



# Crossject

Super Génériques / France

## Pas de nouvelles? Pas forcément une bonne nouvelle

Strategic Plan - 08/02/2024

La présentation de mardi dernier ne nous a pas vraiment renseignés (voire pas du tout) sur le développement du groupe sur la période récente. Nous regrettons qu'aucune nouvelle précision n'ait été donnée concernant les procédures de dépôt aux États-Unis (Emergency Use Authorization), en particulier en termes de calendrier. Nous déplorons également qu'il faille attendre aussi longtemps (soit jusqu'à fin avril !) pour avoir un aperçu sur les comptes annuels 2023 et les perspectives financières compte tenu des nouveaux besoins en matière de financement. En résumé, nous sommes déçus.

### Actualité

Le groupe a organisé un webcast le 6 février pour faire le point sur son développement sur la période récente et sa stratégie commerciale pour 2024.

### Analyse

Pour commencer et pour être francs, nous avons trouvé la présentation plutôt "creuse", commençant par un rappel de ce que propose Crossject, soit le(s) produit(s) qu'elle entend vendre et les progrès réalisés ces vingt dernières années.

Le groupe a rappelé qu'il avait conclu un accord aux États-Unis avec Syneos, un prestataire de services, qui devrait l'aider à déposer ses dossiers réglementaires aux États-Unis et à lancer commercialement son produit ZENEO une fois les autorisations accordées. En outre, le groupe a de nouveau confirmé poursuivre ses efforts pour faire approuver et commercialiser son ZEPIZURE (au travers notamment d'un accord de licence avec AFT Pharmaceuticals pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande et d'un nouvel accord de commercialisation pour l'Europe du Nord). Il a ensuite réaffirmé son intention de se concentrer en 2024 sur les approbations réglementaires pour ZEPIZURE. Si l'ensemble de ces points vont dans le bon sens, ils ne sont pas nouveaux.

En janvier 2024, Crossject a engagé Syneos Health, groupe de services aux laboratoires biopharmaceutiques totalement intégré, pour la préparation au lancement commercial aux États-Unis de son auto-injecteur ZENEO-midazolam (nom proposé ZEPIZURE), un traitement d'urgence innovant dans la prise en charge des crises d'épilepsie y compris celles causées par l'exposition à un agent neurotoxique. Fortement implanté aux États-Unis, Syneos Health apportera une réelle expertise dans la commercialisation de nouvelles thérapies à Crossject, au moment même où ce dernier s'apprête à déposer une demande d'autorisation de mise sur le marché. Les principaux détails du contrat signé avec la BARDA aux États-Unis ont également été rappelés (cf. nos précédents commentaires sur le sujet).

Selon le groupe, les discussions avec la FDA concernant les exigences nécessaires à l'autorisation d'utilisation d'urgence de ZEPIZURE sont "en bonne voie". Si nous ne doutons pas de sa véracité, cette déclaration ne devrait pas suffire à convaincre les investisseurs que les choses iront prochainement dans le bon sens.



**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: 185 %
Cours objectif à 6 mois	11,6 €
Cours	4,07 €
Cap. boursière M€	149
Momentum du cours	<b>BON</b>
Extrême 12 mois	3,25 ▶ 5,83
Sustainability score	4,4 / 10
Credit Risk	BBB →
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-21,6 %	-24,9 %	-6,22 %	-4,57 %
Pharmacie	0,78 %	1,99 %	6,80 %	11,5 %
STOXX 600	-0,01 %	1,56 %	9,67 %	5,99 %

Dernière maj : 25/07/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	-8,01	-17,5	8,17	3,88
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-16,5	-28,5	5,41	3,01
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](#)

Nous déplorons également qu'il faille attendre jusqu'au 24 avril pour la publication des comptes annuels 2023. Une telle attente nous paraît interminable compte tenu du niveau de trésorerie actuel et des éventuels besoins du groupe pour financer son développement avant le lancement commercial de ses produits. En juin 2023, la trésorerie atteignait 5,3m€, sachant bien sûr que la consommation de cash de Crossject devrait se poursuivre pendant encore un (assez) long moment. Au S1 2023, le free cash flow représentait -8,3m€, avec 4,5m€ de capex. Dans ce contexte, la réaction très mesurée du marché (avec un titre à environ -20%) s'explique (en partie) par le fait que face à de nouveaux besoins en termes de financement, le groupe pourrait avoir recours à des instruments dilutifs. Si la direction affirme vouloir faire de son mieux pour éviter d'en arriver à une telle option, rien n'est certain. Compte tenu de l'évolution du titre, les investisseurs ne semblent pas convaincus que le groupe aura réellement le choix. Nous avons également de plus en plus de doutes sur la capacité du groupe à éviter une augmentation de capital ou tout autre instrument dilutif à l'horizon des prochains mois.

