



Crossject

Super Génériques / France

Un nouveau financement pour améliorer la visibilité

Question de financement - 23/12/2019

■ Actualité

Crossject a annoncé l'émission d'obligations convertibles à coupon zéro (pour 5,7m€) à 92 % de leur valeur nominale, arrivant à échéance le 31 décembre 2021, convertibles au prix le plus faible entre 2,30€ et un cours moyen du marché décoté de 10%. Gemmes Venture (principal actionnaire de Crossject) a participé à cette émission à hauteur de 2,1m€, un montant en ligne avec sa participation.

■ Analyse

Si son calendrier est plutôt surprenant même s'il était impossible à prévoir, l'opération apparaît logique. Après le financement structuré de 2,6m€ mis en place le mois dernier (cf. notre Latest du 19 novembre), cette nouvelle émission permettra au groupe d'assurer son financement en 2020. En résumé, après exercice des options (3,2m€), le groupe a levé environ 11,5m€ auxquels il convient d'ajouter les aides publiques (PIAVE, crédit d'impôt...) qui permettent au groupe de se financer à hauteur de 13,4m€. En octobre dernier, la direction avait estimé que Crossject aurait besoin de 12m€ pour assurer le financement de son développement au cours des douze prochains mois, de sorte que l'émission est parfaitement en ligne avec les attentes en termes de taille. A l'évidence, l'opération pourrait être/sera dilutive une fois les obligations converties. Au niveau de cours actuel (1,91€ euro vendredi), elle conduirait à la création de 3,68m d'actions (soit 18,5% du total des 19,72m d'actions diluées). Globalement, nous estimons que cette émission constitue une bonne nouvelle dans la mesure où elle permettra au groupe de faire face à ses besoins en 2020, année devant être marquée les premières autorisations de mise sur le marché. Cela dit, malgré l'afflux de liquidités, la dilution implicite aura des répercussions sur notre valorisation. Nous ajusterons nos prévisions en retenant l'hypothèse d'un cours de conversion de 2,3 euros (ce qui implique que le cours de l'action aura progressé d'ici la date de conversion), ramenant la dilution à environ 13,5%.

■ Impact

Nous allons ajuster nos prévisions pour tenir compte de la conversion des obligations dans le courant de 2020. Le cours actuel étant peu avantageux, il est probable que la conversion devrait dans les faits avoir lieu à un prix supérieur. Nous retenons donc l'hypothèse d'une conversion à un prix de 2,3€ courant 2020.



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

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

| | |
|-------------------------|-------------------------|
| Achat | Potentiel: 434 % |
| Cours objectif à 6 mois | 10,2 € |
| Cours | 1,91 € |
| Cap. boursière M€ | 35,2 |
| Momentum du cours | BON |
| Extrême 12 mois | 1,07 ▶ 3,18 |
| Bloomberg | ALCJ FP Equity |
| Reuters | ALCJ.PA |



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

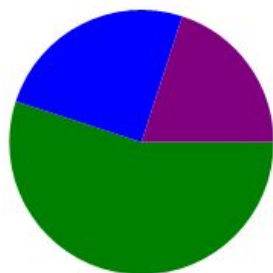


| Performance | 1s | 1m | 3m | 12m |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| Crossject | -6,83 % | -33,4 % | 37,9 % | 52,8 % |
| Pharmacie | 3,20 % | 4,55 % | 8,14 % | 27,4 % |
| STOXX 600 | 1,55 % | 3,61 % | 6,48 % | 24,3 % |

| Dernière maj : 05/06/2019 | 12/18A | 12/19E | 12/20E | 12/21E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x) | -1,81 | -3,98 | -5,55 | 8,64 |
| Rendement net (%) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| VE/EBITDA(R) (x) | -3,06 | -4,85 | -7,64 | 6,17 |
| BPA ajusté (€) | -0,96 | -0,48 | -0,34 | 0,22 |
| 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€) | 3,52 | 4,01 | 4,01 | 27,3 |
| Marge d'EBIT (%) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 100,0 |
| Résultat net pdg (M€) | -10,7 | -7,65 | -6,32 | 4,06 |
| ROE (après impôts) (%) | -276 | -1 178 | 186 | -157 |
| Taux d'endettement (%) | -23,7 | | | 1 321 |

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

Géographie du chiffre d'affaires



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

Compte d'exploitation consolidé

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|---|-----------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | M€ | 3,52 | 4,01 | 4,01 |
| Croissance du CA | % | -14,9 | 13,8 | 0,00 |
| Variation des coûts de personnel | % | 29,2 | 22,8 | 11,3 |
| EBITDA | M€ | -8,23 | -7,40 | -5,40 |
| Marge d'EBITDA(R) | % | -234 | -184 | -135 |
| Dotations aux amortissements | M€ | -3,32 | -3,32 | -3,32 |
| Résultat opérationnel courant | M€ | -11,6 | -10,7 | -8,73 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | M€ | -11,6 | -10,7 | -8,73 |
| Résultat financier net | M€ | -0,70 | -0,70 | -0,70 |
| dt serv. des engagts de retraites | M€ | | 0,00 | 0,00 |
| Eléments except. et autres (avt impôts) | M€ | -0,01 | 0,00 | 0,00 |
| Impôts sur les sociétés | M€ | 1,59 | 3,77 | 3,11 |
| Mises en équivalence | M€ | | | |
| Intérêts minoritaires | M€ | | | |
| Résultat net ajusté, pdg | M€ | -10,7 | -7,65 | -6,32 |
| NOPAT | M€ | -8,09 | -7,50 | -6,11 |

