



Crossject

Supergenerics / France

You can continue to receive AlphaValue's Research under MiFID II [Learn more](#)

En passe de lancer ses produits sur le marché

Publication Res./CA - 22/03/2018

Actualité

Crossject a publié ses résultats 2017. Le chiffre d'affaires s'est établi à 4,14m€, contre 1,43m€ en 2016, le résultat opérationnel à -8 621k€ (contre -7 291k€) et le résultat net à -7 611k€ (contre -6 663k€). Fin 2017, la trésorerie nette atteignait 2,8m€ (contre 2,6m€ fin 2016).

Analyse

Rappelons que ces résultats ne sont toujours pas significatifs, le développement de Crossject dépendant du lancement prochain de Zeneo et des NTE ciblées par le groupe. Nous constatons cependant que ces résultats sont relativement moins que nous ne les attendions, 2017 ayant été marqué par la structuration de l'outil industriel avec l'achèvement de la mise en place de la ligne PARC (tubes "Prêts A Remplir") et l'installation de la ligne de production de générateurs de gaz. Environ 20 000 tubes ont ainsi été livrés à Cenexi au cours du S2 17 et 20 000 autres devraient être livrés d'ici la fin du mois. Le calendrier des demandes d'autorisation de mise sur le marché en Europe et aux États-Unis a également été confirmé (2019 pour Zeneo® Sumatriptan, Zeneo® Midazolam, Zeneo® Adrenaline, Zeneo® Hydrocortisone, Zeneo® Naloxone, 2020 pour Zeneo® Methotrexate et Zeneo® Terbutaline). Il convient de noter que selon une étude ("Intuitive") menée auprès de 134 patients, 93% des personnes interrogées sont parvenues à manipuler correctement le produit, 97% ont jugé Zeneo facile à utiliser et 99% se disent prêtes à demander à leur médecin de leur prescrire Zeneo à la place de tout autre dispositif d'injection. Ces résultats confortent notre point de vue sur la qualité intrinsèque du produit.

Si la croissance du CA s'explique principalement par la mise en route de l'outil industriel, la forte progression des charges externes résulte surtout de la constitution de stocks (7,4m€ contre 4,5m€), du recours à des prestations de conseil auprès d'intervenants externes ou à du personnel intérimaire. Compte tenu des effectifs plus nombreux, passés de 39 à 58 sur la période (production, contrôle qualité, etc.), les charges de personnel ont également fortement augmenté (+0,7m€). Enfin, la hausse des amortissements (+0,5m€) est liée à la progression des dépenses de R&D capitalisées (dépréciées sur 5 ans), conduisant à un résultat net de -7,6m€ (contre -6,6m€) compte tenu d'un crédit d'impôt de 1,1m€. En ce qui concerne le cash-flow (principal indicateur de performance puisque la société ne commercialise toujours pas ses produits), les sorties nettes de trésorerie ont été exactement compensées par l'augmentation de capital, la ligne de financement en fonds propres (7,4m€) et les avances (3,4m€). De fait, la trésorerie nette est restée pratiquement inchangée (2,6m€). Sur le front du financement, le groupe a émis pour 5,3m€ d'obligations convertibles début 2018 (cf. notre commentaire du 14 février dernier).

Nous ne tablons sur aucune émission majeure en 2018, le financement du groupe étant déjà assuré à hauteur de 8m€ (5,3m€ via l'emprunt obligataire émis, 1,4m€ via le PIAVE et 1,3m€ via le crédit d'impôt). Le groupe devra néanmoins financer (en 2018 et en 2019) les études nécessaires à l'obtention des approbations réglementaires de ses huit NTE actuellement dans le pipeline (cf. ci-dessus). En



Fabrice FARIGOULE
pharma@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
corporate.alphavalue.com

AlphaValue a été mandaté par Crossject pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Crossject.

Achat	Potentiel: 282 %
Cours objectif à 6 mois	16,1 €
Cours	4,21 €
Cap. boursière M€	37,1
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	3,91 ▶ 6,80
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-5,39 %	-4,32 %	-0,47 %	-14,4 %
Pharmacie	-0,11 %	0,52 %	-6,10 %	-4,41 %
STOXX 600	0,01 %	-0,87 %	-4,03 %	-0,19 %

Dernière maj :	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
06/11/2017				
PER ajusté (x)	-8,05	-7,64	-12,9	-11,8
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-7,51	-9,19	-15,8	-7,20
BPA ajusté (€)	-0,88	-0,98	-0,41	-0,36
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€)	2,37	1,43	2,00	2,00
Marge d'EBIT (%)	ns	ns	-196	ns
Résultat net pdg (M€)	-5,73	-6,66	-3,22	-3,09
ROE (après impôts) (%)	-49,2	-88,4	-44,0	-44,6
Taux d'endettement (%)	-91,3	-62,3	-46,4	-183

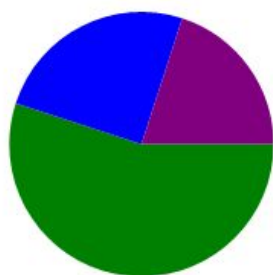
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

outre, les commissions upfront et/ou la conversion des options pourraient constituer une source de financement supplémentaire. Par ailleurs, de nouvelles aides pourraient être accordées. Le processus d'industrialisation étant désormais en bonne voie, le groupe peut se concentrer sur ses priorités : obtenir les autorisations réglementaires tout en négociant des accords de distribution/redevances avec des partenaires américains/européens, dans l'optique de pénétrer le marché aussi rapidement que possible.

