



Crossject

Super Génériques / France

H1 24 : pas de vraie surprise, mais une once de déception

Publication Res./CA - 25/09/2024

La société a publié ses chiffres du premier semestre 24 et rappelé les jalons atteints au cours des derniers mois. Même si nous croyons toujours en la proposition d'investissement, nous sommes un peu perplexes quant à la capacité du groupe à lancer ses produits sur le marché sans un autre round de financement. Nous constatons également que la direction fait preuve d'une certaine prudence en ce qui concerne le calendrier dudit lancement. Simple façon de ne pas risquer de décevoir les investisseurs ou signe que les choses peuvent se compliquer, l'avenir le dira

Actualité

Crossject a publié les résultats du premier semestre 24. Les revenus ont atteint 5 766k € contre 7 926k €, le résultat d'exploitation -6 719k € contre -6 535k €, et le résultat net -6 402k € contre -4 562k €. La trésorerie brute à la fin du premier semestre 24 s'élevait à 5,9M € contre 5,4M € un an auparavant et 2,3M € à la fin de l'exercice 23.

Analyse

Une fois de plus, nous rappelons que les chiffres ont peu de pertinence pour le moment car l'histoire du groupe est basée sur le futur lancement de Zeneo et non sur des publications "immédiates". Cela dit, la "bonne nouvelle" est que le résultat net est à peu près le même que l'année dernière. En fait, un niveau d'amortissement plus bas de la production capitalisée compense des revenus plus faibles, ce qui rend la nouvelle un peu moins "spectaculaire".

La consommation de trésorerie semble raisonnablement contenue même si la dette nette n'est pas publiée à ce stade (nous calculons cette consommation de trésorerie à environ €8m et la liquidité est préservée (trésorerie brute de €5,9m d'euros, en hausse de €3,6m depuis décembre), le groupe ayant levé environ 6,7 millions d'euros lors de l'augmentation de capital de juin et encaissé environ €6,3m grâce à l'émission d'obligations convertibles et/ou remboursables en deux tranches (la seconde n'étant pas activable avant que Zepizure obtienne l'EUA aux États-Unis) auprès de Heights Capital Management en février tandis que la dette bancaire brute est également en baisse d'environ €1,6m).

Notons que les revenus du S124 incluent 3,2m dans le cadre de la coopération avec la BARDA (Biomedical Advanced Research and Development Authority). Pour rappel, le contrat pourrait valoir 155 millions de dollars au total pour le groupe français si toutes les options sont exercées.

Cependant, nous sommes un peu déçus par certains éléments dans ses résultats et leur présentation :

1- En commençant par la communication du groupe ; nous regrettons une fois de plus que l'ensemble des comptes ne soit pas plus détaillé (par exemple, aucun état des flux de trésorerie n'est fourni ou des notes plus explicites aux comptes). Un "détail", certes.

2- En ce qui concerne l'EUA pour Zepizure aux États-Unis, nous sommes plutôt



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: 241 %
Cours objectif à 6 mois	7,82 €
Cours	2,29 €
Cap. boursière M€	94,5
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	1,58 ▶ 5,77
Sustainability score	3,7 / 10
Credit Risk	DDD ↗
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-2,55 %	-2,35 %	35,5 %	-39,9 %
Pharmacie	-2,99 %	-5,15 %	-3,31 %	14,8 %
STOXX 600	0,49 %	0,30 %	0,16 %	14,7 %

Dernière maj : 07/08/2024	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
PER ajusté (x)	-18,0	-18,6	130	7,39
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-32,3	ns	11,2	3,87
BPA ajusté (€)	-0,22	-0,12	0,02	0,31
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	1 654
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	13,3	21,1	32,2	49,2
Marge d'EBIT (%)	0,00	38,4	78,3	100
Résultat net pdg (M€)	-8,64	-5,10	0,73	12,7
ROE (après impôts) (%)	669	157	-142	111
Taux d'endettement (%)		9 582	88,3	

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

troublé par le fait que la direction mentionne oralement “la première partie de l'exercice 2025” ou parfois “le début de l'année” ou “tôt dans l'année prochaine” alors que la présentation de l'année dernière mentionnait explicitement le Q125. Il convient également de mentionner que la même présentation en 2023 indiquait “une réponse de la FDA au Q125”, ce qui à notre avis était évidemment une approbation potentielle et non simplement le dépôt. Cette approbation est maintenant considérée comme “pas beaucoup plus tard” (quel que soit le sens de cette expression et, on pourrait ajouter, pas beaucoup plus tard que le Q125 ou pas beaucoup plus tard que “dans la première partie de l'exercice 25”?). Nous comprenons que l'entreprise a peu de visibilité (et aucun moyen d'influencer réellement) ce calendrier, mais le discours et les points de vue de la direction ne sont pas aussi clairs qu'ils pourraient l'être. Nous paraissions peut-être chipoter sur quelques semaines ou mois, mais l'histoire du groupe incite à la prudence en ce qui concerne les retards.

