



Crossject

Super Génériques / France

Exercice 22 : peu à apprendre de la publication

Publication Res./CA - 23/03/2023

Comme à l'accoutumée, les résultats de l'exercice ne sont pas significatifs.

Le financement est assuré à court terme, mais ce n'est pas une nouvelle en soi.

Pas non plus de réelles nouvelles sur les progrès réalisés sur différents fronts (BARDA, EUA, dépôts).

Le marché reste avide de nouvelles informations.

Nous pensons par ailleurs qu'il est possible d'améliorer la communication du groupe.

Actualité

Résultats de Crossject pour l'exercice 22: les revenus atteignent 9,718 M€ contre 6,772 M€, le résultat d'exploitation est de -13,288 M€ contre -11,823 M€, et le résultat net de -11,157 M€ contre -10,806 M€. La société "disposait d'une trésorerie de 8 M€ (10 M€ il y a un an), plus 6,2 M€ de financement non dilutif et 3,8 M€ du même plan, à recevoir, dont 2 M€ sont conditionnés à l'obtention de l'autorisation d'utilisation d'urgence (EUA) de la FDA".

Analyse

Comme toujours, notons que les chiffres actuels sont peu pertinents puisque l'histoire de Crossject repose sur le futur lancement de Zeneo combiné aux NTE que le groupe vise. En particulier, le top-line du groupe n'a que peu de sens avec les pertes affichées par la société. A noter que ces revenus incluent c.1,8m€ provenant de la facturation BARDA. Néanmoins, les revenus ont augmenté de manière substantielle (+43% à 9,7 millions d'euros, y compris environ 6,1 millions d'euros de production capitalisée). Encore une fois, il ne s'agit pas d'un chiffre très important en termes absolus, mais il s'agit tout de même d'une nouvelle positive (à propos, notons que le P&L mentionné dans la version anglaise du communiqué en page 5 est... erroné puisque la production capitalisée n'est pas prise en compte). Sur un plan moins positif, les dépenses d'exploitation ont régulièrement augmenté pour atteindre 23 M€ contre 18,6 M€, soit une accélération par rapport à H122 où elles n'atteignaient "que" 10 M€. Bien que cela soit compréhensible pour une société qui est encore en phase de montée en puissance avec des dépenses de personnel et des achats/charges externes en hausse de quelque 4 M€, cela explique certainement en partie la réaction un peu froide du marché à ces chiffres, en plus d'une communication que nous jugeons "maladroite".

Sur le front du financement, la société a conclu un certain nombre d'accords et procédé à quelques émissions de capital qui ont sécurisé la structure de son bilan (grosso modo, 11 M€ d'augmentation de capital et de prêts, ces derniers atteignant un total de 14 M€ dont 4 M€ ont été accordés au cours de l'exercice 22 – voir également notre dernière note datée du 12 janvier 2023). Ainsi, la trésorerie disponible à la fin de l'exercice 22 s'élevait à 7,8 millions d'euros, globalement stable d'une année sur l'autre compte tenu de la consommation de trésorerie.



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: 147 %
Cours objectif à 6 mois	9,87 €
Cours	3,99 €
Cap. boursière M€	145
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	1,71 ▶ 4,95
Sustainability score	3,8 /10
Credit Risk	DDD ↗
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-5,67 %	-11,7 %	13,4 %	96,2 %
Pharmacie	1,96 %	-1,74 %	-0,29 %	-0,90 %
STOXX 600	2,45 %	-3,76 %	4,66 %	-2,51 %

Dernière maj : 12/12/2022	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	-6,81	-9,23	-12,0	9,78
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-12,8	-12,2	-12,3	8,00
BPA ajusté (€)	-0,45	-0,31	-0,33	0,41
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	6,77	3,01	3,01	49,0
Marge d'EBIT (%)	0,00	0,00	0,00	93,9
Résultat net pdg (M€)	-10,7	-9,76	-12,4	15,2
ROE (après impôts) (%)	325	95,3	58,8	-78,4
Taux d'endettement (%)				

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

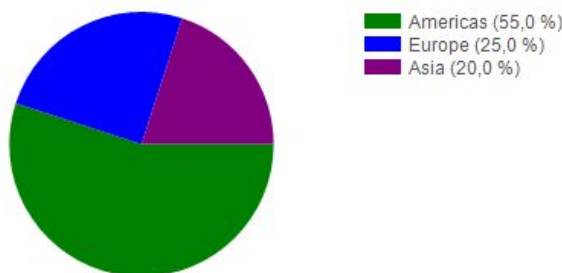
Cette dernière a atteint 5,1 millions d'euros en termes d'exploitation et 6,8 millions d'euros en termes de dépenses d'investissement, pour un total d'environ 12 millions d'euros. La société a de nouveau indiqué qu'elle était confiante dans " sa capacité à trouver les financements nécessaires à la poursuite de son développement ", compte tenu du montant de la trésorerie disponible, du solde du prêt bancaire de 14 M€ et de l'encaissement attendu du contrat BARDA (facturation mensuelle). Nous regrettons que le management ne mentionne plus la poursuite de sa stratégie de privilégier les instruments non dilutifs dans ses financements futurs. En fait, il indique que l'utilisation de tels instruments est beaucoup moins probable qu'auparavant mais ne l'exclue pas complètement. En ce qui concerne les dépenses d'investissement (environ 7 millions d'euros pour les exercices 22 et 21), nous ne voyons aucune raison pour que ce chiffre augmente de manière significative avant que les premiers contrats ne soient signés (c'est-à-dire après l'enregistrement des produits). Comme nous l'avons mentionné plus haut, cette somme devrait également être financée par les revenus croissants de l'accord avec BARDA (1,8 million de dollars US pour l'exercice 22), avec un total de 35 millions de dollars US à venir (sur une base mensuelle) au cours des trois prochaines années. Il convient de mentionner que ces facturations ne sont pas réparties de manière égale et qu'elles augmenteront au fil du temps ; nous ne nous attendons donc pas à recevoir 12 à 15 millions de dollars US au cours de l'année fiscale 23. Un financement supplémentaire proviendra néanmoins de cette source et, bien qu'aucun détail ne soit donné, nous estimons que le groupe devrait être en mesure d'encaisser au moins 5 millions d'euros au cours de l'exercice 23 (pour rester conservateur).

