ALPHAVALUE
CORPORATE SERVICES

27 avr. 2024
Sponsored research
Super Génériques
France

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monétaire mineur tel que défini par MIFID2

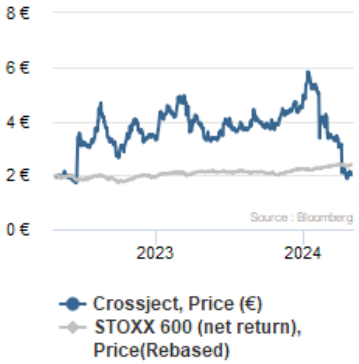
Crossject

Les choses bougent

Opinion	**Achat**
Upside (%)	463
Cours (€)	2,02
Objectif de cours (€)	11,4
Bloomberg Code	ALCJ FP
Capitalisation boursière (M€)	73,8
Enterprise Value (M€)	112
Momentum	NÉGATIF
Sustainability	4/10
Credit Risk	BBB→

Chiffres Clés	12/21A	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	**-6,80**	**-8,01**	**-17,5**	**4,06**	**1,93**
Rendement net (%)	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
VE/EBITDA(R) (x)	-12,4	-16,5	-28,5	3,25	1,86
BPA ajusté (€)	**-0,45**	**-0,36**	**-0,23**	**0,50**	**1,05**
Croissance des BPA (%)	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*111*
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	6,77	9,72	14,0	59,0	92,9
Marge d'EBIT (%)	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*78,0*	*100*
Résultat net pdg (M€)	-10,7	-11,2	-8,47	18,4	38,8
ROE (après impôts) (%)	**325**	**798**	**550**	**410**	**112**
Taux d'endettement (%)		*418*		*173*	*79,2*

Analyste financier
Fabrice Farigoule
+33 (0) 1 70 61 10 50
pharma@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

La recherche sous contrat est payée par la société faisant l'objet de la recherche. La valorisation est uniquement déterminée par les méthodes et procédures d'AlphaValue.

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-8,01	-17,5	4,06	1,93
VE/EBITDA	x	-16,5	-28,5	3,25	1,86
P/ANC	x	38,8	-25,3	4,98	1,36
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-11,7	-2,24	-36,3	-11,3
Rendement des fonds propres (ROE)	%	798	550	410	112
Rendement des capitaux investis	%	-51,3	-58,9	34,5	40,2
Dette nette/EBITDA	x	-1,28	-2,17	1,12	0,73

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€	9,72	14,0	59,0	92,9
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9
Résultat operationnel courant	M€	-13,3	-11,9	28,2	58,5
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-13,3	-11,9	28,2	58,5
Résultat financier net	M€	0,11	-0,70	-0,70	-0,70
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-13,2	-12,6	27,5	57,8
Impôts sur les sociétés	M€	2,22	4,17	-9,07	-19,1
Résultat net pdg	M€	-11,2	-8,47	18,4	38,8
Résultat net ajusté, pdg	M€	-11,2	-8,47	18,4	38,8

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Cash flows d'exploitation total	M€	-5,50	-0,31	-20,6	-5,10
Investissements matériels	M€	-6,78	-2,27	-5,38	-2,50
Flux d'investissement net	M€	-6,78	-2,27	-5,38	-2,50
Dividendes (maison mère)	M€				
Augmentation de capital	M€	4,09	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	11,2	-3,34	51,1	6,21
Variation de la dette nette	M€	-4,19	-3,27	-26,6	-8,30
Cash flow disponible (avant div)	M€	-12,2	-3,27	-26,6	-8,30

Bilan

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	10,7	10,1	9,42	8,78
Immobilisations corporelles	M€	7,67	5,17	5,78	3,51
BFR	M€	1,08	-0,02	46,0	96,9
Actif total (net des engagements CT)	M€	22,3	17,1	62,8	111
Capitaux propres part du groupe	M€	2,69	-5,77	14,8	54,2
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	8,86	12,1	38,8	47,1
Passifs totaux	M€	22,3	17,1	62,8	111
Gross Cash	M€	7,13	1,22	26,4	25,0

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	**€**	**-0,36**	**-0,23**	**0,50**	**1,05**
Dividende net par action	**€**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Cash flow libre par action	€	-0,39	-0,09	-0,72	-0,22
Actif net comptable par action	€	0,07	-0,16	0,41	1,49
Nombre d'actions dilué (moyen)	**Mio**	**31,2**	**37,0**	**37,0**	**37,0**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Table des matières

Activités et tendances..... 4
Mécanismes de profit..... 7
Valorisation..... 9
DCF..... 11
Actif net 12
Dette..... 13
A Savoir..... 15
Durabilité..... 16
Gouvernance & Management..... 17
Environnement..... 18
Social..... 20
Effectifs et retraites..... 22
Mises à jour..... 23
Objectif de cours & Opinion..... 30
Graphiques..... 31
Comptes..... 34
Méthodologie..... 42

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Activités et tendances

Un nouvel entrant dans le secteur des « supergénériques »

Nous considérons Crossject comme un nouvel entrant dans le secteur des « supergénériques ». La société est reconnue pour son produit Zeneo, un système d'injection sans aiguille unique au monde. Zeneo s'appuie sur plus de 15 ans de R&D. Il s'agit d'un dispositif d'injection pré-rempli, à dose fixe et usage unique destiné à être utilisé sur le bras, l'abdomen ou la cuisse. La technologie repose sur le principe d'une injection à haute pression permettant l'administration rapide (1/10e seconde) d'un médicament dans les tissus. Elle représente une avancée majeure par rapport aux méthodes traditionnelles d'injection (seringue et aiguille). Fiable et facile à utiliser, ce nouveau dispositif médical surclasse les meilleurs auto-injecteurs actuellement sur le marché (stylos injecteurs). Zeneo permet des injections sûres, contrôlées et efficaces. Il est également conçu pour effectuer des injections intradermiques, sous-cutanées et intramusculaires, les méthodes les plus couramment utilisées. Tous les tests ont montré que Zeneo était aussi efficace que l'ensemble des autres méthodes d'injection traditionnelle, et ce sur plusieurs types de molécules (taille, structure, fragilité, etc.). D'un point de vue réglementaire, le dispositif doit encore être approuvé pour chaque molécule, l'association entre une molécule et un nouveau système d'injection créant une nouvelle entité thérapeutique.

Crossject a d'abord choisi de s'adresser au marché des « supergénériques » ou des NTE (New Therapeutics Entities), ces nouveaux médicaments conçus à partir de molécules connues (génériques) faisant intervenir de nouveaux modes d'administration pour améliorer le confort du patient. Cette stratégie a notamment fait le succès de Teva (le leader mondial dans les génériques), améliorant l'administration des médicaments tout en bénéficiant de la protection de nouveaux brevets, indépendants de ceux portant initialement sur la molécule. La meilleure adhérence au traitement qui s'ensuit augmente alors l'efficacité du traitement. La stratégie de Crossject consiste à développer son portefeuille de brevets dans les NTE et à s'appuyer sur des partenariats pour leur commercialisation.

Le portefeuille de produits est déjà large

Le portefeuille de produits en développement de Crossject est composé de sept médicaments : le midazolam (épilepsie), la naloxone (surdoses d'opioïdes), le sumatriptan (migraine aiguë), l'épinéphrine (traitement des chocs anaphylactiques), le méthotrexate (polyarthrite rhumatoïde), l'hydrocortisone (anti-inflammatoire) et la terbutaline (asthme aigu). Enfin, l'apomorphine (maladie de Parkinson) a été mis en stand-by (remplacé par la terbutaline dans un programme de financement de BPI France). Nous attendons les premières ventes en 2024 une fois que les études cliniques et le processus d'enregistrement sera terminées.

La concurrence que devra affronter Crossject varie selon ses projets en cours de développement dans les NTE, à savoir : des stylos ou des sprays nasaux existant déjà pour administrer la naloxone (stylo « Evzio » et Narcan), le midazolam (Pfizer, Upsher-Smith) ou l'épinéphrine (six stylos présents sur le marché), tandis que les injections sont disponibles pour la plupart des

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

maladies mentionnées (comme par d'autres voies d'administration, notamment orale ou nasale). La principale question est de savoir si la meilleure qualité du dispositif Zeneo (en termes de facilité d'usage, d'efficacité, de contrôle et de sécurité) lui permettra de gagner des parts de marché par rapport aux produits existants, alors que son originalité consistant à proposer un mécanisme sans aiguille constitue un net avantage concurrentiel. Une étude citée par l'EMA (Agence européenne des médicaments – 25/062015 EMA / 478468/2015, Comité des médicaments à usage humain – CHMP) a montré que seulement 16% des détenteurs de stylo pratiquait une injection correcte en situation de choc anaphylactique sévère (adrénaline), ce qui augure de bonnes perspectives pour Zeneo. D'autres dispositifs sans aiguille sont disponibles sur le marché ou en cours de développement, mais ils sont généralement destinés à d'autres utilisations (vaccins, insuline), tels que les Biojector, Zomacton ou Prime de Bioject.

