



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS  
11 juni 2019

**FOLLICUM**  
EMISSIONER BEREDER VÄG

## Innehåll

Emissioner bereder väg.....	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk.....	3
Emissioner bereder väg.....	4
Väntad finansiering som stärker ägarbasen.....	4
Sikte mot ny hårvfallsstudie mot slutet av året.....	4
Potential till snabb värdeutveckling i diabetesprojekt.....	6
Även tidiga licensaffärer kan ge lukrativa villkor.....	6
Värderingsansats.....	7
Diabetesprojekt kan bli tydlig värdedrivare.....	7
Disclaimer.....	9

# Emissioner bereder väg

**Follicum tar in 56 MSEK för att ta viktiga steg i såväl håravfalls- som diabetesprojekten. Ägarbildningen stärks genom en riktad emission till större ägare. En ökad satsning på diabetesprojektet kan bidra till att lyfta fram stora värden.**



Follicum gör två emissioner om totalt 56 MSEK före kostnader, varav en riktad del på 25 MSEK. Som vi beskrivit tidigare var en finansiering väntad och att frågan nu klarnar ser vi därför som ett konstruktivt besked som möjliggör ett högt tempo i

den vidare utvecklingen. Det faktum att nya större investerare som Recipharm Venture Fund deltar stärker också ägarbildningen framöver. Större delen av emissionen är öronmärkt för att genomföra en Fas IIa-studie med den nya topikala beredningen av håravfallsbehandlingen FOL-005. Planen är att starta studien mot slutet av året om prekliniska säkerhetsstudier går planenligt. Tidigare kliniska studier tyder på att behandlingen är väl tolererad, vilket talar för låg risk i upploppet inför Fas IIa. Den nya användarvänliga formuleringen öppnar för mer frekvent dosering vilket i sin tur kan tala för att en hårväxtfrämjande effekt ska kunna bekräftas i den kommande studien.

Diabetesprojektet är än så länge i en tidig utvecklingsfas, men emissionen ger möjlighet att ta viktiga värdehöjande steg under de närmaste 6-12 månaderna. Under våren har en läkemedelskandidat valts ut och inom kort ska prekliniska effektstudier genomföras för att utreda om behandlingen kan motverka diabeteskomplikationer. Om lovande data kan påvisas bör det stärka förutsättningarna att göra projektet moget för utlicensiering på ett till två års sikt.

Sammantaget bedömer vi att emissionskursen på 2,20 kronor per aktie är attraktiv och villkor i övrigt enligt förväntan. Justerat för full utspädning från aviserade emissioner gör vi endast en mindre förändring av motiverat värde i basscenariot, till 5,1 kronor per aktie (tidigare 5,3). Vi ser således fortsatt bra potential till uppvärdering. Den pågående finansieringen är i det perspektivet en viktig pusselbit.

## Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2017	2018	2019P	2020P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat	-17	-28	-25	-44
Vinst per aktie, kronor	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	21,6	7,1	48	2

Källa: Follicum (utfall) och Carlsquare (prognoser).

Datum: 11 juni 2019  
Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Follicum AB  
Lista: Spotlight Stock Market  
Vd: Jan Alenfall  
Styrelseordförande: Gun-Britt Fransson  
Marknadsvärde: 106 MSEK (före emissioner)  
Senast: 2,5 kronor  
Kort om Follicum: Follicum utvecklar hårväxtmodulerande behandlingar. Bolagets läkemedelskandidat FOL-005 är en syntetisk peptid som bygger på proteinet osteopontin. Hittills genomförda kliniska studier indikerar en hårväxtfrämjande effekt. Follicum utvecklar också en diabetesbehandling.

Möjligheter och styrkor: Bolaget utvecklar en möjlig "first-in-class" behandling mot håravfall och inga biverkningar har observerats hittills. Det kan tala för att FOL-005 kan användas i stora patientgrupper om behandlingen når marknaden.