■ Impact

Intrinsèquement, ces résultats ne sont pas significatifs. Les investisseurs doivent surtout noter que la mise sur le marché des produits de Crossject est en bonne voie. Après plusieurs années de développement, il s'agit du principal élément déclencheur attendu par le marché. S'il reste encore du chemin à faire, cette perspective paraît désormais à portée de main, signifiant que les investisseurs devraient finalement être récompensés pour leur patience. Nous mettrons à jour nos estimations, non pas en fonction des résultats 2017, mais après mise à jour de nos hypothèses et pour tenir compte de la nouvelle NTE le pipeline («Terbutaline»).

Géographie du chiffre d'affaires



■ Americas (55,0 %)
■ Europe (25,0 %)
■ Asia (20,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

		12/16A	12/17E	12/18E
Chiffre d'affaires	M€	1,43	2,00	2,00
Croissance du CA	%	-39,8	40,2	0,00
Variation des coûts de personnel	%	5,41	17,7	12,2
EBITDA	M€	-5,52	-2,57	-2,97
Marge d'EBITDA(R)	%	-387	-129	-148
Dotations aux amortissements	M€	-1,77	-1,35	-1,35
Résultat opérationnel courant	M€	-7,29	-3,92	-4,32
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-7,29	-3,92	-4,32
Résultat financier net	M€	-1,06	-0,30	-0,30
dt serv. des engagts de retraites	M€		0,00	0,00
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€	0,59	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	1,10	1,00	1,52
Mises en équivalence	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-6,66	-3,22	-3,09
NOPAT	M€	-5,10	-2,74	-3,02

Tableau de financement

		12/16A	12/17E	12/18E
EBITDA	M€	-5,52	-2,57	-2,97
Variation du BFR	M€	-0,33	0,46	0,21
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	0,00	1,00	1,52
Eléments 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€	-5,85	-1,11	-1,23
Investissements matériels	M€	-6,00	-0,50	-0,53
Flux d'investissement net	M€	-6,00	-0,50	-0,53
Charges financières nettes	M€	-1,06	-0,30	-0,30
Dividendes (maison mère)	M€			
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	4,10	4,30	0,00
Flux financiers totaux	M€	9,00	0,96	10,9
Variation de la trésorerie	M€	-2,85	-0,65	9,16
Cash flow disponible (avant div)	M€	-12,9	-1,91	-2,06

Données par action

		12/16A	12/17E	12/18E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	7,11	8,64	8,64
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,80	7,87	8,69
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,98	-0,41	-0,36
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	21,5 €	40 %	● Faes Farma
Somme des parties	18,2 €	40 %	■ Hikma Pharmaceuti...
P/E	2,11 €	5 %	■ Ipsen
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	● Stada Arzneimittel
Cours/Actif net comptable	2,11 €	5 %	■ UCB
Rendement	0,00 €	5 %	
Objectif de cours	16,1 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/16A	12/17E	12/18E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	2,51	2,17	1,83
Immobilisations corporelles	M€	5,78	5,27	4,78
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,10	0,10	0,10
BFR	M€	-2,17	-2,63	-2,84
Autres actifs courants	M€	1,97	2,97	3,21
Actif total (net des engagements CT)	M€	8,24	7,93	7,14
Capitaux propres part du groupe	M€	6,28	8,36	5,51
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,12	0,12	0,12
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,12	0,12	0,12
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	4,52	4,52	16,6
Endettement net / (trésorerie)	M€	-2,69	-5,08	-15,1
Passifs totaux	M€	8,24	7,93	7,14

Capitaux employés

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitaux investis	M€	6,22	4,91	3,88

Ratios de profits & risques

		12/16A	12/17E	12/18E
ROE (après impôts)	%	-88,4	-44,0	-44,6
Rendement des capitaux investis	%	-82,1	-55,9	-77,9
Ratio d'endettement	%	-62,3	-46,4	-183
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,49	1,97	5,09
Couverture des frais financiers	x	-6,88	-13,1	-14,4

Ratios de valorisation

		12/16A	12/17E	12/18E
PER ajusté	x	-7,64	-12,9	-11,8
Rendement du cash flow disponible	%	-24,2	-4,21	-5,67
P/ANC	x	8,48	5,44	6,60
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitalisation boursière	M€	53,3	45,5	36,4
+ Provisions	M€	0,12	0,12	0,12
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-2,69	-5,08	-15,1
+ 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€	50,7	40,5	21,4
VE/EBITDA(R)	x	-9,19	-15,8	-7,20
VE/CA	x	35,5	20,2	10,7

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 06/11/2017.