Un marché colossal à l'origine des perspectives de croissance soutenues

Il est difficile d'estimer la taille globale des marchés de Crossject. Premièrement, parce que la société va développer d'autres projets dans les NTE. Sur les quelques 900 médicaments injectables actuellement commercialisés, CROSSJECT estime qu'environ 200 produits sont compatibles avec son dispositif d'administration Zeneo, dont 100 sont libres de droits. La société a ainsi identifié 20 molécules qu'elles souhaitent développer prioritairement. Deuxièmement, parce que chaque marché devrait être examiné indépendamment les uns des autres, leur taille étant très variable. A titre d'exemple, nous estimons à plus de 5 Md$ la taille du marché mondial des triptans (bien sûr moins dans les formes non injectables), contre 1 Md$ pour ceux du méthotrexate et du Midazolam
et 2md$ pour celui de la naloxone. Le marché de la terbutaline représente probablement au moins 1 md$, 8% de la population souffrant d'asthme, dont 10 % dans sa forme sévère, de part et d'autre de l'Atlantique (nous n'avons pas tenu compte des possibilités en Asie). Représentant environ 50 M$, l'hydrocortisone est quant à elle un produit de niche. Nous pouvons néanmoins conclure de ces chiffres que la taille du marché mondial dans lequel évolue Crossject avoisine aujourd'hui 5 Md$ (pour les sept projets dans les NTE en cours de développement), confortant largement son potentiel de croissance. En outre, ce marché est en théorie nettement plus important, un grand nombre de NTE « répondant au cahier des charges » de Zeneo, comme indiqué précédemment. Bien qu'ils ne fassent pas actuellement partie des projets de la direction, nous notons que le marché des vaccins (pratiquement 15 Md$, avec un TMVA de d'environ 10%) représenteraient plus du double du marché total visé par Crossject, confortant le sentiment qu'aucune contrainte ne pèse réellement sur le potentiel de croissance du groupe, et en occultant certains relais de croissance possible tels que l'hypoglycémie.
Selon nos estimations, Crossject devrait être en mesure de générer un chiffre

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

d'affaires total d'environ 200 m€ en 2025, se répartissant comme suit :

Turnover per NTE (€m)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Naloxone								
units sold (m)					0,3	1	1,5	2
Turnover				0,0				
Sumatriptan								
units sold (m)					0,1	0,2	0,4	0,6
Turnover								
Midazolam								
units sold (m)			0,5	0,75	1	1,3	1,6	2
Turnover								
Epinephrin								
units sold (m)				0,6	1	1,6	2	2,5
Turnover								
Methotrexate								
units sold (m)					1	1,5	2	3
Turnover								
Hydrocrotisone								
units sold (m)				0,1	0,15	0,15	0,2	0,3
Turnover								
Terbutaline								
units sold (m)					0,5	1	1,5	2,5
Turnover								
Total turnover (€m)		0,0	102,2	206,5	350,4	512,4	657,5	869,6

Chiffre d'affaires par division

	Secteur	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22 M€	Chgt 23E/22 % du total	Chgt 24E/23E M€	Chgt 24E/23E % du total
Chiffre d'affaires		**9,73**	**14,0**	**59,0**	**92,9**	**4**	**100 %**	**45**	**100 %**
Methotrexate	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Epinephrine	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	27,7	0	0 %	0	0 %
Sumatriptan	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Midazolam	Petite pharma	0,00	0,00	46,0	60,1	0	0 %	46	102 %
Hydrocortisone	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	5,15	0	0 %	0	0 %
Naloxone	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Apomorphine	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Terbutaline	Super Génériques	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Other		9,73	14,0	13,0	0,00	4	100 %	-1	-2 %

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	5,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	80,0 %	5,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Europe	100,0 %
Dont France	100,0 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Mécanismes de profit

Des hypothèses plutôt conservatrices

Nos estimations partent de l'hypothèse du lancement des sept projets en cours de développement dans les NTE, un seul de ces derniers (le méthotrexate) ayant déjà terminé avec succès les études cliniques. Pour les six autres spécialités, les études cliniques seront réalisées entre 2022 et 2024. Dans un second temps, les approbations réglementaires devraient déclencher les lancements commerciaux attendus entre 2025 et 2026 ; Nos estimations reposent sur les hypothèses suivantes : tout d'abord, la commercialisation des produits sera assurée par des accords de partenariat. Crossject percevra donc des commissions initiales et des droits, les premières finançant en partie les études cliniques. Globalement, cela revient à considérer que le chiffre d'affaires de Crossject ne représente qu'une fraction (40%) du prix d'achat de l'utilisateur final, la différence représentant la marge du distributeur/grossiste pour la prise en charge des coûts de logistique et de marketing. Nous avons également intégré un facteur de risque : 50% pour l'ensemble des projets dans les NTE, à l'exception du Midazolam, de l'Epinéphrine et de l'Hydrocortisone (70%, soit un risque d'échec de 30%). Cette hypothèse paraît raisonnable et plutôt conservatrice compte tenu du fait que le processus lié au dépôt d'enregistrement est nettement plus simple et, finalement, beaucoup plus rapide que pour les nouveaux composés (pour lesquels 10 ans sont généralement nécessaires entre les stades précoces de développement à la mise sur le marché). Pour les « supergénériques », le délai nécessaire est plus proche de 3 ans selon le produit et les pays concernés. Selon nous, il devrait être toujours inférieur à cinq ans. L'efficacité des molécules a déjà été prouvée (comme l'absence de toxicité). Les demandes d'approbation pour les NTE ne devant exiger que des études de bioéquivalence (et non pas l'ensemble des enquêtes cliniques), leur coût est réduit (entre 3 m€ et 4 m€ contre 200 m€ pour une nouvelle molécule, c'est à dire pour un nouveau médicament) comme, ce qui est tout aussi important, le délai nécessaire avant la mise sur le marché des produits. En bref, les dossiers déposés (FDA et EMA) se concentreront alors uniquement sur la fiabilité du produit (dossier technique) et les résultats en termes de bioéquivalence.

Nos prévisions sont prudentes

Par conséquent, nos estimations s'appuient sur les hypothèses du groupe en termes de ventes d'unités (c'est-à-dire de dispositifs Zeneo) et de montée en puissance du lancement commercial jusqu'à l'arrivée à maturité de chaque sous-segment de marché (chaque NTE), avec une probabilité associée au risque pesant à la fois sur le processus d'approbation et sur la recherche d'un partenaire adéquat. S'il paraît difficile d'estimer à un stade aussi précoce les gains de parts de marché de Crossject dans chaque sous-segment du marché, les objectifs du groupe sont raisonnables (parts de marché comprises entre 10 et 20%, sauf pour l'hydrocortisone pour lequel le groupe affirme être en mesure de contrôler 30% de ce petit marché). Pour rester prudents, nous avons également retenu l'hypothèse que ces objectifs en termes de parts de marché ne seront pas atteints avant 2030, soit cinq ans après le lancement sur le marché des différents « supergénériques ».

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

A titre d'exemple, si nous avons retenu le scénario d'un lancement d'adrénaline sur le marché en 2025, nous avons supposé une probabilité de 70% et que Crossject va vendre 2,5m de doses par an d'ici à 2029 (avec un objectif à terme de 2 m) au prix de 40 € en Europe et de 200 $ aux États-Unis. En théorie, des telles ventes représenteraient un chiffre d'affaires de 92 m€ d'ici 2028 (au prix de l'utilisateur final), ou de 64 m€ compte tenu de la probabilité de 70% que nous associons à ce NTE (d'un point de vue comptable, Crossject ne percevra que 45% d'un chiffre d'affaires qui apparaîtra dans les comptes de son partenaire).
Enfin, le groupe sera très exposé au dollar américain, d'abord parce que les volumes seront importants aux États-Unis et ensuite parce que les prix y seront nettement plus élevés (entre cinq et six fois supérieurs à ceux en vigueur dans l'UE). La majeure partie des coûts étant libellés en euros, l'impact ne se limitera pas aux seuls effets de change (parité USD/€).

EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	**0,00**	**0,00**	**46,0**	**92,9**	**0** ↑	**NA**	**46** ↑	**100 %**
Royalty income								
Product sales	0,00	0,00	46,0	92,9	0 ↑	NA	46 ↑	100 %
Other/cancellations								

Marge d'EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Total	**0,00 %**	**0,00 %**	**78,0 %**	**100 %**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Valorisation

Le chiffre d'affaires de Crossject étant actuellement nul et son résultat négatif, la méthode des comparables n'est pas pertinente. Notre valorisation par la NAV repose sur un multiple de 3x les CA de l'ensemble des segments réalisés de 2025 à 2026. Si un tel CA ne sera pas réalisé dans les trois prochaines années, ce qui devrait justifier une décote, il ne correspond en revanche qu'à la phase de montée en puissance des ventes, ce qui augure de taux de croissance élevés au-delà de 2025 et indique que ces estimations sont très conservatrices, expliquant pourquoi nous avons choisi de ne pas les ajuster en baisse. Le multiple retenu est plutôt en ligne avec ceux prévalant dans le secteur de la biotechnologie et de la pharmacie, notamment des entreprises qui ont un large portefeuille de projets R&D et, par conséquent, des perspectives de croissance soutenue. Une valorisation en vue d'une transaction serait certainement supérieure (entre 5x et 10x le CA, selon le segment). À titre d'indication, Emergent Biosolutions a annoncé en 2018 l'acquisition d'Adapt Pharma (le développeur de Narcan, un spray nasal à la naloxone approuvé par la FDA) pour 635 mUSD (+100 mUSD lorsque les ventes auront débuté), pour un CA devant s'élever à 150 mUSD en 2018, impliquant un multiple de CA de 4,9x.

Notre DCF s'appuie sur nos prévisions concernant chacun des sept projets en cours de développement dans les NTE, leur commercialisation étant sans exception assurée par un partenariat. Nous avons également tenu compte du risque associé au développement de chaque spécialité (50% ou 70% comme indiqué dans la section Making Money, en fonction de l'avancement des essais cliniques et de la nécessité de trouver un partenaire).