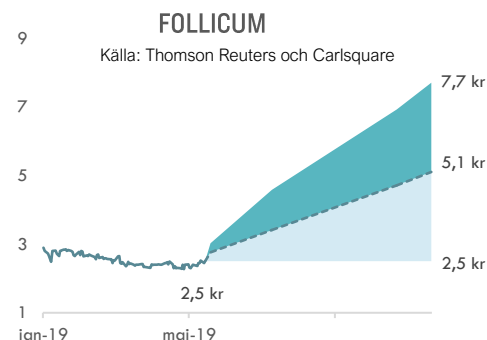
Follicum utvecklar även en behandling avsedd för den mycket betydande diabetesmarknaden som även den är "first in class" med avseende på verkningsmekanism.

Diabetesprojektet har visat lovande resultat i prekliniska studier. Ytterligare framsteg i projektet kan driva värdet på aktien under kommande månader.

Risker och svagheter: FOL-005:s hårväxtfrämjande effekt har ännu inte undersökts under längre tid och inte heller med en färdig användarvänlig formulering.

Bolagets finansiella resurser är begränsade. Pågående emissioner ger en tydlig kassaförstärkning.

Värdering: Bear 2,5 kr      Bas 5,1 kr      Bull 7,7 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Vd har suttit på posten sedan 2012. FOL-005-projektet har under denna tid utvecklats i snabb takt. Organisationen är liten och personberoende vilket drar ned betyget.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Swedish Growth Fund med en ägarandel på knappt 15 procent är störste ägare. Genom den riktade emissionen stärks ägarbilden med ett antal större ägare, däribland Recipharm Venture Fund. Vi höjer därför betyget ett snäpp.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Follicum hade cirka 15 MSEK i kassan per den 31 mars 2019. Om den aviserade företrädesemissionen blir fulltecknad bedöms likviden täcka bolagets behov i knappt två år. Vi höjer därför betyget.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

### Potential



Projekten i portföljen har mycket stora patientgrupper som mål. Marknaden för håravfallsbehandlingar är troligen betydande men något svårbedömd bland annat med hänsyn till stor generisk konkurrens.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



FOL-005 är i relativt tidig utvecklingsfas och effekt och säkerhet kommer att behöva bekräftas i flera kliniska studier framöver.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Emissioner bereder väg

### Väntad finansiering som stärker ägarbasen

Follicum har aviserat att bolaget avser att genomföra två emissioner för att finansiera vidare utveckling av bolagets projekt. Styrelsen föreslår en riktad emission om 11,4 miljoner aktier till emissionskurs 2,20 kronor per aktie till ett antal större investerare, däribland Recipharm Venture Fund, Mats Paulssons Stiftelse för forskning, innovation och samhällsbyggande (nya ägare) och Brushamn Invest (tidigare ägare). Samtidigt görs en förträdesemission där tre gamla aktier ger rätt att teckna en ny aktie till kurs 2,20 kronor per aktie. Sammantaget tar Follicum in 56 MSEK före emissionskostnader till en premoneyvärdering på cirka 93 MSEK.

Som vi tidigare skrivit räknade vi med en emission då vi bedömde att ett kapitalbehov skulle uppstå mot slutet av året. I det perspektivet bedömer vi att tidpunkten är lämplig då det ger möjlighet att hålla ett högt tempo i utvecklingen. Även om den riktade emissionen medför viss utspädning för befintliga aktieägare uppvägs det enligt vår bedömning av att ägarbilden förstärks genom nya ankarinvestorer. Det torde i sin tur kunna gynna intresset för företrädesemissionen. Recipharm Venture Fund har sitt ursprung i den framgångsrika kontraktstillverkaren Recipharm och har även investeringar i bland annat Xspray Pharma och Isofol Medical.

