



Crossject

Super Génériques / France

La patience est une vertu... espérons-le

Publication Res./CA - 03/04/2024

Le groupe a surpris en publiant un communiqué de presse sur les progrès réalisés dans sa stratégie américaine et une série de résultats (très résumés) pour l'année fiscale 23. Nous voyons surtout des points négatifs dans ce communiqué et l'espoir de voir Zeneo atteindre le marché américain par le biais d'une EUA en FY24 s'est évanoui... nous réviserons nos chiffres à la baisse après la publication des résultats détaillés de FY23, notamment en reportant le lancement des NTE du groupe.

Actualité

Crossject a publié un communiqué de presse détaillant sa stratégie américaine et publiant ses comptes annuels (partiels) pour l'exercice 23 (le rapport complet est attendu le 24 avril).

Analyse

Tout d'abord, ce communiqué est une surprise puisque, comme nous l'avons déjà mentionné, le rapport annuel est attendu pour le 24 avril. Deuxièmement, ce communiqué est plutôt une mauvaise nouvelle pour les investisseurs. En effet :

- Le groupe attend désormais l'EUA pour Zepizure aux Etats-Unis au plus tôt au cours du T1 2025 (le dernier objectif communiqué était FY23/Q124 et les nouvelles d'aujourd'hui ne peuvent que décevoir les investisseurs).

- Le groupe a également indiqué qu'il était en mesure de financer son plan d'affaires jusqu'en... septembre 2024. Notons qu'il a émis 7 M€ d'obligations en février (voir notre Dernière en date du 28 février 2024) et le communiqué souligne clairement qu'il y aura d'autres financements à court terme, ce qui implique une nouvelle dilution à notre avis.

- Cela empêchera le groupe de demander le tirage total ou partiel de la seconde tranche de la dernière émission obligataire (jusqu'à 5 millions d'euros) à court terme (ce qui aurait pu être le cas à partir de juillet sinon) puisque les conditions ne seront pas remplies rapidement (au mieux l'année prochaine).

- Dans une moindre mesure, le compte de résultat affiche toujours une perte assez importante (-12,3 millions d'euros contre -13,3 millions d'euros il y a un an au niveau opérationnel), et ce malgré le montant facturé à la BARDA (6,7 millions d'euros contre 1,8 million d'euros). Bien que cela ait été prévu – c'est-à-dire des coûts plus élevés du côté du développement partiellement compensés par la BARDA – il n'en reste pas moins que le P&L ne semble pas beaucoup mieux que l'année dernière et implique que le groupe brûle toujours un montant significatif de liquidités.

- Nous ne comprenons pas pourquoi l'ensemble des comptes n'a pas été publié (ou pourquoi nous avons ce rapport très partiel), ce qui ne facilite guère la vie des investisseurs.

Le groupe prévoit également de déposer en H125 une demande de NDA (New Drug Application) pour Zepizure et "travaille sur les activités liées à son enregistrement et à sa pré-commercialisation aux Etats-Unis, puisque Crossject a l'intention de conserver les droits commerciaux américains de Zepizure". Le



Fabrice FARIGOULE

pharma@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Achat Potentiel: 267 %

Cours objectif à 6 mois 11,6 €

Cours 3,15 €

Cap. boursière M€ 115

Momentum du cours **NÉGATIF**

Extrême 12 mois 3,03 ▶ 5,83

Sustainability score 4,3 / 10

Credit Risk BBB →

Bloomberg ALCJ FP Equity

Reuters ALCJ.PA

[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	3,96 %	-8,03 %	-35,6 %	-22,0 %
Pharmacie	-1,11 %	2,12 %	8,92 %	11,0 %
STOXX 600	-0,49 %	2,21 %	6,28 %	11,1 %

Dernière maj : 25/07/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	-8,01	-17,5	6,33	3,01
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-16,5	-28,5	4,44	2,49
BPA ajusté (€)	-0,36	-0,23	0,50	1,05
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	111
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	9,72	14,0	59,0	92,9
Marge d'EBIT (%)	0,00	0,00	78,0	100
Résultat net pdg (M€)	-11,2	-8,47	18,4	38,8
ROE (après impôts) (%)	798	550	410	112
Taux d'endettement (%)	418		173	79,2

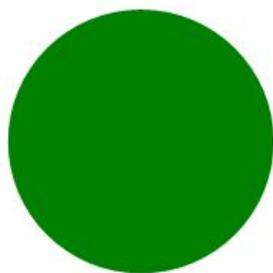
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

groupe devra "seulement" démontrer la bioéquivalence de Zepizure (par rapport à d'autres produits injectables). C'est une bonne chose. Mais cela signifie que ces produits ne pourront certainement pas être mis sur le marché avant l'année fiscale 26, au mieux. La question clé à court terme reste le financement et le marché sera probablement heureux d'attendre d'en savoir plus sur ce point avant que la dynamique de l'action puisse s'améliorer et la réaction du marché à court terme sera très probablement négative.

