

Till styrelsen i:
Xpecunia Nordic AB (publ)

VÄRDERINGSUTLÅTANDE

Till styrelsen i Xpecunia Nordic AB

Styrelsen i Xpecunia Nordic AB ("Xpecunia") har efterfrågat ett utlåtande ("Utlåtandet") om utomstående värdering i samband med det förvärv som Xpecunia avser göra av samtliga aktier i Creturner International AB ("Creturner"). Förvärvet avses genomföras genom att aktieägare i Creturner erbjuds vederlag i form av aktier i Xpecunia.

Utlåtandet om värdering har genomförts baserat på publikt tillgänglig information om primärt Creturner, informationsunderlag från bolaget, bland annat inklusive framtidsutlåtanden från insynspersoner. Utlåtandet har baserats på antagandet att detta material är korrekt och pålitligt. I samband med utlåtandet har det inte genomförts någon oberoende undersökning av materialet och inte heller någon garanti om tillförlitlighet. Värderingsutlåtandet har genomförts på objektiva kriterier i den utsträckning det är möjligt, baserat på allmänt accepterade och erkända värderingsmetoder som anses nödvändiga och tillämpbara. Värderingen är i huvudsak baserad på kommersiella, ekonomiska och andra tillgängliga villkor som kan valideras per värderingsdatumet.

Med förbehåll för ovanstående och andra omständigheter som har bedömts vara relevanta, ges en uppfattning från och med dagen för detta Utlåtande, att den föreslagna värderingen om 60 MSEK av Creturner anses vara rimlig.

För fullständig härledning av detta Utlåtandet, vänligen se Appendix i detta dokument.

För att leverera Utlåtandet kommer en fast avgift erhållas. Avgiften är oberoende av Utlåtandet. Från och med dagen för detta Utlåtande finns inga andra pågående uppdrag för Xpecunia eller Creturner. Som en part som genomför värderingsutlåtanden och därmed verkar inom de finansiella marknaderna i Norden kan emellertid i framtiden ytterligare uppdrag erhållas per nämnda aktörers räkning, men inga uppdrag eller åtaganden som anses påverka bedömningarna i detta Utlåtande. Utlåtandet är daterat den 9 september 2022 och värderingsdatumet är den 9 september 2022. Händelser eller information som inträffar efter angivet datum har inte varit föremål för behandling i detta Utlåtandet.

Utvärderingar av denna typ kommer alltid att innehålla ett element av osäkerhet, och även om rimlig omsorg och ansträngningar har utförts tas inte något juridiskt eller ekonomiskt ansvar relaterat till Utlåtandet eller för några konsekvenser som följer av att agera eller förlita sig på Utlåtandet. Detta Utlåtande representerar inte en rekommendation till Xpecunia eller Creturner och dess ledning, styrelse eller aktieägare.

AG Equity Research AB

Stockholm den 9 september 2022

Appendix

1. Kort om Xpecunia

Xpecunia Nordic AB är ett teknikföretag med ett tydligt miljöfokus. Bolaget är specialiserat på att utföra tekniska beräkning som säljs på export via digitala marknadsplatser. Xpecunia är positionerade på marknaden för beräkningskapacitet. Den operationella driften genomförs med stark riskaversion, vilket innebär att man inte bär digitala risker mer än kortast möjliga tid. Bolaget har egna anläggningar i Sverige med egen energitillverkning, för att minska råvarukostnaden och miljöpåverkan. Råvarukostnaden utgörs i synnerhet av elektricitet och bolaget har därav investerat i egna solcellsält, i bakgrund till att långsiktigt ha en lägre kostnadsbild med egen energi jämfört med traditionella konkurrenter.

2. Kort om Creturner

Creturner International AB registrerades 2019, men har drivits operationellt med grundaffären och idéutvecklingen från 2021. Creturner är verksam inom verklig negativ klimatkompensation där man permanent avskiljer grundämnet kol från det naturliga kretsloppet. Bolaget är ett klimatkompensationsföretag som erbjuder företagskunder en effektiv och permanent metod för att klimatkompensera sina verksamheter. Creturners metod möjliggör en snabb, exakt och permanent minskning av den naturliga kolcykeln, kallat Bio-CSS (Carbon Capture and Storage), vilket innebär att man omvandlar restbiomassa till grundämnet kol och deponerar detta under marken i syfte att minska mängden Co₂ i atmosfären. Företagskunder och organisationer kan köpa klimatkompensation på samma vis som man traditionellt klimatkompenarer genom exempelvis plantering av träd, vilket till skillnad från trädplantering som baseras på en beräkningsuppskattning är Creturners metod omedelbar, permanent och tydligt mätbar.

