



Crossject

Supergenerics / France



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

S1 2017: une nouvelle NTE dans le pipeline ... et de nouveaux retards à prévoir

Publication Res./CA - 25/09/2017

Actualité

Crossject a publié ses résultats S1 2017. Le chiffre d'affaires atteint 1,635M€ (contre 1,600M€), le résultat opérationnel -4,256M€ (contre -2,779M€), et le résultat net -3,360M€ (contre -2,831M€). La trésorerie nette à la fin du S1 2017 s'établit à 6,096M€ contre 2,644M€ fin 2016, en tenant compte de l'augmentation de capital de 4,985M€ réalisée en mars. La société a également annoncé le développement d'un nouveau produit (Zeneo Terbutaline) dans le domaine de l'asthme aigu et un report de l'ordre de 6 mois pour les dossiers US prioritaires en raison de la ligne de production "PARC" à Dijon (tubes "Prêts A Remplir").

Analyse

En tant que tels, les résultats publiés ne sont pas très significatifs puisque les performances futures de Crossject dépendront surtout du lancement de Zeneo, combiné aux NTE ciblées par le groupe. Cela dit, nous notons que la situation de trésorerie s'est améliorée grâce à l'augmentation de capital et au versement d'avances remboursables au titre du programme PIAVE de Bpifrance et malgré l'augmentation des charges d'exploitation (environ +1,4m€ à 5,9m€, soit +35%) qui correspond à la montée en puissance de l'équipe de production, aux frais de consulting et aux charges externes (ligne de production PARC, achats de composants). Considérant ces dépenses comme des investissements, nous ne sommes pas inquiets, d'autant que la trésorerie nette de Crossject devrait bénéficier de 5,9m€ d'apports en cash d'ici fin 2017 (remboursement du crédit d'impôt, incitations, liquidité ...). Du côté des bonnes nouvelles, le groupe a également annoncé qu'il développera une nouvelle NTE (Zeneo Terbutaline) ciblant le marché de l'asthme aigu. Environ 235m d'individus souffrent d'asthme dans le monde, dont 10% dans sa forme sévère dont seulement une fraction se voit prescrire un traitement de secours en cas d'urgence vitale. Cela semble être un objectif pour Crossject, même si nous avons besoin d'un peu de temps pour examiner cela. Du côté des moins bonnes nouvelles, Crossject prévoit de nouveaux retards en raison d'anomalies au niveau de la ligne de production à Dijon. En bref, le dépôt des demandes d'autorisation de mise sur le marché devrait être reporté d'environ 6 mois aux Etats-Unis et en Europe, ce qui ne devrait pas affecter la stratégie du groupe visant à se concentrer sur les NTE d'urgence parmi son portefeuille actuel de 7 NTE et, plus précisément, sur les produits susceptibles de faire l'objet d'accords de distribution anticipée (générateurs d'upfronts) aux États-Unis. Crossject maintient son objectif de négociation d'accords de licences exclusives aux Etats-Unis pour Zeneo Sumatriptan et de lancement d'un appel d'offre pour Zeneo Midazolam, d'ici la fin de l'année 2017.

Impact

Globalement, ces résultats sont mitigés. À court terme, les nouveaux retards dans le lancement des premiers produits de Crossject sur le marché pèseront sur le titre. Dans le même temps, Zeneo Terbutaline offre des nouvelles opportunités sur

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

Achat	Potentiel: 222 %
Cours objectif à 6 mois	16,1 €
Cours	5,01 €
Cap. boursière M€	44,1
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	4,39 ▶ 7,60
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA

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



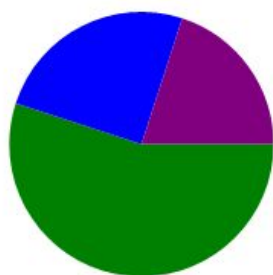
Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-8,74 %	-9,57 %	-23,9 %	-34,0 %
Pharmacie	1,47 %	3,02 %	-4,90 %	7,42 %
STOXX 600	0,66 %	2,49 %	-1,37 %	10,2 %

Dernière maj : 19/05/2017	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
PER ajusté (x)	-8,17	-8,04	-12,2	-14,1
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-7,63	-9,70	-14,9	-9,52
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](#)

le long terme. Finalement, dans la mesure où elle dépend des produits futurs, la valorisation du groupe devrait être pénalisée par les retards, ces derniers faisant mécaniquement croître l'actualisation à appliquer sur les flux de trésorerie. Par ailleurs, une nouvelle opportunité doit également être intégrée dans le portefeuille du groupe. Nous réviserons notre modèle après avoir pris contact avec le groupe. En attendant, la réaction du marché devrait être négative.

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
Éléments 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

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
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€	-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

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	7,11	8,63	8,63
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,80	7,87	8,68
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 %	● Actelion
Somme des parties	18,2 €	40 %	■ Faes Farma
P/E	2,51 €	5 %	■ Hikma Pharmaceuti...
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	■ Ipsen
Cours/Actif net comptable	2,87 €	5 %	● Stada Arzneimittel
Rendement	0,00 €	5 %	■ UCB
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

Capitaux investis	M€	6,22	4,91	3,88
-------------------	----	------	------	------

Ratios de profits & risques

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

PER ajusté	x	-8,04	-12,2	-14,1
Rendement du cash flow disponible	%	-23,0	-4,42	-4,76
P/ANC	x	8,92	5,17	7,85
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	56,1	43,2	43,2
+ 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€	53,5	38,3	28,2
VE/EBITDA(R)	x	-9,70	-14,9	-9,52
VE/CA	x	37,5	19,1	14,1

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 19/05/2017.