■ Impact

Nous ajusterons notre modèle après la publication des résultats détaillés de l'exercice 23 (24 avril). La grande différence sera le calendrier de lancement des produits ainsi que la dilution (sur laquelle nous devons faire un certain nombre d'hypothèses). Ces deux éléments ne peuvent évidemment que conduire à une valorisation plus faible, comme nous l'avons déjà souligné après l'annonce de l'émission obligataire en février dernier.

Géographie du chiffre d'affaires



■ Europe (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€	9,72	14,0	59,0
Croissance du CA	%	43,5	44,2	321
Variation des coûts de personnel	%	16,7	0,00	14,3
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5
Marge d'EBITDA(R)	%	-71,3	-39,9	58,5
Dotations aux amortissements	M€	-6,36	-6,36	-6,36
Résultat opérationnel courant	M€	-13,3	-11,9	28,2
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-13,3	-11,9	28,2
Résultat financier net	M€	0,11	-0,70	-0,70
dt serv. des engagts de retraites	M€		0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	M€	-0,20	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	2,22	4,17	-9,07
Mises en équivalence	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-11,2	-8,47	18,4
NOPAT	M€	-9,97	-8,96	21,1

Tableau de financement

EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5
Variation du BFR	M€	-2,80	1,11	-46,0
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	2,22	4,17	-9,07
Éléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	2,00	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	M€	-5,50	-0,31	-20,6
Investissements matériels	M€	-6,78	-2,27	-5,38
Flux d'investissement net	M€	-6,78	-2,27	-5,38
Charges financières nettes	M€	0,11	-0,70	-0,70
Dividendes (maison mère)	M€			
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	4,09	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	11,2	-3,34	51,1
Variation de la trésorerie	M€	-1,08	-5,92	25,2
Cash flow disponible (avant div)	M€	-12,2	-3,27	-26,6

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	36,4	36,4	36,4
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	31,2	37,0	37,0
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	-0,36	-0,23	0,50
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	14,5 €	40 %	● Sartorius
Somme des parties	12,5 €	40 %	● Coloplast
P/E	6,30 €	5 %	● bioMerieux
VE/Ebitda	6,30 €	5 %	● Carl Zeiss Meditec
Cours/Actif net comptable	3,14 €	5 %	● Faes Farma
Rendement	0,00 €	5 %	● Hikma Pharmaceuti...
Objectif de cours	11,6 €	100 %	● Ipsen
			● UCB

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/22A	12/23E	12/24E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	10,7	10,1	9,42
Immobilisations corporelles	M€	7,67	5,17	5,78
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	1,08	-0,02	46,0
Autres actifs courants	M€	1,48	1,22	0,96
Actif total (net des engagements CT)	M€	22,3	17,1	62,8
Capitaux propres part du groupe	M€	2,69	-5,77	14,8
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	M€	1,42	1,42	
Total des prov. pr risques et charges	M€	1,42	1,42	0,00
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	9,30	9,30	9,30
Endettement net / (trésorerie)	M€	8,86	12,1	38,8
Passifs totaux	M€	22,3	17,1	62,8

Capitaux employés

Capitaux investis	M€	19,4	15,2	61,2
-------------------	----	------	------	------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	798	550	410
Rendement des capitaux investis	%	-51,3	-58,9	34,5
Ratio d'endettement	%	418		173
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-1,28	-2,17	1,12
Couverture des frais financiers	x	121	-17,1	40,3

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-8,01	-17,5	6,33
Rendement du cash flow disponible	%	-11,7	-2,24	-23,3
P/ANC	x	38,8	-25,3	7,76
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	104	146	115
+ Provisions	M€	1,42	1,42	0,00
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	8,86	12,1	38,8
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€			
= Valeur d'entreprise	M€	114	159	153
VE/EBITDA(R)	x	-16,5	-28,5	4,44
VE/CA	x	11,8	11,4	2,60

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 25/07/2023.