



Crossject

Supergenerics / France



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

Résultats du S1 2016 : peu significatifs comme prévu

Publication Res./CA - 19/09/2016

Actualité

Crossject a publié ses résultats du S1 2016. Le chiffre d'affaires s'est établi à 1,6m€ vs 1,238m€ au S1 2015 (+29%), le résultat opérationnel à -2,279m€ (vs -3,765m€), et le résultat net à -2,831m€ (vs -3,558m€). A la fin du S1 2016, la trésorerie nette atteignait 3,2m€ (vs 5,2m€).

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 (sept à ce stade, sans chiffre d'affaires jusqu'au S2 2017/S1 2018) et des approbations réglementaires que le groupe a venir (cf. l'étude initiant notre couverture datée du 25 février 2016). Pour mémoire, Crossject prévoit de déclencher les lancements commerciaux du naloxone, du sumatriptan, du midazolam, de l'apomorphine, de l'épinéphrine, du methotrexate et de l'hydrocortisone (anciennement "L15") avec son propre dispositif d'administration Zeneo. Toutefois, nous notons que les pertes sur l'exploitation diminuent, principalement grâce à la baisse des coûts liés à la R&D (à la fois en raison des développements déjà réalisés sur Zeneo et des dépenses liées aux approbations réglementaires). Il convient également de signaler que la ligne d'équité mise en place au S1 avec Kepler pourrait permettre à la société d'émettre de nouvelles actions (jusqu'à 1,2m d'actions, dont 0,23m déjà émises au S1).

Du côté de la gouvernance/direction, trois nouveaux membres sont nommés: Dr Isabelle Liebschutz (responsable Qualité), Olivier Giré (directeur des ventes) et Henri de Parseval (production et chaîne d'approvisionnement). Ces nominations renforceront la direction au moment où les lancements de produits approchent.

Impact

Nous ne modifions pas nos estimations, ces dernières dépendant surtout des ventes futures, une fois les premiers produits arrivés sur le marché. Nous nous félicitons du renforcement de l'équipe de direction de Crossject que nous percevons comme le signe, si cela était nécessaire, que les choses évoluent dans le bon sens, à savoir que le lancement de Zeneo devrait intervenir rapidement. Jusqu'ici, nous avons retenu l'hypothèse d'une progression (limitée) du chiffre d'affaires à partir de 2017 (uniquement grâce au Methotrexate). Notre objectif de cours et notre recommandation dépendent à l'évidence des futurs lancements de produits. La montée en puissance que représentent ces derniers continue bien sûr à conférer un potentiel de hausse considérable au titre.

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

Achat	Potentiel : 214 %
Cours objectif à 6 mois	24,5 €
Cours	7,81 €
Capitalisation boursière M€	51,9
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	3,52 ▶ 11,1
Newsflow	Positif
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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

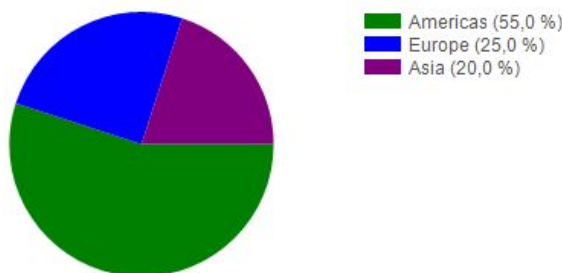


Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	2,09 %	7,72 %	10,8 %	30,6 %
Pharmacie	2,14 %	-0,20 %	7,42 %	-1,96 %
STOXX 600	-0,28 %	0,33 %	4,75 %	-3,81 %

Dernière maj : 25/02/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	-14,0	-8,17	-8,72	-21,4
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-12,7	-7,63	-8,95	ns
BPA ajusté (€)	-0,68	-0,88	-0,90	-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€)	1,74	2,37	2,37	13,8
Marge d'EBITA (%)	ns	ns	ns	2,46
Résultat net pdg (M€)	-4,44	-5,73	-5,80	-2,36
ROE (après impôts) (%)	-30,6	-49,2	-98,5	-130
Taux d'endettement (%)		-91,3	-190	-766