Notons que notre objectif de cours correspond à la moyenne pondérée de l'ensemble des estimations obtenues à partir de toutes les méthodes que nous avons utilisées. Si les valorisations par la NAV et le DCF laissent entrevoir des potentiels d'appréciation considérables (alors que la pondération associée à ces deux méthodes atteint 55%), l'estimation à partir de la méthode des comparables est basse, le groupe ne générant aucun résultat pour le moment. Autrement dit, la valorisation estimée est actuellement sévèrement pénalisée. Elle devrait être fortement revue à la hausse après le lancement sur le marché des premiers produits, une fois que Crossject commencera à générer ses premiers profits. Le marché devrait donc mettre un certain temps avant de tenir compte pleinement du potentiel du groupe. S'il devra s'armer de patience, l'investisseur pourrait au bout du compte percevoir une rémunération considérable.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		14,6	623 %	40 %
Somme des parties		12,5	517 %	40 %
P/E	*Comparables*	4,04	100 %	5 %
VE/Ebitda	*Comparables*	4,04	100 %	5 %
Cours/Actif net comptable	*Comparables*	2,99	48 %	5 %
Rendement	*Comparables*	0,00	-100 %	5 %
Objectif de cours		**11,4**	**463 %**	

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	27,7	14,7	3,62	1,38
Ratios Crossject	2,84	2,49	2,44	0,00
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	**4,04**	**4,04**	**2,99**	**0,00**
Coloplast	31,8	21,5	10,3	2,62
UCB	37,0	15,5	2,47	0,84
Sartorius	51,1	22,5	7,70	0,45
bioMerieux	22,9	12,1	2,77	0,91
Ipsen	14,3	6,91	2,01	1,17
Carl Zeiss Meditec	30,4	17,8	3,86	1,15
Hikma Pharmaceuticals	11,0	6,22	1,89	2,75
Faes Farma	12,1	8,15	1,44	3,67
Innate Pharma	-7,17	13,5	-7,81	0,00

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	6,69	Dette (trésorerie) nette moyenne	M€	25,5
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	37,2	Provisions	M€	1,42
Free cash flow de l'année 11	M€	49,5	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	0,00
"g" de Durabilité	%	1,80	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	1 012	Valeur des fonds propres	M€	540
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	530	Nombre d'actions	Mio	37,0
en % de la valeur totale	*%*	*93,4*	**DCF par action**	**€**	**14,6**
Valeur totale actuelle	M€	567	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-4,02

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	150
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	5,00
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	**Bêta de la société (endettée)**	**x**	**0,73**
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	16,5
Bêta sectoriel	x	0,65	Dette/VE	%	14,2
Bêta de la dette	x	0,30	**Taux de rentabilité exigé par les actionnaires**	**%**	**7,16**
Capitalisation boursière	M€	73,4	Coût de la dette	%	3,75
Dette nette (trésorerie) à valeur comptable	M€	12,1	**Coût des fonds propres desendettés**	**%**	**6,77**
Dette nette (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	11,7	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	6,69

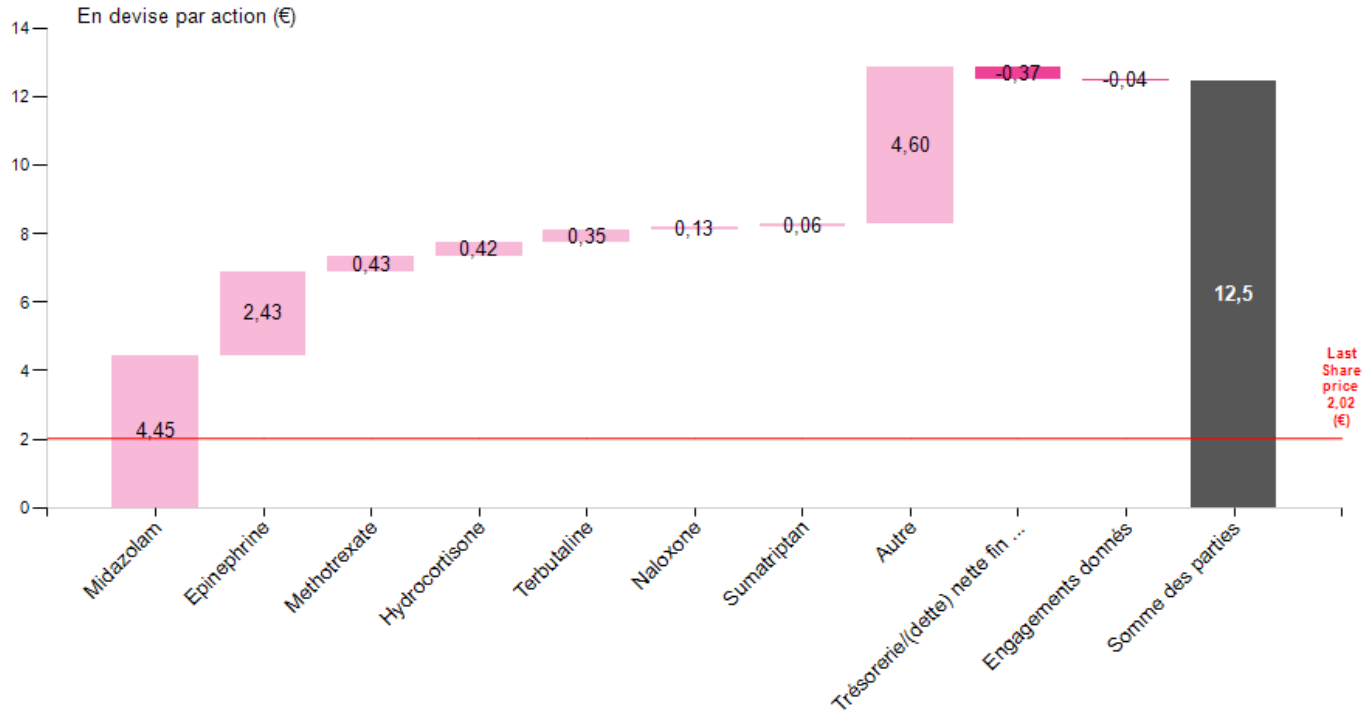
Calcul du DCF

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Croissance	12/26E	12/33E
Chiffres d'affaires	M€	9,72	14,0	59,0	92,9	**15,0 %**	107	284
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9	**17,0 %**	75,9	228
Marge d'EBITDA	*%*	*-71,3*	*-39,9*	*58,5*	*69,8*		*71,0*	*80,2*
Variation du BFR	M€	-2,80	1,11	-46,0	-50,9	**12,5 %**	-57,3	-131
Cash flow d'exploitation total	M€	-7,72	-4,48	-11,5	14,0		18,7	97,3
Impôts sur les sociétés	M€	2,22	4,17	-9,07	-19,1	**10,0 %**	-21,0	-40,9
Bouclier fiscal	**M€**	**0,03**	**-0,18**	**-0,18**	**-0,18**	**0,00 %**	**-0,18**	**-0,18**
Investissements matériels	M€	-6,78	-2,27	-5,38	-2,50	**15,0 %**	-2,87	-7,64
Investissements matériels/CA	*%*	*-69,8*	*-16,2*	*-9,12*	*-2,69*		*-2,69*	*-2,69*
Cash flows libres avant coût du financement	M€	-12,3	-2,75	-26,1	-7,78		-5,39	48,5
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€							
Free cash flow ajustés	**M€**	**-12,3**	**-2,75**	**-26,1**	**-7,78**		**-5,39**	**48,5**
Free cash flow actualisés	**M€**	**-12,3**	**-2,75**	**-24,5**	**-6,83**		**-4,44**	**25,4**
Capitaux investis	€	19,4	15,2	61,2	109		126	334

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Midazolam	100 %	EV/Sales	3	164	164	4,45	34,6 %
Epinephrine	100 %	EV/Sales	3	90,0	90,0	2,43	18,9 %
Methotrexate	100 %	EV/Sales	3	15,9	15,9	0,43	3,34 %
Hydrocortisone	100 %	EV/Sales	3	15,6	15,6	0,42	3,28 %
Terbutaline	100 %	EV/Sales	3	12,9	12,9	0,35	2,71 %
Naloxone	100 %	EV/Sales	3	4,80	4,80	0,13	1,01 %
Sumatriptan	100 %	EV/Sales	3	2,10	2,10	0,06	0,44 %
Apomorphine	100 %	EV/Sales	3	0,00	0,00	0,00	0,00 %
Autre					170	4,60	35,7 %
Actif brut					**476**	**12,9**	**100 %**
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-13,6	-0,37	-2,86 %
Engagements donnés					-1,42	-0,04	-0,30 %
Engagements reçus							
Somme des parties					461	12,5	96,8 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					**37,0**		
Somme des parties par action (€)					**12,5**		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					**83,8**		



Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Dette

Fin 2020, la dette nette du groupe atteignait 17 m€. La majeure partie des capex ont été réalisés (à savoir un investissement industriel nécessaire à la production d'environ 1.5 m de dispositifs Zeneo) et ont donc atteint 3,8 m€ en 2014-15, 3,2 m€ en 2018, 4,4 m€ en 2019 et de nouveau 6 m€ en 2020. Pour les exercices à venir, nous sommes partis d'une hypothèse de capex récurrents (2 m€) que nous avons "augmentée" de 3 m€ par tranche de 2,5m d'unités supplémentaires vendues (la réalisation des capex suivra probablement un processus différent, ces "seuils" n'exigeant pas nécessairement de tels niveaux d'investissements). Avant même la réalisation des premières ventes, une autre question importante porte sur le financement des études cliniques. Selon la direction, le développement de chaque NTE représente un coût compris entre 2 m€ et 3 m€ (en tenant compte des études cliniques) dans les deux années précédant l'AMM et s'ajoutant à la consommation « normale » de trésorerie avant la réalisation des premières ventes de la société. Crossject percevra toutefois par ailleurs des commissions initiales après la signature des accords de partenariat, et continuera de bénéficier des crédits d'impôt et des aides au titre du « PIAVE ». En fin de compte, nous estimons que le groupe est en mesure de s'autofinancer, à condition de trouver des partenariats à court terme. Crossject pourrait sinon faire appel aux marchés financiers ou trouver une autre solution pour lever des fonds (par exemple en « cédant » ses droits futurs à un partenaire financier). Cela dit, après avoir déjà effectué des augmentations de capital pour financer ses besoins à court terme (d'abord par le biais d'une ligne de fonds propres en place depuis 2016, puis au travers d'une augmentation de capital de 5 m€ en mars 2017), le groupe a émis pour respectivement 5,3 m€ et 2,5 m€ d'obligations convertibles en mars et en juillet 2018. Une augmentation de capital de 3,9m€ a été annoncée le 28 novembre 2018 au prix de 1,16€, les 3,4m nouvelles actions devant être cotées d'ici la fin de 2018 (le 28 décembre 2018). La conversion des obligations convertibles en 2019 a entraîné une réduction de la dette obligataire d'environ 5m€. Fin 2019, le groupe a émis pour 5,7 m€ d'obligations convertibles. Plus récemment, le groupe a émis deux obligations (dont une convertible, d'une valeur de 5,24 m€ chacune) en décembre 2020. Le groupe a également émis pour 7,5 m€ d'obligations convertibles en décembre 2021, avec un prix de conversion minimum compris entre 3,30€ et 92% du cours observé, les actionnaires existants bénéficiant d'un prix de souscription nul (une action attribuée pour 20 droits détenus). En 2022, la dette nette a atteint 9m€, la dette brute de 17m€ étant entièrement composée de dettes bancaires, toutes les obligations convertibles ayant été converties en cours d'année.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9
Cash flow des opérations	M€	-3,71	-2,11	24,8	45,1
Fonds propres	**M€**	**2,69**	**-5,77**	**14,8**	**54,2**
Dette brute	M€	16,0	13,4	65,2	72,1
+ Trésorerie brute	M€	7,13	1,22	26,4	25,0
= Dette nette / (trésorerie)	**M€**	**8,86**	**12,1**	**38,8**	**47,1**
Ratio d'endettement	%	418		173	79,2
Fonds propres/Actif total (%)	%	12,1	-33,7	23,5	49,0
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-1,28*	*-2,17*	*1,12*	*0,73*
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-2,51*	*-2,64*	*1,89*	*1,11*
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...	*%*	*86,6*	*164*	*81,5*	*57,1*
Ebit cover	*x*	*121*	*-17,1*	*40,3*	*83,6*
CF des opérations/dette brute	*%*	*-21,3*	*-14,3*	*38,0*	*62,6*
CF des opérations/dette nette	*%*	*-41,8*	*-17,4*	*63,9*	*95,8*
FCF/Dette brute ajustée	*%*	*-69,9*	*-22,2*	*-40,9*	*-11,5*
(Tréso. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	*x*	*-1,91*	*-0,98*	*-0,24*	
FCF/Dette CT	*x*	*-5,02*	*-1,57*	*-26,6*	

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

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 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. Un nouveau partenariat industriels a également été signé avec Cenexi en 2016 (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 2036.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Gemmes Ventures	24,0 %	30,0 %	0,00 %
Vester Finance	14,8 %	11,0 %	14,8 %
SNPE	2,80 %	2,80 %	0,00 %
Other	2,42 %	2,42 %	0,00 %
IDEB	0,65 %	0,65 %	0,00 %
Treasury Shares	0,65 %	0,65 %	0,00 %
Flottant			**69,5 %**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Sustainability

En tant que Small cap, Crossject accorde probablement moins d'importance aux sujets ESG que les grands groupes à ce stade. Néanmoins, une brève section de son rapport annuel décrit ce que le groupe considère comme les sept domaines dans lesquels ces préoccupations sont vouées à croître : la gouvernance (cf. section correspondante), les droits de l'homme, l'environnement, les relations dans le travail, l'éthique, le développement local et les questions liées aux consommateurs. Le groupe indique également qu'une charte éthique (particulièrement utile dans le contexte américain) a été publiée en 2020.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	**8/10**	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	**0/10**	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✔	5 %
Environnement		
Emissions CO^2	**2/10**	25 %
Prélèvement d'eau	**1/10**	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	**7/10**	5 %
Satisfaction au travail	**10/10**	5 %
Communication interne	**10/10**	5 %
Score de durabilité	**4,3/10**	100%

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Gouvernance & Management

Le conseil d'administration est composé de quatre membres représentant grosso modo les principaux actionnaires du groupe (Gemme Venture) et présidé par Philippe Monnot, représentant cet actionnaire. Comme la plupart des petites capitalisations, le groupe n'est pas, selon nous, très indépendant.

Score de gouvernance

Société (Secteur)	Independent board
6,7 (6,5)	Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	4	10	10/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	0	34	1/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	52	0/10	5,0 %
Age moyen des membres du CA	67	60	2/10	5,0 %
Type de société : Petite capitalisation, non contrôlée			10/10	25,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	75	39	8/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	5,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✓	5,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✓	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	5,0 %
Score de gouvernance			**6,7/10**	**100,0 %**

Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year) Trésorerie	Rémunération en titres
Patrick ALEXANDRE	M	DG	1955	2001		202 (2022)	
Olivier GIRÉ	M	Member of the management board		2016			
Isabelle LIEBSCHUTZ	F	Member of the management board		2013			

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)	Valeur des titres, en k€ (année)
Philippe MONNOT	M	✗	Président		1955		2025		
Eric NEMETH	M	✓	Deputy Chairman		1952		2025		
Jean-François LOUMEAU	M	✓	Membre	2021	1955	2018	2025		
Yannick PLÉTAN	M	✓	Membre		1965	2019			

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Environnement

En tant que petite capitalisation, Crossject ne publie à ce jour que très peu d'informations sur ce thème. Si le rapport annuel aborde brièvement un certain nombre de points relatifs au développement durable (cf. section correspondante), à ce stade, il est clairement habituel pour une petite capitalisation de ne pas trop s'attarder sur le sujet.

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO^2	2/10	4/10	30 %
Prélèvement d'eau	1/10	4/10	30 %
Energie	1/10	4/10	25 %
Déchets	1/10	4/10	15 %
Score d'Environnement	**1,3**		**100%**

Société (Secteur)

1,3 (4,0)

Paramètres environnementaux

Société			
2021	2022	2023	2024
1,6	1,3	1,4	1,3

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO2 (tonnes)	Prélèvement d'eau (m3)	Déchets (total, tonnes)
BioNTech		10/10	153 684	3 963	75 000	1 488
CureVac		1/10				
Idorsia		6/10	56 300	444	27 642	260
ATAI Life Sciences		1/10				
PolyPeptide		5/10	116 060	9 927	138	
Sandoz		6/10	1 776 300	90 089	9 348 005	17 404
GSK plc		5/10	9 932 400	714 000	7 500 000	57 200
Novartis		7/10	6 200 000	298 100	34 600 000	34 900
Sanofi		7/10	12 122 294	536 804	11 600 000	165 432
AstraZeneca		8/10	5 889 712	263 608	3 750 000	25 493
Bayer		3/10	35 010 000	3 000 000	53 000 000	1 164 000
Novo Nordisk		9/10	3 784 000	93 000	4 150 000	189 091
Merck		4/10	8 755 200	1 667 000	13 160 000	371 000
Roche Holding		6/10	9 403 000	364 480	14 900 000	23 674
Lonza Group		3/10	6 269 000	551 000	28 628 000	61 664
Grifols		6/10	3 205 764	200 310	3 034 355	44 954
Novonesis		6/10	4 840 000	161 000	8 720 000	20 500
UCB		8/10	932 600	22 166	476 866	10 858
H Lundbeck		9/10	374 414	27 173	219 159	16 027
Faes Farma		1/10	52 172	6 112	185 685	1 517
BB Biotech		4/10		33	3 434	9
Genmab		6/10	11 257	394	n/a	n/a
Hikma Pharmaceuticals		4/10	1 557 580	123 144	1 175 224	13 275
Ipsen		7/10	272 955	18 810	94 401	3 319
Bachem		1/10	155 705	8 476	139 315	14 439
Virbac		4/10	299 686	23 727	313 840	5 380
Siegfried		2/10	1 901 627	68 166	6 329 000	80 605

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Crossject		1/10			

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Social

Le niveau d'information sur les questions sociales est également assez limité, ce qui n'est pas vraiment surprenant pour une small cap. Toutefois, le groupe indique que son indice d'égalité (indice Gaia) a atteint 60/100 pour 2022 contre 46 en 2021. L'agence de notation ESG Gaia Research évalue les performances ESG des PME cotées sur les marchés européens, soit plus de 2300 entreprises, cf. la rubrique sur les effectifs.

