



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

## Crossject : initiation de couverture

Initiation cov. - 25/02/2016

### Recommandation et potentiel de hausse

Nous initions la couverture de Crossject, un nouvel entrant dans le secteur des « supergénéralistes » (New Therapeutic Entities ou NTE). La société est reconnue pour son produit ZENEO, un système d'injection sans aiguille unique au monde. Les essais cliniques portant sur le Méthotrexate sont terminés. Ils devraient commencer pour six autres molécules. Sur la base d'un cours de l'action de 7,5€, la capitalisation boursière actuelle avoisine 50 m€. Retenant un objectif de cours de 24,5€ compte tenu des très fortes perspectives de croissance de la société, le potentiel de hausse de l'action est, selon nous, considérable (supérieur à 220%).

### Activités et tendances

Le portefeuille de produits en développement de Crossject est composé de sept médicaments : le méthotrexate (polyarthrite rhumatoïde), le sumatriptan (migraine aiguë), l'épinéphrine (traitement des chocs anaphylactiques), la naloxone (surdoses d'opioïdes), l'apomorphine (maladie de Parkinson), le midazolam (épilepsie) et le L15 (nom et indications confidentiels). Les premières ventes sont attendues en 2017 (au S2 pour le méthotrexate dont les études cliniques sont déjà terminées), alors que le sumatriptan, encore en phase d'études cliniques, devrait obtenir l'autorisation de mise sur le marché et être lancé au S1 2018, comme le L15. Le midazolam devrait quant à lui être approuvé au S2 2017, puis être lancé sur le marché en 2018. L'épinéphrine devrait être commercialisé courant 2018, alors que l'apomorphine et la naloxone le seront courant 2019.

Selon nos estimations, Crossject devrait être en mesure de générer un chiffre d'affaires total d'environ 200 m€ dès 2021, se répartissant comme suit :

Turnover per NTE (€m)	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Naloxone</b>						
units sold (m)				0,1	0,2	0,3
Turnover				3,8	7,6	11,3
<b>Sumatriptan</b>						
units sold (m)		0	0,25	0,5	0,7	1
Turnover		0,0	8,8	17,5	24,6	35,1
<b>Midazolam</b>						
units sold (m)			0,1	0,2	0,3	0,5
Turnover			3,8	7,6	11,3	18,9
<b>Apomorphine</b>						
units sold (m)				0,1	0,3	0,75
Turnover				3,1	9,2	23,0
<b>Epinephrin</b>						
units sold (m)			0,2	0,5	0,7	1
Turnover			10,6	26,4	37,0	52,9
<b>Methotrexate</b>						
units sold (m)		0,3	0,5	0,75	1	1,5
Turnover		13,8	22,9	34,4	45,9	44,9
<b>L15</b>						
units sold (m)		0	0,1	0,15	0,18	0,2
Turnover		0,0	3,8	5,7	6,9	7,6
<b>Total turnover (€m)</b>	<b>0,0</b>	<b>13,8</b>	<b>49,9</b>	<b>98,5</b>	<b>142,4</b>	<b>193,7</b>

Source: Datamonitor, Crossject, AlphaValue estimates.

### A savoir

Zeneo est un dispositif d'injection sans aiguille pré-rempli, à dose fixe et à usage unique d'abord développé par la division « drug administration » des Laboratoires Fournier en collaboration avec la SNPE (Société Nationale des Poudres et Explosifs, au capital de Crossject). En 2001, la technologie a été vendue à Crossject nouvellement créée. GSK était à l'origine le principal partenaire de Crossject, visant le développement d'une solution pour ses vaccins. Ce marché a finalement été considéré

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

### Achat

Potentiel : 183 %

Cours objectif à 6 mois	24,6 €
Cours	8,68 €
Capitalisation boursière M€	57,7
Momentum du cours	<b>BON</b>
Extrême 12 mois	3,52 ▶ 10,4
Newsflow	Positif
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA



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



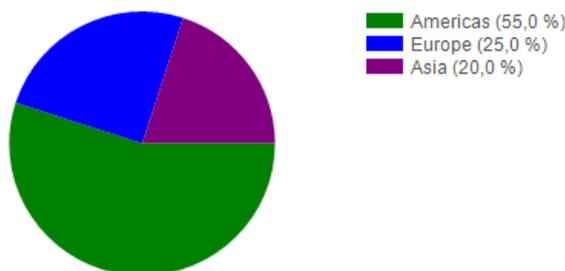
Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	14,2 %	7,83 %	10,2 %	3,70 %
Pharmacie	0,00 %	-3,01 %	-8,85 %	-8,49 %
STOXX 600	3,94 %	1,44 %	-8,79 %	-12,4 %

Dernière maj : 25/02/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	-14,0	-8,17	-9,69	-23,8
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-12,7	-7,63	-10,1	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](#)

comme trop risqué au regard des besoins d'investissement, de la faiblesse des marges et de l'importance des volumes requis. Crossject a donc été restructuré entre 2011 et 2013, avec un changement de stratégie : le but de Crossject n'était plus de vendre un dispositif aux grands groupes pharmaceutiques pour l'administration de leurs molécules, mais de commercialiser ses propres dispositifs pré-remplis, à partir des NTE, associant un médicament connu (générique) et un mode d'administration innovant. De nouveaux partenariats industriels ont également été signés avec Hirtenberger (pour les côtés pyrotechniques et mécaniques) et Cenexi (remplissage aseptique et emballage final). Aujourd'hui, le dispositif Zeneo est protégé par plus de 400 brevets couvrant 80% du marché (dont les États-Unis, l'Europe et le Japon) jusqu'en 2035.

## 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
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% -232</b>	<b>-211</b>	<b>2,46</b>
Dotations aux amortissements	M€ -1,51	-1,51	-2,40
Résultat opérationnel courant	M€ -7,01	-6,50	-2,06
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ -7,06</b>	<b>-6,50</b>	<b>-2,06</b>
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€		
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ -5,73</b>	<b>-5,80</b>	<b>-2,36</b>
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
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ -6,43</b>	<b>-10,9</b>	<b>-5,91</b>

## 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
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€ -0,88</b>	<b>-0,90</b>	<b>-0,36</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	31,6 €	40 %	Actelion
Somme des parties	28,7 €	40 %	Faes Farma
P/E	4,34 €	5 %	Hikma Pharmaceuti...
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	Ipsen
Cours/Actif net comptable	4,34 €	5 %	Stada Arzneimittel
Rendement	0,00 €	5 %	UCB
Objectif de cours	24,6 €	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
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 8,80</b>	<b>2,99</b>	<b>0,63</b>
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
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ -5,14</b>	<b>-6,24</b>	<b>-3,44</b>
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
<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>-49,2</b>	<b>-98,5</b>	<b>-130</b>
Rendement des capitaux investis	%	-143	-53,6	-12,0
<b>Ratio d'endettement</b>	%	<b>-91,3</b>	<b>-190</b>	<b>-766</b>
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
<b>PER ajusté</b>	x	<b>-8,17</b>	<b>-9,69</b>	<b>-23,8</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-13,7	-19,3	-10,5
P/ANC	x	5,32	18,8	89,1
<b>Rendement du dividende</b>	%	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

	12/15A	12/16E	12/17E
Capitalisation boursière	M€ 46,8	56,3	56,3
+ 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	50,4	53,2
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x -7,63</b>	<b>-10,1</b>	<b>ns</b>
VE/CA	x 17,7	21,3	3,86

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