



Crossject

Supergenerics / France



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

Une nouvelle stratégie... et quelques interrogations.

Strategic Plan - 22/11/2016

■ Actualité

Crossject présenté sa nouvelle stratégie en fin de semaine dernière, après notamment le renforcement de son partenariat avec Cenexi.

■ Analyse

Crossject a décidé de changer de stratégie, en accélérant le développement des produits d'urgence parmi les 7 NTE composant actuellement son portefeuille, et plus précisément de ceux pouvant faire l'objet d'un accord de licence de distribution très prochainement aux Etats-Unis (avec des commissions upfront) et susceptibles d'obtenir des autorisations de mise sur le marché par voie réglementaire rapide (procédure "fast-track"). Le groupe a également annoncé le renforcement de son partenariat avec Cenexi au travers d'un accord d'exclusivité de cinq ans en échange d'un investissement de c.5m€ par Cenexi dans les moyens de production portant l'ensemble des capacités à plus de 10m d'unités (contre 1 à 2m initialement). L'accord prévoit également la mise en place d'une ligne de production supplémentaire dite « Fast Track » destinée à être opérationnelle au S1 2017 avec pour objectif de sécuriser le processus réglementaire. Crossject a également décidé de regrouper l'ensemble de ses activités non pharmaceutiques sur son propre site (finition des tubes, emballage, etc.). Il ne s'agit pas seulement de simplifier l'organisation industrielle du groupe, mais aussi de lui permettre de bénéficier de l'expérience et de l'expertise de Cenexi, aux États-Unis comme en Europe, et de le rendre moins dépendant de ses autres plus petits fournisseurs. Par conséquent, par rapport aux prévisions figurant dans notre étude du 25 février 2016, le calendrier est reporté pour l'ensemble des produits. À titre d'exemple, les dépôts d'AMM en Europe et aux États-Unis pour Sumatriptan, Midazolam et Adenaline sont reportés d'un an. De fait, les premières mises sur le marché interviendront en 2019 en Europe et en 2020 aux États-Unis. Notre valorisation doit à l'évidence être ajustée (les flux de trésorerie devant être actualisés sur une période plus longue), mais Crossject pourra également dépenser moins en capital, puisque la majeure partie des investissements sera supportée par Cenexi. Globalement, le risque industriel et les besoins en investissements sont revus à la baisse, mais au prix d'un nouveau report des prochaines mises sur le marché. Nous jugeons cette nouvelle stratégie pertinente tant elle permet de sécuriser le niveau de production et les recettes, avec pour seule réserve qu'elle entraîne de nouveaux retards, que le marché par définition ne sait pas intégrer, en particulier parce que le groupe a déjà usé du procédé dans le passé.

■ Impact

Globalement, nous avons le sentiment que notre objectif de cours doit être revu à la baisse, les mises sur le marché étant reportées d'environ un an par rapport à nos prévisions initiales. Si nous apprécions le renforcement du partenariat industriel avec un acteur unique, de tels retards sont décevants et devraient avoir un coût en termes de valorisation, et ce indépendamment des économies

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

Achat	Potentiel : 380 %
Cours objectif à 6 mois	24,4 €
Cours	5,08 €
Capitalisation boursière M€	33,8
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	4,59 ▶ 11,1
Newsflow	Positif
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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



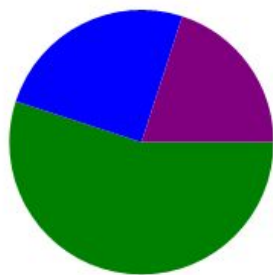
Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-20,0 %	-26,8 %	-35,4 %	-33,7 %
Pharmacie	-3,31 %	-6,29 %	-9,86 %	-14,0 %
STOXX 600	0,55 %	-0,95 %	0,17 %	-10,7 %

Dernière maj : 25/02/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	-14,0	-8,17	-5,67	-13,9
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-12,7	-7,63	-5,41	88,0
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](#)

réalisées sur les investissements. Après de telles annonces, nous nous apprêtons à réviser en baisse notre objectif de cours, pour tenir compte principalement des retards en matière de mises sur le marché.

Géographie du chiffre d'affaires



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

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	2,54 €	5 %	Hikma Pharmaceuti...
VE/Ebitda	0,05 €	5 %	Ipsen
Cours/Actif net comptable	2,54 €	5 %	Stada Arzneimittel
Rendement	0,00 €	5 %	UCB
Objectif de cours	24,4 €	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	-5,67	-13,9
Rendement du cash flow disponible	% -13,7	-33,0	-17,9
P/ANC	x 5,32	11,0	52,1
Rendement du dividende	% 0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

	12/15A	12/16E	12/17E
Capitalisation boursière	M€ 46,8	32,9	32,9
+ 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	27,0	29,8
VE/EBITDA(R)	x -7,63	-5,41	88,0
VE/CA	x 17,7	11,4	2,17

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