Social score

Société (Secteur)

4,7 (5,9)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	8/10	15 %
Evolution du salaire moyen	3/10	30 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	20 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	15 %
Évolution de la dispersion des salaires	7/10	20 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	**3,9/10**	**100%**

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	4/10	25 %
Developpement des ressources humaines	8/10	35 %
Paye	3/10	20 %
Satisfaction au travail	10/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	**6,4/10**	**100%**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.
La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui ✔ / Non ✘	Poids
Accidents du travail		**25 %**
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	✔	10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	✘	15,0 %
Developpement des ressources humaines		**35 %**
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées	✔	3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)	✔	3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?	✔	3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?	✔	3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?	✘	3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?	✔	3,5 %
Les talents sont-ils restés?	✔	3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?	✔	3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la reévaluation salariale?	✔	3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?	✘	3,5 %
Paye		**20 %**
Existe-t-il un comité de rémunération ?	✔	6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?	✘	14,0 %
Satisfaction au travail		**10 %**
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?	✔	3,3 %
Chacun peut-il y participer?	✔	3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?	✔	3,3 %
Communication interne		**10 %**
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	✔	10,0 %
Score Qualitatif	**6,4/10**	**100.0%**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Effectifs et retraites

Fin 2022, Crossject comptait 102 employés (contre 99 en 2021, 97 en 2021, 79 en 2019, 72 en 2018, 59 en 2017, 39 en 2016 et 23 en 2015). Nous tablons sur une hausse de ces effectifs, et ce même si nous avons considéré que l'ensemble des « supergénériques » en cours de développement seront commercialisés par le biais de partenariats, ce qui ne nécessite pas de main-d'œuvre importante. Bien sûr, la situation pourrait être différente si le groupe changeait de politique en termes de marketing. Néanmoins, nous ne pensons pas que Crossject soit en mesure de commercialiser ses propres produits dans un avenir prévisible.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Recent updates

03/04/2024

La patience est une vertu... espérons-le
Publication Res./CA

Le groupe a surpris en publiant un communiqué de presse sur les progrès réalisés dans sa stratégie américaine et une série de résultats (très résumés) pour l'année fiscale 23. Nous voyons surtout des points négatifs dans ce communiqué et l'espoir de voir Zeneo atteindre le marché américain par le biais d'une EUA en FY24 s'est évanoui… nous réviserons nos chiffres à la baisse après la publication des résultats détaillés de FY23, notamment en reportant le lancement des NTE du groupe.

Actualité

Crossject a publié un communiqué de presse détaillant sa stratégie américaine et publiant ses comptes annuels (partiels) pour l'exercice 23 (le rapport complet est attendu le 24 avril).

Analyse

Tout d'abord, ce communiqué est une surprise puisque, comme nous l'avons déjà mentionné, le rapport annuel est attendu pour le 24 avril. Deuxièmement, ce communiqué est plutôt une mauvaise nouvelle pour les investisseurs. En effet :

- Le groupe attend désormais l'EUA pour Zepizure aux Etats-Unis au plus tôt au cours du T1 2025 (le dernier objectif communiqué était FY23/Q124 et les nouvelles d'aujourd'hui ne peuvent que décevoir les investisseurs).

- Le groupe a également indiqué qu'il était en mesure de financer son plan d'affaires jusqu'en… septembre 2024. Notons qu'il a émis 7 M€ d'obligations en février (voir notre Dernière en date du 28 février 2024) et le communiqué souligne clairement qu'il y aura d'autres financements à court terme, ce qui implique une nouvelle dilution à notre avis.

- Cela empêchera le groupe de demander le tirage total ou partiel de la seconde tranche de la dernière émission obligataire (jusqu'à 5 millions d'euros) à court terme (ce qui aurait pu être le cas à partir de juillet sinon) puisque les conditions ne seront pas remplies rapidement (au mieux l'année prochaine).

- Dans une moindre mesure, le compte de résultat affiche toujours une perte assez importante (-12,3 millions d'euros contre -13,3 millions d'euros il y a un an au niveau opérationnel), et ce malgré le montant facturé à la BARDA (6,7 millions d'euros contre 1,8 million d'euros). Bien que cela ait été prévu – c'est-à-dire des coûts plus élevés du côté du développement partiellement compensés par la BARDA – il n'en reste pas moins que le P&L ne semble pas beaucoup mieux que l'année dernière et implique que le groupe brûle toujours un montant significatif de liquidités.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

- Nous ne comprenons pas pourquoi l'ensemble des comptes n'a pas été publié (ou pourquoi nous avons ce rapport très partiel), ce qui ne facilite guère la vie des investisseurs.

Le groupe prévoit également de déposer en H125 une demande de NDA (New Drug Application) pour Zepizure et "travaille sur les activités liées à son enregistrement et à sa pré-commercialisation aux Etats-Unis, puisque Crossject a l'intention de conserver les droits commerciaux américains de Zepizure". Le groupe devra "seulement" démontrer la bioéquivalence de Zepizure (par rapport à d'autres produits injectables). C'est une bonne chose. Mais cela signifie que ces produits ne pourront certainement pas être mis sur le marché avant l'année fiscale 26, au mieux. La question clé à court terme reste le financement et le marché sera probablement heureux d'attendre d'en savoir plus sur ce point avant que la dynamique de l'action puisse s'améliorer et la réaction du marché à court terme sera très probablement négative.

Impact

Nous ajusterons notre modèle après la publication des résultats détaillés de l'exercice 23 (24 avril). La grande différence sera le calendrier de lancement des produits ainsi que la dilution (sur laquelle nous devrons faire un certain nombre d'hypothèses). Ces deux éléments ne peuvent évidemment que conduire à une valorisation plus faible, comme nous l'avions déjà souligné après l'annonce de l'émission obligataire en février dernier.

28/02/2024

Sécurisation des besoins de financement

Question de financement

Avec l'émission d'obligations dont les détails sont donnés ci-dessous, le groupe sécurise son financement à court terme. Nous allons intégrer ce nouveau financement dans notre modèle. En fonction d'un certain nombre d'hypothèses (conversion partielle ou totale, intérêts payés, remboursements en cash etc…) notre objectif de cours baissera vraisemblablement, même si le potentiel restera en tout état de cause significatif.

Actualité

Le groupe a annoncé aujourd'hui l'émission de 70 obligations amortissables convertibles en actions nouvelles d'une valeur nominale de €100.000, pour un montant de €7m, avec suppression du droit préférentiel de souscription.

Analyse

L'investissement initial ou Première Tranche de 7 M€ pourra être complété par une Seconde Tranche d'un montant maximum de €5m à l'initiative de Crossject et sous réserve du respect de certaines conditions. En particulier, Crossject doit avoir reçu l'autorisation de la FDA de livrer les premières unités

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

de ZEPIZURE au Strategic National Stockpile dans le cadre du contrat entre Crossject et la BARDA.

Pour la première tranche, les obligations convertibles peuvent être converties en nouvelles actions ordinaires à un ratio initial de 19 420,5 actions par obligation convertible, soit un prix de conversion de 5,5 € par action ordinaire.

Le nombre de nouvelles actions pouvant être émises en vertu des obligations convertibles (1ère tranche) est compris entre 1.359.434 et 7.816.6665. Les obligations convertibles portent un intérêt annuel de 7%. Au total, la dilution maximale pourrait être d'environ 18% (première tranche) ou 27% (tranche 1+2) en fonction d'un certain nombre d'hypothèses sur l'amortissement des obligations (voir ci-dessous).

Cette décision garantit le financement du groupe, au moins en partie, pour l'exercice 2024 et constitue donc une bonne nouvelle. Les intérêts payés semblent également acceptables à ce stade du développement du groupe. Cela dit, le marché a plutôt considéré la dilution avec une en baisse d'environ 15 % hier. Il est également important de garder à l'esprit que cette émission vient s'ajouter au financement actuel de BARDA (pour US$6,7m facturés sur 2023 sur un budget global maximum de €32m), pour le développement de Zeneo Midazolam.

Du côté négatif, la dilution potentielle a évidemment joué un rôle dans la chute du cours de l'action, tout comme le regret des investisseurs que le groupe n'ait pas, ou ne puisse pas, avoir recours à une dette bancaire classique. Pour chaque tranche, le plan d'amortissement des obligations convertibles est prévu à raison de 17 paiements égaux tous les 2 mois, à partir du 4ème mois suivant la date d'émission, payables selon les options de la société : en espèces pour un montant égal à 102% du montant dû ou en nouvelles actions ordinaires émises, dont la valeur est égale à 85% de la valeur de marché des actions dans une période de temps donnée : en bref, la dilution peut commencer à avoir lieu à partir du mois de juin de cette année.

Enfin, un autre problème est le recours à ce type d'obligations que les investisseurs ont tendance à craindre, avec un certain nombre d'exemples où les prix des actions sont restés sous pression pendant une longue période.

Impact

Nous allons intégrer ce nouveau financement dans notre modèle. En fonction d'un certain nombre d'hypothèses (conversion totale ou partielle, intérêts payés, remboursements en espèces, etc…), notre objectif de cours est susceptible de baisser, même si le potentiel restera en tout état de cause significative.

08/02/2024

Pas de nouvelles? Pas forcément une bonne nouvelle

Strategic Plan

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

La présentation de mardi dernier ne nous a pas vraiment renseignés (voire pas du tout) sur le développement du groupe sur la période récente. Nous regrettons qu'aucune nouvelle précision n'ait été donnée concernant les procédures de dépôt aux États-Unis (Emergency Use Authorization), en particulier en termes de calendrier. Nous déplorons également qu'il faille attendre aussi longtemps (soit jusqu'à fin avril !) pour avoir un aperçu sur les comptes annuels 2023 et les perspectives financières compte tenu des nouveaux besoins en matière de financement. En résumé, nous sommes déçus.

Actualité

Le groupe a organisé un webcast le 6 février pour faire le point sur son développement sur la période récente et sa stratégie commerciale pour 2024.

Analyse

Pour commencer et pour être francs, nous avons trouvé la présentation plutôt "creuse", commençant par un rappel de ce que propose Crossject, soit le(s) produit(s) qu'elle entend vendre et les progrès réalisés ces vingt dernières années.

Le groupe a rappelé qu'il avait conclu un accord aux Etats-Unis avec Syneos, un prestataire de services, qui devrait l'aider à déposer ses dossiers réglementaires aux États-Unis et à lancer commercialement son produit ZENEO une fois les autorisations accordées. En outre, le groupe a de nouveau confirmé poursuivre ses efforts pour faire approuver et commercialiser son ZEPIZURE (au travers notamment d'un accord de licence avec AFT Pharmaceuticals pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande et d'un nouvel accord de commercialisation pour l'Europe du Nord). Il a ensuite réaffirmé son intention de se concentrer en 2024 sur les approbations réglementaires pour ZEPIZURE. Si l'ensemble de ces points vont dans le bon sens, ils ne sont pas nouveaux.