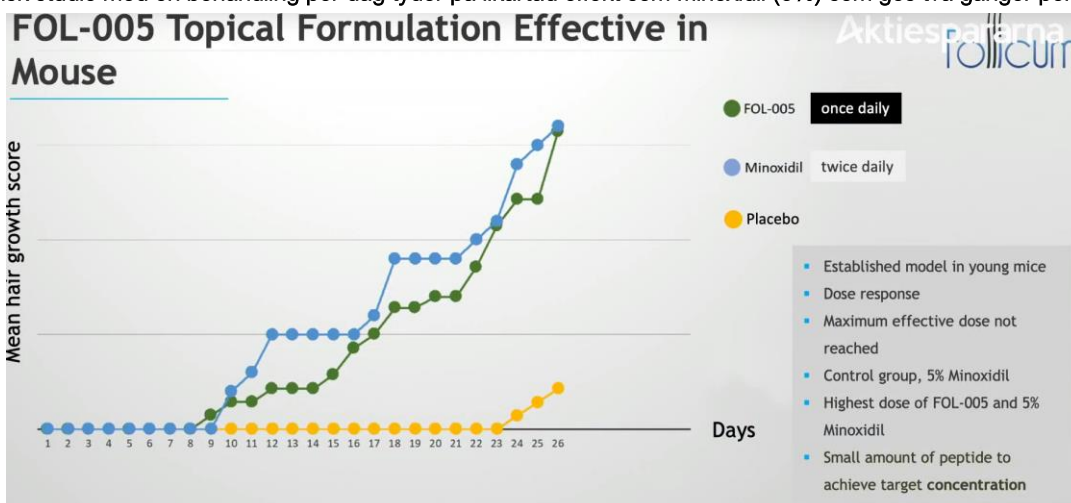
Emissionsvillkoren är i övrigt helt i linje med vad vi hade förväntat oss. Vid fulltecknad emission bedömer bolaget att likviden täcker bolagets kapitalbehov till och med första kvartalet 2021. Teckningsperioden löper mellan den 20 juni och den 4 juli 2019.

### Sikte mot ny håravfallsstudie mot slutet av året

Det främsta syftet med emissionen är att finansiera en kommande klinisk studie med en topikal krämlignande beredning av håravfallsbehandlingen FOL-005. Planen är att inleda studien mot slutet av året på samma tyska specialistkliniker som anlåtits för de tidigare kliniska studierna. Tidplanen är avhängig om pågående diskussioner med läkemedelsmyndigheter leder till en överenskommelse rörande upplägget. Som en förberedelse kommer Follicum inom kort att påbörja en preklinisk säkerhetsstudie. I början av året rapporterade bolaget att kontrollerade prekliniska studier visar att den topikala formuleringen av FOL-005 med den högsta undersökta dosen har likvärdig effekt som Minoxidil 5 % (kommersiell styrka).



Preklinisk studie med en behandling per dag tyder på likartad effekt som Minoxidil (5%) som ges två gånger per dag



Källa: Follicum

Follicum har även nyligen lämnat in en patentsökning för den topikala formuleringen vilket kan förlänga patenttiden för FOL-005 med åtta år till 2040.

Som bekant har Follicum redan genomfört två kliniska studier där FOL-005 har injicerats i låar respektive skalp och behandlingen har varit väl tolererad. Det talar för att den prekliniska säkerhetsstudien närmast är en "formsak" och att klartecken därefter kan ges för en fas IIa-studie med flera dosgrupper. Skillnaden jämfört med tidigare studier är att FOL-005 nu ska ges med topikal formulering och mer frekvent, en gång om dagen jämfört med tre gånger per vecka i den förra studien. En mer frekvent dosering är en positiv aspekt som allt annat lika torde förbättra förutsättningarna att påvisa effekt. Liksom i den förra studien kommer deltagarna att behandlas under tre månader vilket är en relativt kort tid för att studera hårväxtbehandlingar. Sex månader upp till ett år vore mer "typiskt" åtminstone sett till andra studier på området men än så länge har Follicum troligen inte tillräckligt med säkerhetsdata för att få myndigheters tillåtelse att genomföra längre studier än tre månader. Bolagets målsättning är ändå att Fas IIa-studien ska generera tillräckligt lovande effektsignaler för att kunna träffa ett licensavtal efter studien. Tidigare har Follicum signalerat att omkring 100 deltagare förväntas ingå i studien (jämfört med 60 i den förra studien).

