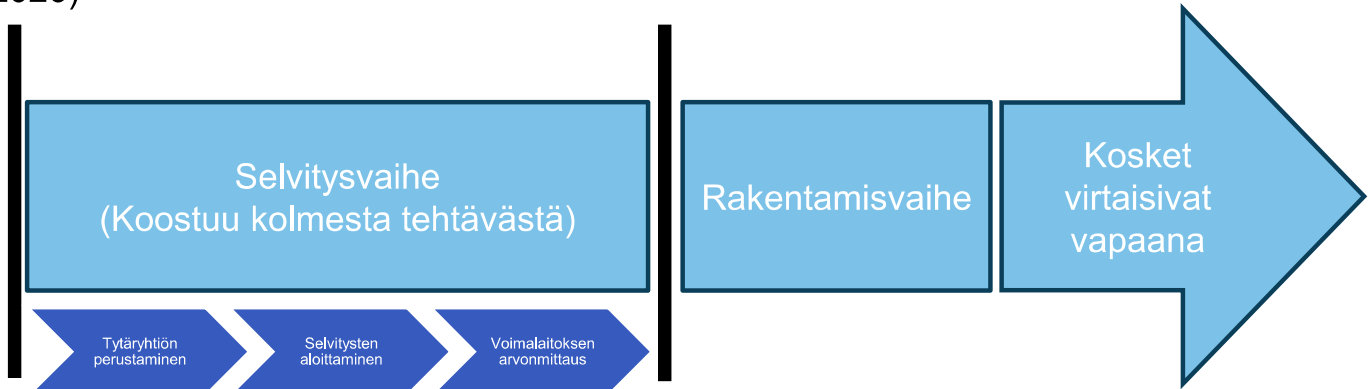
Päivitetty Tytäryhtiömalli



VNK:n ehdottama etenemissuunnitelma:

Aloituspäätös
(v.2026)

Toteutus päätös





Selvitysvaiheen kokonaisuus:

Tehtävä 1:
Tytäryhtiön
perustaminen
(v. 2026)

Valtio tulee tytäryhtiöön
omistajaksi.

Tehtävä 2:
Selvitysten
aloittaminen
(v. 2026)

Rahoitus selvitysten tekoon
tulee valtiolta.

Tehtävä 3:
Voimalaitoksen
arvonmääritys

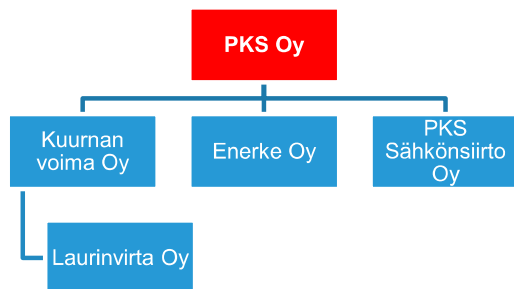
2-3 riippumattoman
pankkiiriliikkeen tekemä
diskontattuihin kassavirtoihin
pohjautuva arvonmääritys.



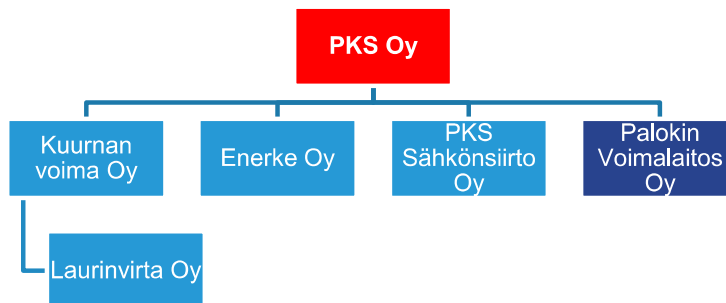
Selvitys 1: Palokin vesivoimalaitos eriytetään omaksi tytäryhtiökseen PKS:n sisällä

Tytäryhtiömalli mahdollistaisi kaikille osapuolille läpinäkyvyyden Palokin voimalan arvonluontikykyyn ja siten myyntihintaan. Tytäryhtiön osakkeiden lunastamisen yhteydessä valtio maksaisi PKS:lle 10 milj. €.

Nykyinen PKS:n konsernirakenne:



PKS:n konsernirakenne tytäryhtiön perustamisen jälkeen:





Selvitys 2: Selvitysvaiheen aikana hankitaan luvat ja suunnitelmat mittavan projektin toteuttamiseksi

Tarvittavia selvityksiä ennallistamiseen liittyen (esimerkinomaisesti):

- ✓ Voimalaitosluvan ja Vesitalousluvan rauettaminen
- ✓ Vesiluvat uudelle ennallistetulle rakenteelle
- ✓ Rakenne- ja toteutussuunnittelu

Valtio maksaa selvitysvaiheesta aiheutuneet kustannukset

- ✓ Arvio kokonaiskustannuksista on n. 6-10 milj. € (Härmälän raportti)





Selvitys 3: Voimalaitosyhtiön arvonmääritys tarkastelu

Yhteiset periaatteet selvitysvaiheen arvonmääritykseen:

- ✓ Sähkön hinnan tulevaisuuden ennusteet perustuvat markkinatahojen laatimiin ennusteihin
- ✓ Diskonttokorkona käytetään pääoman keskimääräistä kustannusta (WACC)
- ✓ Toteutuneita kauppvoja käytetään verrokkitietoina

Tekijänä 2-3 riippumatonta pankkiiriliikettä.
Pankkiiriliikkeiden valinta tapahtuu jo sopimusvaiheessa.





Toteutuspäätös:

Vaihtoehto 1: Selvitysvaihe mahdollistaa etenemisen rakentamisvaiheeseen

-PKS:lle maksetaan vesivoimalayhtiön omistuksesta selvityksen 3 arvonmäärityksen mukainen summa (minimissään 40 milj. €).

Vaihtoehto 2: Selvitysvaihe ei mahdollista ennallistamista

-Tytäryhtiörakenne ja VNK:n omistus puretaan. 10 milj. € ennakkomaksusta PKS:lle jäisi 3 milj. € korvaus ja valtiolle palautettaisiin 7 milj. €.

-Palokin vesivoimala jatkaa toimintaansa.

”Ratkaisun tulee olla omistajille hyväksyttävissä, valtion näkökulmasta perusteltavissa.”

Mitä seuraavaksi?

- ✓ PKS:n omistajakuntien päätösprosessin selkeytys heinäkuun alkuun mennessä.
- ✓ PKS:n ja omistajakuntien kanta VNK:n tarjoukseen toivotaan elokuun loppuun mennessä.





Kiitos!