En janvier 2024, Crossject a engagé Syneos Health, groupe de services aux laboratoires biopharmaceutiques totalement intégré, pour la préparation au lancement commercial aux États-Unis de son auto-injecteur ZENEO-midazolam (nom proposé ZEPIZURE), un traitement d'urgence innovant dans la prise en charge des crises d'épilepsie y compris celles causées par l'exposition à un agent neurotoxique. Fortement implanté aux Etats-Unis, Syneos Health apportera une réelle expertise dans la commercialisation de nouvelles thérapies à Crossject, au moment même où ce dernier s'apprête à déposer une demande d'autorisation de mise sur le marché. Les principaux détails du contrat signé avec la BARDA aux États-Unis ont également été rappelés (cf. nos précédents commentaires sur le sujet).
Selon le groupe, les discussions avec la FDA concernant les exigences nécessaires à l'autorisation d'utilisation d'urgence de ZEPIZURE sont "en bonne voie". Si nous ne doutons pas de sa véracité, cette déclaration ne devrait pas suffire à convaincre les investisseurs que les choses iront prochainement dans le bon sens.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Nous déplorons également qu'il faille attendre jusqu'au 24 avril pour la publication des comptes annuels 2023. Une telle attente nous paraît interminable compte tenu du niveau de trésorerie actuel et des éventuels besoins du groupe pour financer son développement avant le lancement commercial de ses produits. En juin 2023, la trésorerie atteignait 5,3m€, sachant bien sûr que la consommation de cash de Crossject devrait se poursuivre pendant encore un (assez) long moment. Au S1 2023, le free cash flow représentait -8,3m€, avec 4,5m€ de capex. Dans ce contexte, la réaction très mesurée du marché (avec un titre à environ -20%) s'explique (en partie) par le fait que face à de nouveaux besoins en termes de financement, le groupe pourrait avoir recours à des instruments dilutifs. Si la direction affirme vouloir faire de son mieux pour éviter d'en arriver à une telle option, rien n'est certain. Compte tenu de l'évolution du titre, les investisseurs ne semblent pas convaincus que le groupe aura réellement le choix. Nous avons également de plus en plus de doutes sur la capacité du groupe à éviter une augmentation de capital ou tout autre instrument dilutif à l'horizon des prochains mois.

Enfin, le départ du directeur des opérations Engineering & Industry (qui en résumé chapeautait la production et le "supply") a été annoncé. Il sera remplacé par le directeur industriel. Bien que dans fréquent dans la vie d'une entreprise, ce départ ne constitue pas non plus une bonne nouvelle.

Globalement, nous estimons que les investisseurs ont besoin de davantage d'éléments concrets pour être pleinement convaincus des perspectives offertes par le groupe. Même si des progrès ont été réalisés vers la commercialisation de Zeneo, il faudra beaucoup de temps avant que cette dernière ne porte ses fruits, ce qui laisse entrevoir d'autres mauvaises nouvelles sur le front du financement. D'autant plus que Crossject a depuis longtemps eu du mal à respecter les délais. Même en tenant compte des fonds récoltés grâce à l'accord signé avec la BARDA (3,2mUS$ en 2023) et au lease-back de l'immobilier sur plusieurs années, un recours au financement externe devrait s'imposer en 2024, et ce d'autant plus si l'obtention de l'EUA devait prendre plus de temps que prévu. Pour rappel, elle était attendue pour fin 2023/début 2024 et l'horloge tourne.

Impact

A ce stade, nous n'allons pas ajuster nos estimations/modèle dans l'attente de la publication des résultats 2023. Néanmoins, nous doutons un peu plus concernant le calendrier des lancements de produits sur le marché américain. S'il est certain que la direction n'a pas toutes les cartes en main en la matière, nous ne pouvons pas ignorer la perspective d'un nouveau recours au financement externe. De fait, nous prévoyons de réviser à la baisse de nos estimations (notamment en raison de rentrées de fonds plus tardives qu'anticipées), ce qui pourrait/devrait peser sur notre objectif de cours.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

06/01/2024
Lancement d'une opération marketing aux Etats-Unis
Dernière News

Le groupe a engagé un prestataire aux États-Unis pour l'aider à la préparation de ses campagnes de pré-lancement et de lancement de produits.

Actualité
Crossject annonce avoir engagé Syneos Health, groupe de services aux laboratoires biopharmaceutiques, pour la préparation au lancement commercial aux États-Unis du Zepizure, son traitement d'urgence innovant dans la prise en charge des crises d'épilepsie.

Analyse
Syneos Health aidera à la préparation de l'ensemble des campagnes de pré-lancement et de lancement du ZEPIZURE, faisant bénéficier Crossject de sa présence aux États-Unis et de son expertise dans la mise sur le marché de nouveaux traitements.

Le groupe s'apprêtant à déposer un dossier réglementaire aux États-Unis, il paraît logique et pertinent qu'il renforce sa puissance marketing à l'échelle locale, en cherchant par ailleurs à renforcer également la présence de Crossject. Rappelons que le groupe a remporté une commande passée par le BARDA (Biomedical Advanced Research and Development Authority) aux Etats-Unis et qu'il vise une demande d'autorisation auprès de la FDA.

Cette nouvelle est rassurante, témoignant du volontarisme et de l'optimisme du groupe concernant l'obtention de cette autorisation.

Impact
Cette nouvelle ne nous conduira pas à revoir nos prévisions qui intègrent ce type de développement mais confirme que la situation continue d'évoluer et que les choses vont dans la bonne direction.

03/01/2024
Crossject signe un nouvel accord de distribution en Europe du Nord
Nouvelle importante

Au-delà de la commande ferme du BARDA (Biomedical Advanced Research and Development Authority) aux Etats-Unis et d'un accord de commercialisation pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande, Crossject annonce avoir signé un accord de commercialisation en Europe du Nord pour ZEPIZURE (ex Midazolam). La nouvelle ne devrait pas avoir d'impact sur nos prévisions, ces dernières s'appuyant sur les produits effectivement lancés.

Actualité

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Crossject a annoncé la signature d'un accord de commercialisation en Europe du Nord pour ZEPIZURE (anciennement ZENEO Midazolam) couvrant l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Danemark, la Suède, la Finlande et la Norvège.

Analyse

Même si le partenaire de cet accord n'a pas été communiqué et que, par conséquent, son envergure comme sa "puissance en termes de distribution" ne sont pas connues, il s'agit d'une bonne nouvelle pour le groupe français dont les produits seront accessibles à une population de 170m d'habitants. Sur le plan financier, Crossject percevra des paiements échelonnés pouvant représenter jusqu'à 1m€ en tout, une fois les autorisations de mise sur le marché obtenues dans les pays concernés par l'accord, ainsi qu'un pourcentage de la marge brute réalisée. Selon les termes de l'accord, Crossject assumera les coûts de développement réglementaire et détiendra toutes les autorisations de mise sur le marché qui en résulteront. Le partenaire supportera pour sa part les coûts commerciaux.

La nouvelle arrive après la commande ferme passée par la BARDA (Biomedical Advanced Research and Development Authority), et la signature de l'autre accord de commercialisation pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande (avec AF Pharmaceuticals couvrant une population d'environ 30m d'habitants).

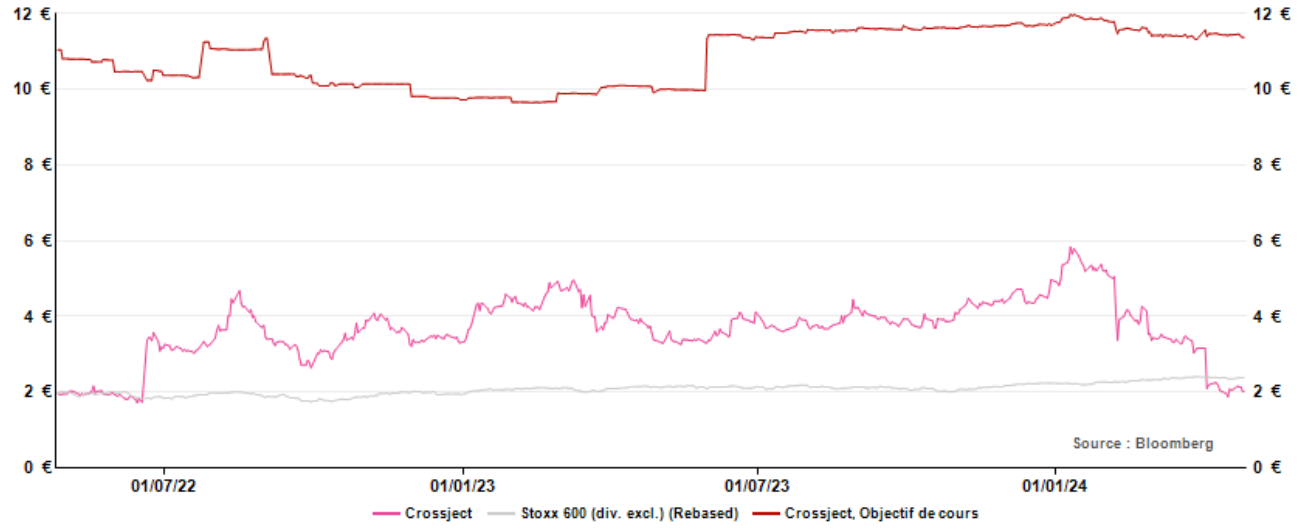
Ces deux accords et la commande passée aux États-Unis (BARDA) confirment que le groupe progresse vers la commercialisation de Zepizure et qu'il se met en ordre de marche en vue du lancement du produit dans ces régions une fois que les autorisations de mise sur le marché auront été obtenues.