FOL-005 utgör en ny verkningsmekanism för att behandla håravfall. Andra kliniska projekt i sen utveckling tycks till stor del handla om att utveckla nya anti-androgena behandlingar eller finasterid i ny beredning. En utmaning är att exempelvis finasterid även i låga doser medför ökad risk för nedsatt sexuell förmåga (enligt kliniska studier drabbas omkring fyra procent vid dos 1 mg). Även om biverkningar kan mildras med nya formuleringar som ger mindre systemisk påverkan kan det vara svårt att helt tvätta bort denna stämpel. I det perspektivet kan FOL-005 med

en som det verkar gynnsam biverkningsprofil vara ett mycket intressant alternativ, givet att likvärdig effekt som befintliga behandlingar kan uppnås.

## Potential till snabb värdeutveckling i diabetesprojekt

Emissionerna ska även finansiera arbetet med att göra diabetesprojektet redo för kliniska studier. I februari valdes en läkemedelskandidat ut. Tidigare prekliniska studier tyder på att Follicums peptider når bukspottskörteln, har en skyddande effekt på insulinproducerande  $\beta$ -celler och stimulerar insulinfrisättning. För närvarande pågår inledande effektstudier med den utvalda kandidaten för projektet. Planen är att under andra halvåret genomföra ytterligare prekliniska effektstudier avseende peptidens förmåga att mildra diabeteskomplikationer som inflammation och försämring av funktion i  $\beta$ -celler, åderförkalkning och/eller leversjukdomen NASH (icke-alkoholinducerad steatohepatit). Målsättningen är att sammanställa ett prekliniskt datapaket för att möjliggöra för ett samarbete med en större partner.

Forskningen vad gäller möjliga behandlingar för att skydda  $\beta$ -celler har framför allt varit inriktad på typ 1-diabetes där det medicinska behovet är som tydligast. Exempel på angreppssätt är olika former av immunterapier eventuellt i kombination med befintliga diabetesbehandlingar som GLP-1-agonister. I och med att Follicum riktar in sig på att behandla de komplikationer som uppstår till följd av diabetes, är såväl typ-1 som typ 2 möjliga indikationer. Det är ett tidigt skede för att bedöma möjliga målpopulationer för Follicums diabetespeptider och det lär i slutändan vara ett beslut som en eventuell framtida partner får fatta. Marknaden för diabetesbehandlingar väntas totalt sett uppgå till 58 miljarder USD 2024 (Källa: *Evaluate Pharma*). Enligt *Datamonitor* väntas marknaden för typ 1-diabetes uppgå till uppåt sju miljarder USD 2023.

Vi bedömer att diabetesprojektet är en potentiellt mycket viktig värde drivare för Follicum. Emissionen ger resurser för att ta viktiga framsteg och stärka den prekliniska evidensen de närmaste sex till tolv månaderna.

### Även tidiga licensaffärer kan ge lukrativa villkor

Follicums målsättning är att licensiera ut diabetesprojektet i ett tidigt skede, mot bakgrund av att den kliniska utvecklingen på området är generellt mycket kostnadskrävande. Nedan listar vi ett urval av licensaffärer för diabetesprojekt som har träffats i tidig fas:

