



Crossject

Supergenerics / France



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

Lorsque les menaces apparentes constituent également des opportunités

Nouvelle importante - 28/08/2016

Actualité

L'EpiPen de Mylan a fait l'objet de sévères critiques de la part des politiques, dont notamment de la "présidente en devenir" Hillary Clinton. Il est reproché au fabriquant de génériques d'avoir augmenté de quelque 500%(!) ces cinq dernières années, à plus de 300\$US par unité (soit à plus de 600\$US pour un lot de deux unités, contre 76€ en France par exemple), le prix de sa solution auto-injectable d'urgence dans les réactions allergiques sévères.

Analyse

À première vue, la nouvelle pourrait sembler défavorable à l'ensemble du secteur (et plus particulièrement à Crossject), renforçant un peu plus les inquiétudes sur le système de santé américain. Alors que ce dernier reste le plus rentable (et de loin) pour l'ensemble des entreprises de l'industrie pharmaceutique, les contraintes qu'il subit sont de plus en plus fortes. A quelques semaines seulement de l'élection présidentielle, le dossier revêt en outre une dimension politique. Cela dit, nous estimons que la nouvelle est en fait favorable au titre : d'abord, parce que dans l'industrie pharmaceutique, comme dans tout autre secteur, un renforcement de la concurrence reste la meilleure façon de faire pression sur les intervenants pour qu'ils réduisent les coûts. En d'autres termes, et même si les approbations réglementaires dépendent, ou devraient surtout dépendre, des critères liés à l'efficacité du produit et à l'absence d'effets secondaires, nous pensons que l'influence des aspects économiques est de plus en plus importante. Ces derniers devraient inciter les autorités à promouvoir la concurrence, une démarche essentielle pour préserver l'efficacité d'une économie concurrentielle. Cela pourrait permettre d'accélérer le développement du dispositif de Crossject sur le marché américain. Deuxièmement, d'un point de vue économique, le prix de vente de l'injecteur de Mylan est largement supérieur à celui de Crossject. Pour mémoire, la société prévoit de vendre son dispositif sans aiguille à 120\$US aux États-Unis concernant l'épinéphrine et la naloxone (hypothèse que nous retenons dans nos modèles), un prix très inférieur à celui du dispositif de Mylan (correspondant à 60% de remise). Sans aller jusqu'à affirmer que la volonté politique de réduire les dépenses de santé constitue une bonne nouvelle, dans ce cas particulier, elle pourrait bien se révéler favorable à Crossject en tant que nouvel entrant sur le marché en mesure d'offrir des prix plus abordables et de renforcer la pression sur les leaders du marché qui ont bénéficié, jusqu'à présent, d'une position quasi monopolistique.

Impact

Nous laissons nos estimations inchangées. Si Xeneo ne devrait probablement pas pénétrer le marché américain avant 2018 au plus tôt, la nécessité de renforcer la concurrence sur le marché américain est sans aucun doute favorable à Crossject.

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

Achat	Potentiel : 209 %
Cours objectif à 6 mois	24,5 €
Cours	7,95 €
Capitalisation boursière M€	52,9
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](#)

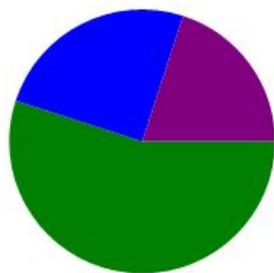


Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	9,66 %	5,72 %	-2,21 %	20,1 %
Pharmacie	-0,71 %	-4,38 %	0,99 %	-0,21 %
STOXX 600	1,05 %	0,29 %	-1,49 %	-1,83 %

Dernière maj : 25/02/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	-14,0	-8,17	-8,88	-21,8
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-12,7	-7,63	-9,13	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



■ 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

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

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	3,98 €	5 %	■ Hikma Pharmaceuti...
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	■ Ipsen
Cours/Actif net comptable	3,98 €	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

Capitaux investis	M€	3,42	8,49	12,0
-------------------	----	------	------	------

Ratios de profits & risques

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

PER ajusté	x	-8,17	-8,88	-21,8
Rendement du cash flow disponible	%	-13,7	-21,1	-11,5
P/ANC	x	5,32	17,2	81,6
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	46,8	51,5	51,5
+ 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	45,6	48,4
VE/EBITDA(R)	x	-7,63	-9,13	ns
VE/CA	x	17,7	19,3	3,52

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