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

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

	12/15A	12/16E	12/17E
Chiffre d'affaires	M€ 2,37	2,37	13,8
Croissance du CA	% 35,8	0,00	481
Variation des coûts de personnel	% 32,0	15,9	63,2
EBITDA	M€ -5,51	-5,00	0,34
Marge d'EBITDA(R)	% -232	-211	2,46
Dotations aux amortissements	M€ -1,51	-1,51	-2,40
Résultat opérationnel courant	M€ -7,01	-6,50	-2,06
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ -7,06	-6,50	-2,06
Résultat financier net	M€ 0,29	-0,30	-0,30
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€ 1,05	1,00	0,00
Mises en équivalence	M€		
Intérêts minoritaires	M€		
Résultat net ajusté, pdg	M€ -5,73	-5,80	-2,36
NOPAT	M€ -4,91	-4,55	-1,44

Tableau de financement

	12/15A	12/16E	12/17E
EBITDA	M€ -5,51	-5,00	0,34
Variation du BFR	M€ -0,41	0,92	-4,95
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ 1,00	1,00	0,00
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€ -4,91	-3,07	-4,61
Investissements matériels	M€ -1,81	-7,50	-1,00
Flux d'investissement net	M€ -1,81	-7,50	-1,00
Charges financières nettes	M€ 0,29	-0,30	-0,30
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€ 1,12	11,7	12,8
Variation de la trésorerie	M€ -5,60	1,11	7,19
Cash flow disponible (avant div)	M€ -6,43	-10,9	-5,91

Données par action

	12/15A	12/16E	12/17E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 6,48	6,48	6,48
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 6,48	6,48	6,48
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€ -0,88	-0,90	-0,36
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	31,6 €	40 %	Actelion
Somme des parties	28,7 €	40 %	Faes Farma
P/E	3,91 €	5 %	Hikma Pharmaceuti...
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	Ipsen
Cours/Actif net comptable	3,91 €	5 %	Stada Arzneimittel
Rendement	0,00 €	5 %	UCB
Objectif de cours	24,5 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

	12/15A	12/16E	12/17E
Survaleurs	M€ 0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€ 2,33	8,33	7,25
Immobilisations corporelles	M€ 1,74	1,73	1,41
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 1,85	1,85	1,85
BFR	M€ -2,50	-3,42	1,52
Autres actifs courants	M€ 2,04	2,04	2,04
Actif total (net des engagements CT)	M€ 5,48	10,5	14,1
Capitaux propres part du groupe	M€ 8,80	2,99	0,63
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€ 0,34	0,34	0,34
Total des prov. pr risques et charges	M€ 0,34	0,34	0,34
Charges d'IS	M€ 0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€ 1,48	13,5	16,6
Endettement net / (trésorerie)	M€ -5,14	-6,24	-3,44
Passifs totaux	M€ 5,48	10,5	14,1

Capitaux employés

	12/15A	12/16E	12/17E
Capitaux investis	M€ 3,42	8,49	12,0

Ratios de profits & risques

		12/15A	12/16E	12/17E
ROE (après impôts)	%	-49,2	-98,5	-130
Rendement des capitaux investis	%	-143	-53,6	-12,0
Ratio d'endettement	%	-91,3	-190	-766
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,93	1,25	-10,1
Couverture des frais financiers	x	24,0	-21,7	-6,87

Ratios de valorisation

		12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté	x	-8,17	-8,72	-21,4
Rendement du cash flow disponible	%	-13,7	-21,5	-11,7
P/ANC	x	5,32	16,9	80,1
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

	12/15A	12/16E	12/17E
Capitalisation boursière	M€ 46,8	50,6	50,6
+ Provisions	M€ 0,34	0,34	0,34
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ -5,14	-6,24	-3,44
+ 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€ 42,0	44,7	47,5
VE/EBITDA(R)	x -7,63	-8,95	ns
VE/CA	x 17,7	18,9	3,45

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 25/02/2016.