## Urval av licensaffärer för diabetesprojekt i tidig fas

Bolag	Partner	Projekt	Indikation	Fas	Värde (MUSD)	Upfront (MUSD)	Royalties
Intercept	Servier	TGR 5	T2D	Preklin.	163	?	?
Amunix	Naia	GLP-1/GLP-2 XTEN	T2D	Preklin.	70	?	?
Zealand	Boehringer Ingelheim	ZP2929	T2D	Preklin.	414	?	7-12 %
Sigilon	Lilly	Cellterapi	T1D	Preklin.	473	63	5-15%
Ziyo	Novo Nordisk	Smart insulin	Diabetes	Preklin.	800	?	
Medel					384		
Median					414		

Källa: Carlsquare

## Värderingsansats

### Diabetesprojekt kan bli tydlig värde drivare

En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld och karakteriseras av dess binära natur, i den mening att antingen erhåller läkemedelskandidaten ett godkännande, eller så gör den det inte. Vår föredragna metod är att värdera Follicum som summan av bedömda riskjusterade och diskonterade värden på projekten i portföljen. Vi utgår från scenarion där projekten når marknaden. Milstolpesbetalningarna och royaltyintäkter riskjusteras för att avspegla sannolikheten att utveckling samt försäljning faktiskt blir som i antaget scenario. Vi modellerar med sannolikheter med utgångspunkt från historiska data från USA enligt *Biotechnology Innovation Organization (BIO) (2016)*. Vi har generellt använt en diskonteringsränta på 14,5 procent (tidigare 13,9 procent). Detta baserat på en riskfri ränta på 0,2 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 11 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2019* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,8 procent och ett storleksbaserat tillägg på 4,2 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt *Damodaran Online*.

En högre diskonteringsränta jämfört med tidigare påverkar det riskjusterade nuvärdet av projekten negativt. Det kompenseras till viss del av att vi antar en högre dollarkurs i våra värderingsmodeller. I övrigt har vi använt samma antaganden som i tidigare analyser.

Sammantaget beräknar vi ett aktieägarvärde på 289 MSEK (tidigare 300 MSEK). Justerat för full utspädning från aviserade emissioner beräknar vi ett motiverat värde på cirka 5,1 kronor per aktie (tidigare 5,3).



### Värdering av summan av delarna i Follicum

	Fas	Toppförsäljning (MUSD)	Riskjusterat NPV (MSEK)	Per aktie (kronor)	Antagande
FOL-005, Håravfall	II	700	213	5,0	24 % chans till lansering, 15 % royalty, 63 MUSD milstolpar
FOL-014, Diabetes	Prekl.	1700	99	2,3	4 % chans till lansering, 7,5 % royalty, 414 MUSD milstolpar
Overhead			-32	-0,8	9 MSEK/år
Nettokassa/-skuld			10	0,2	Per 2019-06-30 (P)
<b>Totalt</b>			<b>289</b>	<b>6,9</b>	<b>42,2 miljoner aktier</b>
Pågående emissioner			52		Antagen emission e kostn
<b>Totalt efter utspädning</b>			<b>341</b>	<b>5,1</b>	<b>67,6 milj. aktier</b>

Källa: Carlsquare

- I ett optimistiskt scenario (BULL) på cirka sex månaders sikt räknar vi med att lovande prekliniska effektresultat kan visas i diabetesprojektet och att läkemedelskandidaten blir redo för regulatoriska säkerhetsstudier. Vi höjer sannolikhet till lansering. Vi räknar också med att den kliniska studien för håravfallsprojektet inleds planenligt. Vidare räknar vi med en längre marknadsexklusivitet (till och med 2040) för håravfallsbehandlingen till följd av patentansökan för den nya formuleringen. Vi ser i detta scenario ett motiverat värde på över 500 MSEK för Follicum, eller 7,7 kronor per aktie.
- I ett pessimistiskt scenario (BEAR) avbryts diabetesprojektet på grund av motgångar i den prekliniska utvecklingen. Vi antar också en lägre toppförsäljning på 450 MUSD för FOL-005 (i linje med vad Propecia nådde som bäst). Vi beräknar då ett motiverat värde på 2,5 kronor per aktie.

## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.