En fin de compte, la réaction du marché (c.-12%) a été un mélange de plusieurs éléments à notre avis. Elle n'est pas due aux chiffres en tant que tels, qui n'ont pas envoyé de signaux particulièrement négatifs. Nous pensons néanmoins que les investisseurs attendaient davantage du côté du développement. L'accord avec le BARDA était une bonne nouvelle pour l'exercice 22, mais il était connu depuis... juin dernier. En outre, rien n'a changé (c'est-à-dire qu'aucun détail supplémentaire n'a été donné) concernant l'EUA (Emergency Use Utilization), les premiers produits étant toujours attendus pour la fin de l'année. Nous avons également trouvé la communication du groupe avec les marchés financiers plutôt maladroite, en particulier en termes de distribution et d'organisation de l'information, la réunion des analystes ayant lieu près de deux jours après la publication. Nous pensons que le groupe doit également travailler sur ce point, même si le marché attend surtout des progrès dans la commercialisation à venir des produits du groupe.

■ Impact

Ces chiffres ne changeront pas beaucoup nos prévisions. Nous affinerons notre modèle sur la base des comptes de l'exercice 22 mais, la valorisation du groupe étant essentiellement basée sur ses perspectives à moyen et long terme, il est peu probable que notre évaluation change de manière significative.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	6,77	3,01	3,01
Croissance du CA	%	18,2	-55,6	0,00
Variation des coûts de personnel	%	0,00	16,7	0,00
EBITDA	M€	-7,33	-10,5	-14,4
Marge d'EBITDA(R)	%	-108	-349	-480
Dotations aux amortissements	M€	-4,49	-3,35	-3,35
Résultat opérationnel courant	M€	-11,8	-13,9	-17,8
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-11,8	-13,9	-17,8
Résultat financier net	M€	-0,82	-0,70	-0,70
dt serv. des engagts de retraites	M€		0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	M€	0,08	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	1,82	4,81	6,10
Mises en équivalence	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-10,7	-9,76	-12,4
NOPAT	M€	-8,87	-10,4	-13,3

Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	-7,33	-10,5	-14,4
Variation du BFR	M€	-0,34	1,83	1,12
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€		4,81	6,10
Éléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	0,00	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	M€	-7,67	-3,88	-7,22
Investissements matériels	M€	-6,73	-2,66	-2,27
Flux d'investissement net	M€	-6,73	-2,66	-2,27
Charges financières nettes	M€	-0,82	-0,70	-0,70
Dividendes (maison mère)	M€			
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	12,1	24,1	9,30
Variation de la trésorerie	M€	-2,34	17,5	-0,19
Cash flow disponible (avant div)	M€	-15,2	-7,24	-10,2

Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	25,3	36,3	36,1
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	24,0	31,4	37,3
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,45	-0,31	-0,33
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	11,8 €	40 %	● UCB
Somme des parties	12,3 €	40 %	● Coloplast
P/E	2,00 €	5 %	● Faes Farma
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	● bioMerieux
Cours/Actif net comptable	2,00 €	5 %	● Hikma Pharmaceuti...
Rendement	0,00 €	5 %	● Ipsen
Objectif de cours	9,87 €	100 %	● Carl Zeiss Meditec
			● Sartorius

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/21A	12/22E	12/23E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	9,14	8,81	8,47
Immobilisations corporelles	M€	7,15	7,29	7,04
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,08	0,08	0,08
BFR	M€	-1,71	-3,54	-4,66
Autres actifs courants	M€	3,02	2,75	2,49
Actif total (net des engagements CT)	M€	18,4	16,1	14,2
Capitaux propres part du groupe	M€	-5,48	-15,0	-27,2
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€	0,13	0,13	0,13
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,13	0,13	0,13
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	7,25	7,25	7,25
Endettement net / (trésorerie)	M€	16,5	23,8	34,0
Passifs totaux	M€	18,4	16,1	14,2

Capitaux employés

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitaux investis	M€	14,7	12,6	10,9

Ratios de profits & risques

		12/21A	12/22E	12/23E
ROE (après impôts)	%	325	95,3	58,8
Rendement des capitaux investis	%	-60,5	-82,3	-122
Ratio d'endettement	%			
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-2,25	-2,26	-2,35
Couverture des frais financiers	x	-14,5	-19,8	-25,4

Ratios de valorisation

		12/21A	12/22E	12/23E
PER ajusté	x	-6,81	-9,23	-12,0
Rendement du cash flow disponible	%	-19,7	-6,96	-7,07
P/ANC	x	-14,1	-6,94	-5,31
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitalisation boursière	M€	77,3	104	144
+ Provisions	M€	0,13	0,13	0,13
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	16,5	23,8	34,0
+ 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€	94,0	128	178
VE/EBITDA(R)	x	-12,8	-12,2	-12,3
VE/CA	x	13,9	42,5	59,2

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 12/12/2022.