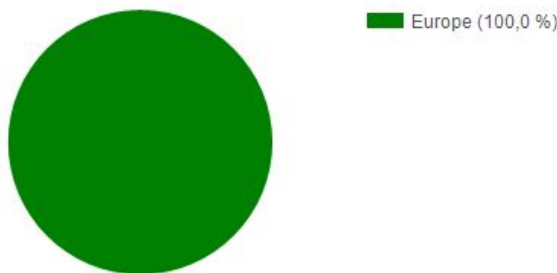
Enfin, le départ du directeur des opérations Engineering & Industry (qui en résumé chapeautait la production et le "supply") a été annoncé. Il sera remplacé par le directeur industriel. Bien que dans fréquent dans la vie d'une entreprise, ce départ ne constitue pas non plus une bonne nouvelle.

Globalement, nous estimons que les investisseurs ont besoin de davantage d'éléments concrets pour être pleinement convaincus des perspectives offertes par le groupe. Même si des progrès ont été réalisés vers la commercialisation de Zeneo, il faudra beaucoup de temps avant que cette dernière ne porte ses fruits, ce qui laisse entrevoir d'autres mauvaises nouvelles sur le front du financement. D'autant plus que Crossject a depuis longtemps eu du mal à respecter les délais. Même en tenant compte des fonds récoltés grâce à l'accord signé avec la BARDA (3,2mUS\$ en 2023) et au lease-back de l'immobilier sur plusieurs années, un recours au financement externe devrait s'imposer en 2024, et ce d'autant plus si l'obtention de l'EUA devait prendre plus de temps que prévu. Pour rappel, elle était attendue pour fin 2023/début 2024 et l'horloge tourne.

## ■ Impact

A ce stade, nous n'allons pas ajuster nos estimations/modèle dans l'attente de la publication des résultats 2023. Néanmoins, nous doutons un peu plus concernant le calendrier des lancements de produits sur le marché américain. S'il est certain que la direction n'a pas toutes les cartes en main en la matière, nous ne pouvons pas ignorer la perspective d'un nouveau recours au financement externe. De fait, nous prévoyons de réviser à la baisse de nos estimations (notamment en raison de rentrées de fonds plus tardives qu'anticipées), ce qui pourrait/devrait peser sur notre objectif de cours.

## Géographie du chiffre d'affaires



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
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>-71,3</b>	<b>-39,9</b>	<b>58,5</b>
Dotations aux amortissements	M€	-6,36	-6,36	-6,36
Résultat opérationnel courant	M€	-13,3	-11,9	28,2
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>-13,3</b>	<b>-11,9</b>	<b>28,2</b>
Résultat financier net	M€	0,11	-0,70	-0,70
dt serv. des engagts de retraites	M€		0,00	0,00
Eléments 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€			
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>-11,2</b>	<b>-8,47</b>	<b>18,4</b>
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
Eléments 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
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>-12,2</b>	<b>-3,27</b>	<b>-26,6</b>

## 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
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>-0,36</b>	<b>-0,23</b>	<b>0,50</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	14,2 €	40 %	● Sartorius
Somme des parties	12,5 €	40 %	● Coloplast
P/E	8,14 €	5 %	● bioMerieux
VE/Ebitda	8,14 €	5 %	● Carl Zeiss Meditec
Cours/Actif net comptable	2,31 €	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
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>2,69</b>	<b>-5,77</b>	<b>14,8</b>
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
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>8,86</b>	<b>12,1</b>	<b>38,8</b>
Passifs totaux	M€	22,3	17,1	62,8

## Capitaux employés

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

## Ratios de profits & risques

<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>798</b>	<b>550</b>	<b>410</b>
Rendement des capitaux investis	%	-51,3	-58,9	34,5
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>418</b>		<b>173</b>
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

<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>-8,01</b>	<b>-17,5</b>	<b>8,17</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-11,7	-2,24	-18,0
P/ANC	x	38,8	-25,3	10,0
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	104	146	148
+ 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	187
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>-16,5</b>	<b>-28,5</b>	<b>5,41</b>
VE/CA	x	11,8	11,4	3,17

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