Tableau de financement

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|---|-----------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | M€ | -8,23 | -7,40 | -5,40 |
| Variation du BFR | M€ | -1,06 | 1,36 | -0,76 |
| Dividendes reçus des SME | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Impôt payé | M€ | 1,59 | 3,77 | 3,11 |
| 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€ | -7,70 | -2,27 | -3,06 |
| Investissements matériels | M€ | -3,27 | -1,60 | -1,66 |
| Flux d'investissement net | M€ | -3,27 | -1,60 | -1,66 |
| Charges financières nettes | M€ | -0,70 | -0,70 | -0,70 |
| Dividendes (maison mère) | M€ | | | |
| Dividendes payés aux minoritaires | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Augmentation de capital | M€ | 11,8 | 5,40 | 0,00 |
| Flux financiers totaux | M€ | 12,5 | 7,50 | 13,3 |
| Variation de la trésorerie | M€ | 1,53 | 3,63 | 8,55 |
| Cash flow disponible (avant div) | M€ | -11,7 | -4,57 | -5,41 |

Données par action

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|---|----------|--------------|--------------|--------------|
| Nbre d'actions net de l'autocontrôle | Mio | 13,4 | 18,2 | 18,2 |
| Nombre d'actions dilué (moyen) | Mio | 11,1 | 15,9 | 18,3 |
| BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.) | € | -0,96 | -0,48 | -0,34 |
| Actif net réévalué par action | € | | | |
| Dividende net par action | € | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Valorisation

| Méthodes | Valeur | Poids | Principaux comparables |
|---------------------------|--------|-------|------------------------|
| DCF | 15,2 € | 40 % | ■ Faes Farma |
| Somme des parties | 10,1 € | 40 % | ■ Hikma Pharmaceuti... |
| P/E | 0,96 € | 5 % | ■ Ipsen |
| VE/Ebitda | 0,00 € | 5 % | ■ UCB |
| Cours/Actif net comptable | 0,96 € | 5 % | |
| Rendement | 0,00 € | 5 % | |
| Objectif de cours | 10,2 € | 100 % | |

[Calcul NAV/SOTP](#)

Bilan

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|---|-----------|-------------|--------------|--------------|
| Survaleurs | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Total actif incorporel | M€ | 4,65 | 3,82 | 2,99 |
| Immobilisations corporelles | M€ | 6,34 | 5,45 | 4,62 |
| Immo. fin. (invest. LT dans sociétés) | M€ | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| BFR | M€ | -2,05 | -3,41 | -2,64 |
| Autres actifs courants | M€ | 2,02 | 2,26 | 2,50 |
| Actif total (net des engagements CT) | M€ | 11,3 | 8,46 | 7,80 |
| Capitaux propres part du groupe | M€ | 1,66 | -0,36 | -6,43 |
| 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€ | 7,81 | 7,81 | 7,81 |
| Endettement net / (trésorerie) | M€ | 1,72 | 0,88 | 6,30 |
| Passifs totaux | M€ | 11,3 | 8,46 | 7,80 |

Capitaux employés

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|-------------------|----|--------|--------|--------|
| Capitaux investis | M€ | 9,05 | 5,96 | 5,06 |

Ratios de profits & risques

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|---------------------------------|----------|--------------|---------------|------------|
| ROE (après impôts) | % | -276 | -1 178 | 186 |
| Rendement des capitaux investis | % | -89,4 | -126 | -121 |
| Ratio d'endettement | % | -23,7 | | |
| Dette nette ajustée/EBITDA(R) | x | -0,21 | -0,12 | -1,17 |
| Couverture des frais financiers | x | -16,5 | -15,3 | -12,5 |

Ratios de valorisation

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|-----------------------------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| PER ajusté | x | -1,81 | -3,98 | -5,55 |
| Rendement du cash flow disponible | % | -50,0 | -13,1 | -15,5 |
| P/ANC | x | 14,1 | -97,8 | -5,42 |
| Rendement du dividende | % | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Valeur d'entreprise

| | | 12/18A | 12/19E | 12/20E |
|--|----------|--------------|--------------|--------------|
| Capitalisation boursière | M€ | 23,4 | 34,8 | 34,8 |
| + 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€ | 1,72 | 0,88 | 6,30 |
| + 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€ | 25,2 | 35,9 | 41,3 |
| VE/EBITDA(R) | x | -3,06 | -4,85 | -7,64 |
| VE/CA | x | 7,16 | 8,94 | 10,3 |

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 05/06/2019.