2. Motiv till förvärvet

Creturner har en verksamhet inom klimatkompensering som är nyskapande där man omvandlar restbiomassa till grundämnet kol som deponeras och därmed minskar Co₂ permanent i atmosfären. Xpecunia har beräknat att man med hjälp av den energi som genereras via Creturners verksamhet så kan Xpecunia minska beroendet av externt inköpt el med 90 %. Xpecunias befintliga investeringar inom solenergi täcker upp med god marginal resterande 10 %. Genom en investering som beräknas till 20 MSEK möjliggör det att verksamheten till fullo kan bli självförsörjande på el vilket beräknas ge omfattande kostnadssynergier, vilka beräknas uppgå till minst 13 – 16 MSEK på årsbasis. Investeringen avses att finansieras med en leasinglösning och förväntas bli klar under Q1-2023 i Xpecunias huvudfastighet. Kostnaden för driften av bioenergilösningen antas motsvara 10 % av dagens energiotgifter i Xpecunia. Samtidigt erhåller Creturner en lösning som ger dess verksamhet en stärkt bastillverkning och minskade direkta kostnader, som beräknas uppgå till 4 – 6 MSEK årligen.

Vidare, genom att bli en del av Xpecunia förväntas Creturner expandera sin lösning snabbare. Kostnader kan delas mellan bolagen och administration kan samordnas. Den nya koncernen blir verksam inom beräkningsteknik och klimatkompensation, vilket även diversifiera koncernens intäkter. Båda verksamheterna förväntas utvecklas kraftigt framöver och med samordningen ha positivt kassaflöde i den löpande verksamheten på båda sidor.

4. Erbjudandet i sammandrag

Aktieägare i Creturmer International AB ("Creturmer") erbjuds vederlag i form av aktier i Xpecunia och den totala köpeskillingen uppgår till 60 MSEK vilket motsvarar Creturmers värdering vid senaste kontanta nyemission om 5,5 MSEK till externa investerare som registrerades den 3 mars 2022.

Eftersom Xpecunias VD Daniel Moström äger 34 % av aktierna och rösterna i Creturmer ska förvärvet ses som en närstående transaktion och är således villkorat av ett godkännande från en extra bolagsstämma i Xpecunia Nordic AB. Vid godkännande är tillträdet beräknat till den 1 oktober 2022.

Aktieägare i Creturmer erbjuds vederlag i form av nyemitterade aktier i Xpecunia till ett värde om 60 MSEK i Xpecunia. Värdet på de nyemitterade aktierna baseras på WVP-värdet mellan 2022-08-11 och 2022-08-17, vilket är 3,64 kr/st.

Den nya koncernen medför att aktieantalet ökar i Xpecunia från dagens 36 584 876 st. med 16 483 516 st. till 53 068 392 st. Detta motsvarar en utspädning om 31,06 %.

Tabell 1. Antalet aktier i Xpecunia Nordic AB efter genomförd transaktion.

I nedan tabell framgår hur antalet aktier kommer att se ut efter genomförandet av ovan nämnt erbjudande.

	Antal aktier	Andel
Xpecunia Nordic AB:s nuvarande aktieägare	36 584 876 st.	69,9 %
Aktieägare tillkomna via Erbjudandet	16 483 516 st.	31,1 %
Totalt	53 068 392 st.	100 %

5. Finansiell prgonos Cretuner

Analyst Group har i huvudsak tagit del av följande material:

- Informationsfolder Cretuner
- Utkast – Styrelse uttalande inför föreslagna Cretuner förvärvet
- Genomfört intervju med insynsperson
- Årsredovisning för Cretuner för 2019/2020, 2020/2021, 2021