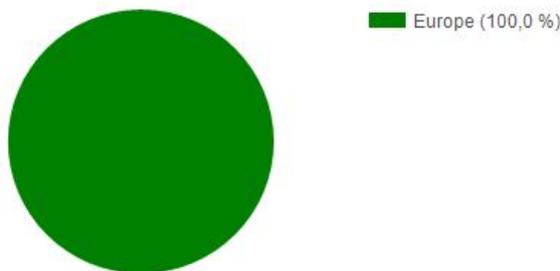
3- Bien que le groupe estime que le financement jusqu'à l'EUA sans recourir au marché est effectivement la feuille de route, la direction reconnaît qu'elle examine également “toutes les alternatives, de préférence non dilutives ou peu dilutives pour sécuriser son développement et faire face à d'éventuels retards”. Compte tenu de la consommation de trésorerie, nous sommes d'accord et osons dire qu'un nouveau tour de financement est à notre avis plutôt probable dans les prochains mois. En bref, nous sommes moins optimistes que le groupe sur cette question. Bien sûr, l'EUA pourrait être accordée “à tout moment” (c'est-à-dire même plus tôt que prévu actuellement) ce qui serait une excellente nouvelle et changerait évidemment notre point de vue.

Le groupe a également rappelé un certain nombre des jalons atteints au S1 24 ou cet été, tels que le dépôt d'une NDA pour ZEPIZURE au S125, l'octroi par le gouvernement français de €6,9m dans le cadre d'un appel à projets sous le Plan France 2030 (dont €1,7m à encaisser au S224), la nomination de Tony Tipton comme directeur des opérations aux États-Unis et du Dr Chiche comme directeur médical, Amérique du Nord. Des points à souligner, qui ne constituent n'est pas de réelles nouvelles bien sûr.

■ Impact

Nous ajusterons nos chiffres pour l'année en cours à la lumière de cette publication. Cela dit, “rien n'a changé” pour l'avenir et nous espérons toujours voir les premières livraisons à BARDA en FY25, nos chiffres au delà de l'année en cours n'étant pas amenés à changer de manière significative, pas plus que notre objectif de cours qui suggère un potentiel important.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/23A	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€	13,3	21,1	32,2
Croissance du CA	%	37,1	58,3	52,7
Variation des coûts de personnel	%	0,00	14,3	12,5
EBITDA	M€	-5,61	-0,42	10,3
Marge d'EBITDA(R)	%	-42,1	-1,99	31,9
Dotations aux amortissements	M€	-6,19	-6,19	-6,19
Résultat opérationnel courant	M€	-11,8	-6,61	4,08
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-11,8	-6,61	4,08
Résultat financier net	M€	-0,50	-1,00	-3,00
dt serv. des engagts de retraites	M€		0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	M€	0,79	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	2,87	2,51	-0,36
Mises en équivalence	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-8,64	-5,10	0,73
NOPAT	M€	-8,85	-4,95	3,06

Tableau de financement

EBITDA	M€	-5,61	-0,42	10,3
Variation du BFR	M€	-15,9	0,26	-8,02
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€		2,51	-0,36
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€	-21,5	2,35	1,89
Investissements matériels	M€	-2,27	-5,38	-5,62
Flux d'investissement net	M€	-2,27	-5,38	-5,62
Charges financières nettes	M€	-0,50	-1,00	-3,00
Dividendes (maison mère)	M€			
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	7,80	0,00
Flux financiers totaux	M€	-0,50	22,8	5,00
Variation de la trésorerie	M€	-24,3	19,8	1,27
Cash flow disponible (avant div)	M€	-24,3	-4,02	-6,73

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	40,9	41,1	41,1
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	39,3	41,3	41,1
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	-0,22	-0,12	0,02
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	8,90 €	40 %	● UCB
Somme des parties	10,3 €	40 %	● Faes Farma
P/E	1,15 €	5 %	● bioMerieux
VE/Ebitda	0,64 €	5 %	● Hikma Pharmaceuti...
Cours/Actif net comptable	1,15 €	5 %	● Ipsen
Rendement	0,00 €	5 %	● Sartorius
Objectif de cours	7,82 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/23A	12/24E	12/25E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	10,7	10,1	9,49
Immobilisations corporelles	M€	5,69	6,43	7,41
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	2,93	2,66	10,7
Autres actifs courants	M€	1,41	1,14	0,88
Actif total (net des engagements CT)	M€	22,9	22,5	30,6
Capitaux propres part du groupe	M€	-5,27	-1,21	0,19
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€	0,69		
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,69	0,00	0,00
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	9,21	9,21	9,21
Endettement net / (trésorerie)	M€	18,2	14,5	21,2
Passifs totaux	M€	22,9	22,5	30,6

Capitaux employés

Capitaux investis	M€	19,3	19,2	27,6
-------------------	----	------	------	------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	669	157	-142
Rendement des capitaux investis	%	-45,7	-25,8	11,1
Ratio d'endettement	%			9 582
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-3,25	-34,5	2,06
Couverture des frais financiers	x	-23,7	-6,61	1,36

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-18,0	-18,6	130
Rendement du cash flow disponible	%	-15,0	-4,28	-7,15
P/ANC	x	-30,8	-78,0	505
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	162	94,1	94,1
+ Provisions	M€	0,69	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	18,2	14,5	21,2
+ 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€	181	109	115
VE/EBITDA(R)	x	-32,3	ns	11,2
VE/CA	x	13,6	5,14	3,58

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 07/08/2024.