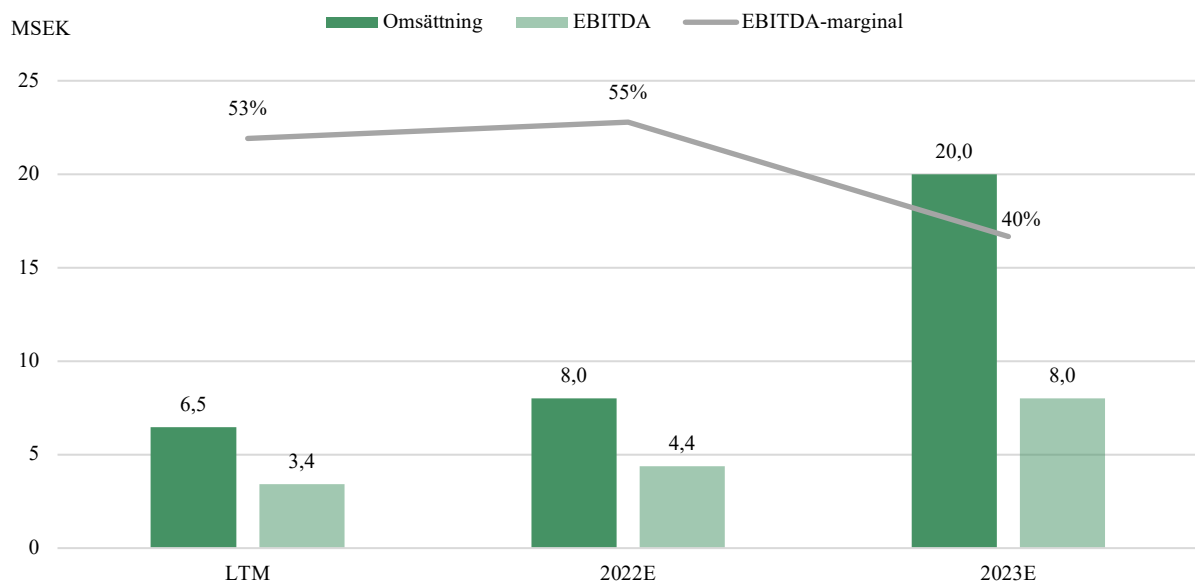
Följande finansiella prognoser utgår från det material som erhållits direkt av Cretuner och är således bolagets egna estimat. Utifrån erhållit material i samband med detta Utlåtandet, räknar Cretuner, på *Stand Alone-basis*, d.v.s. som ett fristående bolag, med att uppnå en nettoomsättning om 20 MSEK under helåret 2023, där försäljningen baseras primärt på bolagets nuvarande affärsavtal och förväntas drivas av ökad återköpsfrekvens och nykundsrekrytering. För perioden 1 januari 2022 till den 31 augusti 2022 uppgår nettoomsättningen till ca 6,5 MSEK med ett beräknat EBITDA-resultat om ca 3,8 MSEK. För helåret 2022 estimeras Cretuner:s nettoomsättning uppgå till 8 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 4,4 MSEK. År 2023 estimerar Cretuner att uppvisa ett EBITDA-resultat om 8,0 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 40 %.

Tabell 2. och Diagram 1. Finansiell utveckling, framåtblickande, Cretuner International AB.

I nedan tabell och diagram framgår en sammanfattning kring Cretuner:s estimerade finansiella utveckling.

Period	2021A	LTM	2022E	2023E
Omsättning (MSEK)	0	6,5	8,0	20,0
Tillväxt			n.a.	209%
Rörelsekostnader, inkl bruttokostnader (MSEK)	0,0	-3,1	-3,6	-12,0
EBITDA (MSEK)	0,0	3,4	4,4	8,0
EBITDA-marginal	n.a.	53%	55%	40%

Cretuner - finansiell utveckling



6. Värderingsutlåtande

I samband med Utlåtandet har extern information inhämtats avseende ett dataunderlag av företag med liknande marknad, tillväxtutsikter, marginaler och teknikhöjd. Underlaget av data innehåller en sammanställning av börsnoterade bolag inom Europa, från vilka värderingsmultiplar kan härledas baserade på både försäljning (P/S och EV/S) och rörelseresultat (EV/EBITDA).

Tabell 3. Sammanställning av dataset med företag verksamma inom cleantech, grön- och förnyelsebar energi.¹

I nedan tabell framgår värderingsmultiplar baserade på omsättning (P/S och EV/S), tillväxt Y-Y och 2023E, EBITDA-marginal 2021A och 2023E, samt värderingsmultipel baserat på rörelseresultat (EV/EBITDA) för datasetet. I tabellen framgår även antalet bolag som data har kunnat inhämtats på, medelvärde, medianvärde, minimumvärde och maxvärde i urvalet.

Cleantech, grön- och förnyelsebar energi - Europa								
	P/S- multipel	EV/S- multipel	Tillväxt Y-Y	Tillväxt 2023E	EBITDA- marginal	EBITDA- marginal 2023E	EV/EBITDA	Marknadsvärde ²
Antal bolag	51	52	52	29	44	25	45	51
Medel	25,2	25,9	439%	74%	51%	59%	19,3	14 529
Median	6,3	8,4	36%	50%	51%	68%	16,0	2 897
Min.	0,1	0,2	-54%	-78%	1%	4%	4,0	75
Max.	401,1	301,9	14 118%	619%	94%	90%	70,0	244 320
<i>Cretuner Internation</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	209%	<i>n.a.</i>	40%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>

¹Dataset är inhämtat ifrån Damodaran Online och har blivit bearbetat genom inhämtad information från Refinitiv Eikon, per 2022-09-06.

²MSEK, kurs per 2022-09-07

Vanligtvis vid värdering av bolag som befinner sig tidigt i sin kommersialiseringsfas används en s.k. *Venture Capital (VC)*-metod. Övergripande kan metoden beskrivas utgå från strategin om att inom en tidshorisont om omkring 3–5 år från investeringsstillfället göra en exit, d.v.s. en realisering av den initiala investeringen. Metoden förutsätter därmed ett bestämt slutår, under vilket ett finansiellt värde, t.ex. omsättning eller rörelseresultat, ligger till grund för att utifrån en värderingsmultipel, t.ex. P/S eller EV/EBITDA, härleda ett potentiellt realiserbart värde av investeringen. Utifrån vald tidshorisont ska det realiserbara värde av investeringen nuvärdesberäknas med hjälp av en diskonteringsränta som återspeglar avkastningskravet, där beroende på applicerad diskonteringsränta, vilken reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, resulterar i olika värderingsnivåer idag.

Datasetet innehåller totalt 52 bolag som är verksamma inom cleantech, grön- och förnyelsebar energi. Även om affärsmodell och produkt skiljer sig, finns likheter mellan företagen i datasetet och Cretuner avseende underliggande industritrend, marknad, teknikhöjd och tillväxtutsikter. Urvalet inkluderar företag med ett varierande marknadsvärde. Bakgrund till användandet av datasetet är att det inte har ansetts finnas noterade bolag som är verksamma inom koldioxidinfångning, säljer klimatkompensation eller är av betydande likartad karaktär.

Då Cretuner ska, enligt bolagets egna prognoser, växa i en hög takt framgent utgår detta Utlåtandet från bolagets försäljning. Cretuner prognostiserar även att uppnå en EBITDA-marginal om 40 % och för att ge Utlåtandet ett ytterligare perspektiv tar även detta Utlåtande hänsyn till rörelseresultatet. P/S-multiplar och EV/EBITDA-multiplar för bolag verksamma inom cleantech, grön- och förnyelsebar energi är generellt höga givet bl.a. en stark underliggande marknadstrend, höga inträdesbarriärer och hög estimerad tillväxttakt. För de bolag som befinner sig i tidig fas är multiplarna generellt ännu högre, till följd av en initialt låg omsättning. Över tid, i takt med en ökad försäljning, tenderar multiplar att normaliseras i linje med att bolagen når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. I urvalsgrupperna som framgår ovan i *Tabell 3.* uppgår medianvärdet av datasetets P/S-multiplar till 6,3x och medianvärdet av datasetet EV/EBITDA-multiplar till 16,0x. Datasetet inkluderar uppemot 52 bolag med varierande marknadsvärde, mognadsgrad, tillväxttakt och marginaler. Givet att datasetet innehåller bolag med en i synnerhet längre operationell historik, ett högre marknadsvärde och som dessutom är noterade, skulle detta kunna utgöra argument för att en betydande värderingsrabatt för Cretuner är motiverad. Denna rabatt antas dock dämpas av det faktum att Cretuner besitter ett *first-mover-advantage* inom Bio-CCS som säljs som klimatkompensation och förväntas växa i en högre takt än urvalsgruppens genomsnitt under 2023E, varför en konservativ målmultipel om P/S 3,6x kan motiveras, motsvarande en multipelrabatt om 43 % mot urvalsgruppen i *Tabell 3.* Att Cretuner befinner sig tidigt i kommersialiseringsfasen utgör å ena sidan en betydande risk, men reduceras å andra sidan av att det finns ett *Proof-Of-Concept* och de faktum att bolaget redan har ett femårigt avtal med en ledande reseförmedlare.

Givet en applicerad målmultipel om P/S 3,6x på Cretuners estimerade försäljning år 2023 om 20 MSEK, motsvarar det ett bolagsvärde om ca 71 MSEK. I detta Utlåtandet tillämpas en diskonteringsränta om 13 % för Cretuner för att fänga den verksamhetsmässiga risk som kan anses föreligga idag, vilket utifrån ett estimerat bolagsvärde om ca 71 MSEK år 2023, resulterar i ett fundamentalt nuvärde om 60,5 MSEK idag. För att ge Utlåtandet ett ytterligare perspektiv kan denna värdering ställas i relation till bolagets estimerade EBITDA-resultat år 2022 och 2023. Givet att bolagsvärdet om 60,5 MSEK skulle vara att likställa vid ett Enterprise Value, d.v.s. att vi i detta fall ej tar hänsyn till bolagets aktuella kassa och/eller skuldsättningsgrad, skulle det innebära att Cretuner värderas till EV/EBITDA 13,8x och 7,6x på 2022 respektive 2023 års prognos. I vår mening, och jämfört med *Tabell 3.*, kan detta anses vara rimligt.

Tabell 4. Bolagsvärdering av Creturner International AB.

I nedan tabell framgår den härledda nuvärdesberäkningen av ett bolagsvärde för Creturner International AB utifrån den angivna försäljningsprognosen, applicerad målmultipel och tillämpad diskonteringsränta.

Estimerad nettoomsättning år 2023	20 MSEK
Applicerad P/S-multipel	3,6x
Multipelrabatt mot urvalsgrupp	-43 %
Bolagsvärde år 2023, utifrån tillämpad P/S-målmultipel	71,2 MSEK
Nuvärdesberäkning	
Diskonteringsränta (avkastningskrav)	13 %
Antal perioder 2022-09-09 t.o.m. 2023-12-31	1,33 st
Diskonteringsfaktor	1,18
Bolagsvärde Creturner, nuvärde per 2022-09-09	60,5 MSEK

7. Avslutande ord

Utöver den finansiella prognosen för år 2022 till 2023 för Creturner International AB, vilken strukturellt ligger till grund för den härledda värderingen som framgår i *Tabell 4.*, finns andra faktorer som är värda att belysa ur ett värderings- och investeringsperspektiv.

- Creturner har drivits operationellt sedan 2021 och hade redan i juni 2022 slutit ett femårigt avtal med en ledande reseförmedlare till ett värde om 5 MSEK, samt så har bolaget en ytterligare offertstock om 7 MSEK.
- Klimatkompensering kan ses som en repetitiv intäkt, varav kunder köper ett åtagande från Creturner som förbinder sig att inom en avtalad framtid leverera klimatkompensering. Därav kan intäkterna bidra till ett jämnare kassaflöde och ses med en relativt hög säkerhet.
- Marknaden för klimatkompensering (Co2) ökar kraftigt. Enligt rapporten ”*A blueprint for scaling voluntary carbon markets to meet the climate change*” från Mckinsey år 2021 bedöms marknaden för utsläppsrätter vara värd 50 miljarder USD år 2030. Därtill har priset på utsläppsrätter stigit under 2021 från 30 till 80 euro per ton, motsvarande en uppgång med drygt 165 %. Att klimatkompensera via Creturner utgör ett billigare alternativ och möjliggör för företag att köpa sig fria från utsläppsrätter.
- Onoterade Climeworks AG, vilka är ett schweizisk startup-bolag som har utvecklat en negativ utsläppsteknik och för närvarande driver världens största direkta luftavskiljningsanläggning på Island, där man avskiljer Co₂ som lagras permanent djupt under jorden. Climeworks AG har i april 2022 säkrat finansiering om 650 MUSD i en *Private Equity*-runda. Svante Inc., en annan onoterad peer, erbjuder företag inom utsläppsintensiva industrier att fånga upp storskaliga Co₂-utsläpp från befintlig infrastruktur, genom att antingen permanent säkert lagra Co₂ eller för att användas för vidare industriell användning i ett slutet kretslopp. Svante Inc. har totalt tagit in över 150 MUSD i finansiering sedan 2007. Intresset för dessa företag, och företag som har utvecklat en teknik för koldioxidinfångning (negativ utsläppsteknik), är högt och flertalet kapitalrundor har tidigare genomförts, visserligen generellt utan detaljinsyn vad gäller transaktionsstruktur - varför exakta värderingsmultiplar är svåra att urskilja, men påvisar likväl intresset för affärsmodellen och marknaden.
- Slutresultatet av Creturners process blir biokol som permanent och säkert slutförvars från ekosystemet. Överskottsvärmen i processen från biomassa till biokol kan användas till torkning av inkommande biomassa, konvertering till fjärrvärme via en värmepanna och konvertering till elektrisk kraft via en gasmotor och generator, vilket framgent kan möjliggöra ytterligare marginalfördelar.