Impact

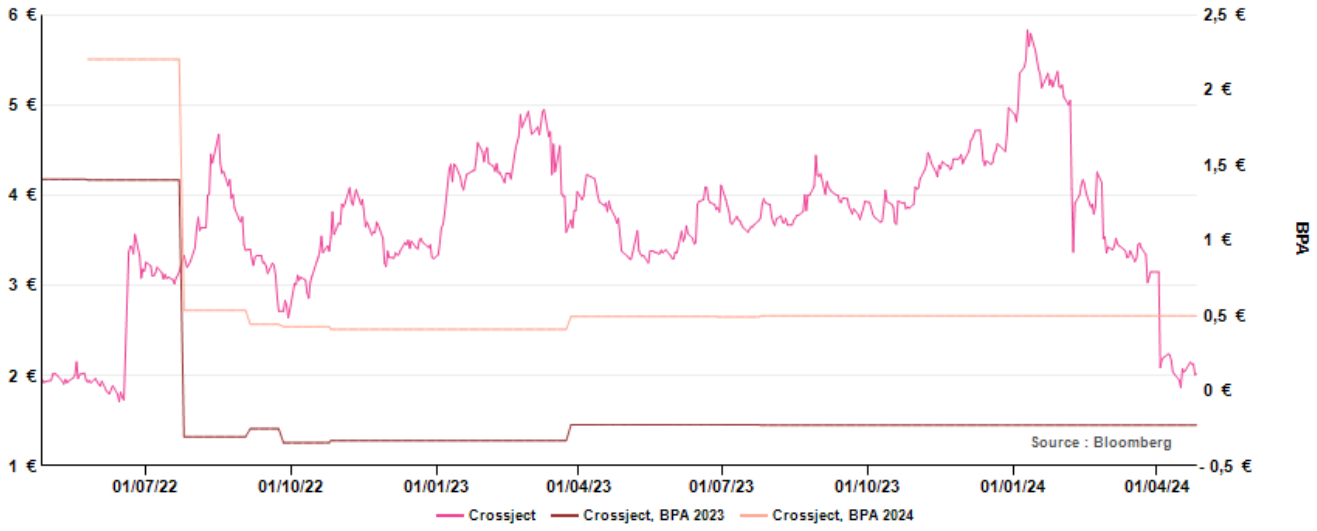
La nouvelle ne devrait pas avoir d'impact nos prévisions, ces dernières s'appuyant sur les produits effectivement lancés. Comme pour les autres accords, le partenaire supportera une partie des coûts du groupe liés au développement et participera aux dépenses liées aux demandes de mise sur le marché.

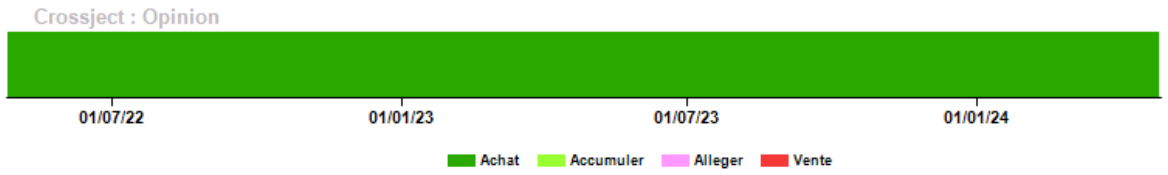
Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Cours & Objectif de cours



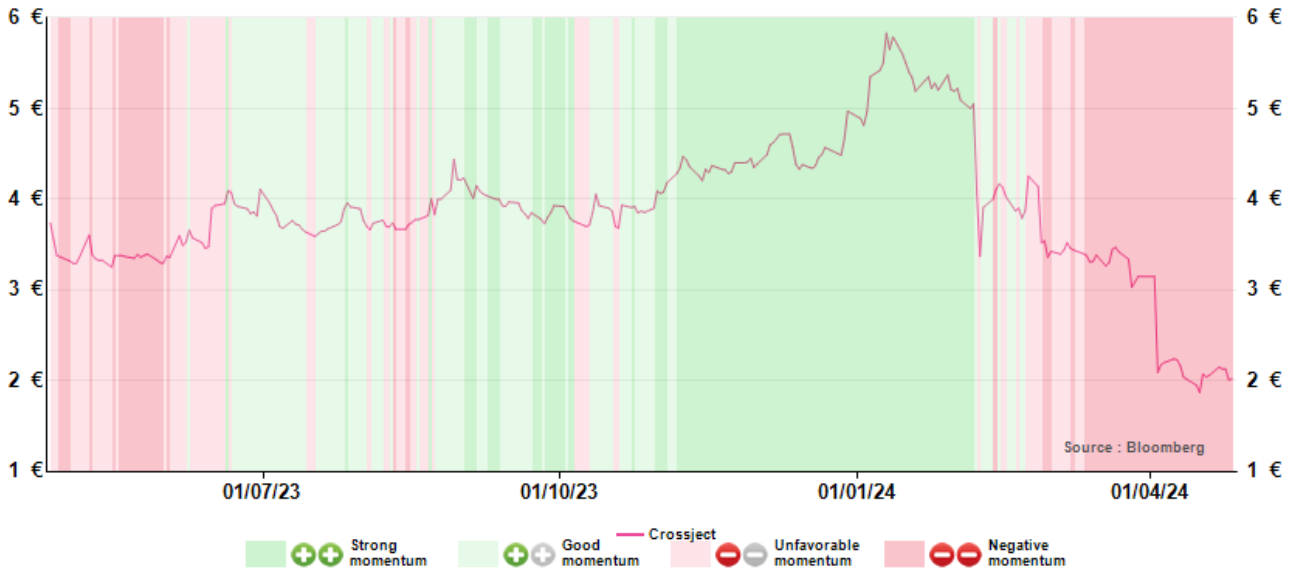
Bénéfices par action et Opinion





Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Momentum



L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).
Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.
Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.
Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

: Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

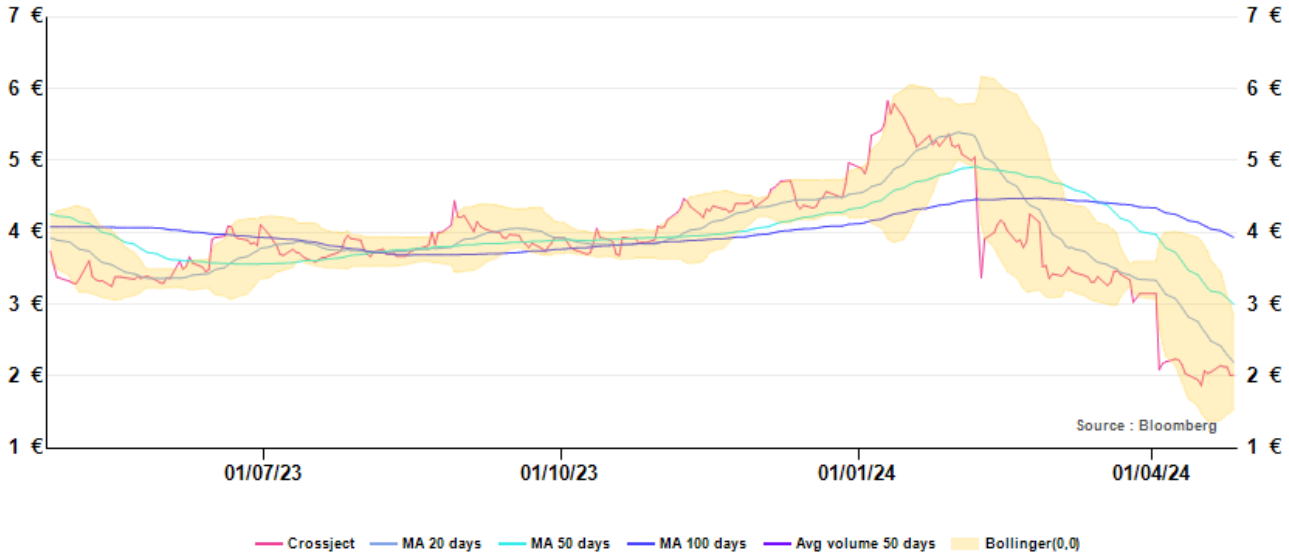
: Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

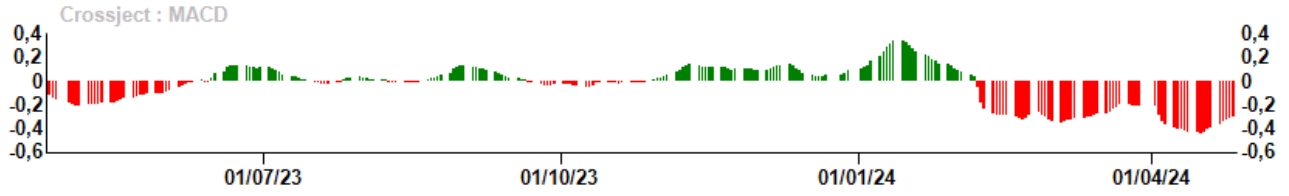
: Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

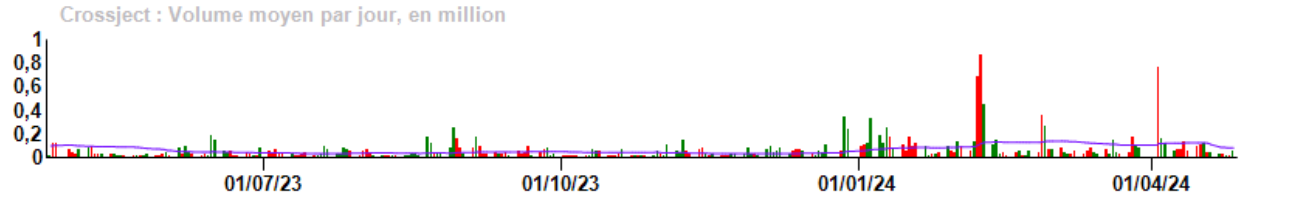
: Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Moyenne mobile MACD & Volume







Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

€/$ sensibilité

Secteur Pharmacie

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Données financières

Clefs de valorisation

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	**x**	**-8,01**	**-17,5**	**4,06**	**1,93**
PER publié	x	-9,33	-17,2	3,99	1,90
VE/EBITDA(R)	**x**	**-16,5**	**-28,5**	**3,25**	**1,86**
EV/EBIT	x	-8,61	-13,3	3,98	2,06
EV/Sales	x	11,8	11,4	1,90	1,30
P/ANC	**x**	**38,8**	**-25,3**	**4,98**	**1,36**
Rendement du dividende	**%**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Rendement du cash flow disponible	*%*	*-11,7*	*-2,24*	*-36,3*	*-11,3*
Cours moyen	€	2,86	4,01	2,02	2,02

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€	9,72	14,0	59,0	92,9
Croissance du CA	*%*	*43,5*	*44,2*	*321*	*57,5*
CA par employé	*k€*	*116*	*140*	*536*	*774*
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€	8,61	11,6	15,5	17,7
R&D costs as % of sales	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts de personnel	M€	-7,00	-7,00	-8,00	-9,00
Loyers de location opérationnelle	M€				
Coût des ventes (indicatif)	M€	8,61	11,6	13,2	13,1
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9
EBITDA(R)	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9
Marge d'EBITDA(R)	*%*	*-71,3*	*-39,9*	*58,5*	*69,8*
EBITDA(R) par employé	*k€*	*-82,5*	*-55,9*	*314*	*541*
Dotations aux amortissements	M€	-6,36	-6,36	-6,36	-6,36
Dotations aux amortissements/CA	*%*	*65,4*	*45,4*	*10,8*	*6,84*
Dépréciations	M€				
Dotations aux provisions	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat operationnel courant	M€	-13,3	-11,9	28,2	58,5
Marge opérationnelle courante	*%*	*-137*	*-85,3*	*47,8*	*63,0*
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	M€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-13,3	-11,9	28,2	58,5
Charges financières	M€	0,00	-0,70	-0,70	-0,70
dont effectivement décaissé	*M€*	*-1,00*			
Produits financiers	M€	0,11	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	M€				
Résultat financier net	M€	0,11	-0,70	-0,70	-0,70
dont services des engagements de retraites	*M€*		*0,00*	*0,00*	*0,00*
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-13,2	-12,6	27,5	57,8
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	-0,20	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	M€	2,22	4,17	-9,07	-19,1
Impôts différés	M€				
Impôts sur les sociétés	M€	2,22	4,17	-9,07	-19,1
Taux d'imposition	*%*	*16,9*	*33,0*	*33,0*	*33,0*
Marge nette	*%*	*-113*	*-60,5*	*31,2*	*41,7*
Mises en équivalence	M€				
Dividendes reçus des mises en équivalences	*M€*				
Intérêts minoritaires	M€				
Résultat des activités destinées à être cédées	M€				
Résultat net pdg	M€	-11,2	-8,47	18,4	38,8
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	-11,2	-8,47	18,4	38,8
Résultat corrigé et dilué	M€	-11,2	-8,47	18,4	38,8
NOPAT	M€	-9,97	-8,96	21,1	43,9

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9
Variation du BFR	M€	-2,80	1,11	-46,0	-50,9
dont (augm.)/dimin. des créances clients	*M€*	*-1,96*	*-1,56*	*-21,7*	*-25,7*
dont (augm.)/dimin. des stocks	*M€*	*-0,64*	*2,00*	*-25,2*	*-25,7*
dont augm./(dimin.) des dettes fournisseurs	*M€*	*-0,20*	*0,61*	*0,79*	*0,46*
dont augm./(dimin.) autres dettes	*M€*	*0,00*	*0,06*	*0,06*	*0,06*
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	2,22	4,17	-9,07	-19,1
Eléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	M€	2,00	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	M€	-5,50	-0,31	-20,6	-5,10
Investissements matériels	M€	-6,78	-2,27	-5,38	-2,50
Investissements / dotations aux amortissements	*%*	*107*	*35,6*	*84,6*	*39,3*
Acquisitions de titres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	-6,78	-2,27	-5,38	-2,50
Charges financières nettes	M€	0,11	-0,70	-0,70	-0,70
dont compasante cash	*M€*	*-1,00*	*-0,70*	*-0,70*	*-0,70*
Dividendes (maison mère)	M€				
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	4,09	0,00	0,00	0,00
dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle	*M€*				
(Aug.)/réduction de la dette nette	M€	3,11	-2,64	51,8	6,91
Autres flux financiers	M€	5,00	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	11,2	-3,34	51,1	6,21
Variation de la trésorerie	M€	-1,08	-5,92	25,2	-1,39
Variation de la dette nette	M€	-4,19	-3,27	-26,6	-8,30
Cash flow disponible (avant div)	M€	-12,2	-3,27	-26,6	-8,30
Cash flow opérationnel	M€	-5,50	-0,31	-20,6	-5,10
Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)	*%*	*88,4*	*43,9*	*93,1*	*71,3*

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Bilan

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
R&D immobilisée	M€	10,7	10,1	9,42	8,78
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits incorporels (y compris concessions)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	10,7	10,1	9,42	8,78
Immobilisations corporelles	M€	7,67	5,17	5,78	3,51
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	1,34	0,67	0,67	0,67
dont disponible à la vente	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
BFR	M€	1,08	-0,02	46,0	96,9
dont clients (+)	*M€*	*1,96*	*3,52*	*25,2*	*50,9*
dont stocks (+)	*M€*	*2,00*	*0,00*	*25,2*	*50,9*
dont fournisseurs (+)	*M€*	*1,76*	*2,37*	*3,17*	*3,63*
dont engagements courants (+)	*M€*	*1,12*	*1,17*	*1,23*	*1,29*
Autres actifs courants	M€	1,48	1,22	0,96	0,70
dont actifs d'impôts	*M€*	*2,65*	*2,65*	*2,65*	*2,65*
Actif total (net des engagements CT)	M€	22,3	17,1	62,8	111
Capitaux propres part du groupe	M€	2,69	-5,77	14,8	54,2
Intérêts minoritaires	M€				
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	M€	1,42	1,42		
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	9,30	9,30	9,30	9,30
Endettement net / (trésorerie)	M€	8,86	12,1	38,8	47,1
Passifs totaux	M€	22,3	17,1	62,8	111
Gross Cash	M€	7,13	1,22	26,4	25,0
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	11,2	10,5	25,5	42,9

Valeur d'entreprise

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
VE/EBITDA(R)	**x**	**-16,5**	**-28,5**	**3,25**	**1,86**
VE/EBIT	**x**	**-8,61**	**-13,3**	**3,98**	**2,06**
VE/CA	**x**	**11,8**	**11,4**	**1,90**	**1,30**
EV/Capital investi	x	5,88	10,5	1,83	1,10
Capitalisation boursière	M€	104	146	73,4	73,4
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	1,42	1,42	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	8,86	12,1	38,8	47,1
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€				
= Valeur d'entreprise	**M€**	**114**	**159**	**112**	**121**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	**€**	**-0,36**	**-0,23**	**0,50**	**1,05**
Croissance des BPA	*%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*111*
BPA publié	€	-0,31	-0,23	0,51	1,07
Dividende net par action	**€**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Cash flow libre par action	€	-0,39	-0,09	-0,72	-0,22
Cash flow opérationnel par action	€	-0,18	-0,01	-0,57	-0,14
Actif net comptable par action	€	0,07	-0,16	0,41	1,49
Nombre d'actions ordinaires	**Mio**	**36,5**	**36,5**	**36,5**	**36,5**
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	36,5	36,5	36,5	36,5
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	36,5	36,5	36,5	36,5
Autocontröle (fin d'année)	Mio	0,16	0,16	0,16	0,16
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	36,4	36,4	36,4	36,4
Nombre d'actions ordinaires moyen	**Mio**	**30,8**	**36,4**	**36,4**	**36,4**
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio	0,61	0,61	0,61	0,61
Règlement de stock-options exerçables	Mio				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio				
Dilution (moyenne)	Mio	0,36	0,61	0,61	0,61
Nombre d'actions dilué (moyen)	**Mio**	**31,2**	**37,0**	**37,0**	**37,0**
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,36	-0,23	0,50	1,05
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,36	-0,23	0,51	1,07
Taux de distribution	**%**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	**%**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	M€	-6,93	-5,59	34,5	64,9
Cash flow des opérations	M€	-3,71	-2,11	24,8	45,1
Fonds propres	**M€**	**2,69**	**-5,77**	**14,8**	**54,2**
Dette brute	M€	16,0	13,4	65,2	72,1
dont échéance moins d'un an	M€	2,64	2,09	1,00	
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	8,35	6,26	4,18	2,09
dont échéance moins de 2 ans	M€	2,09	2,09	2,09	2,09
dont échéance moins de 3 ans	M€	2,09	2,09	2,09	
dont échéance moins de 4 ans	M€	2,09	2,09		
dont échéance moins de 5 ans	M€	2,09			
dont échéance à plus de 5 ans	M€	5,00	5,00	60,0	70,0
+ Trésorerie brute	M€	7,13	1,22	26,4	25,0
= Dette nette / (trésorerie)	**M€**	**8,86**	**12,1**	**38,8**	**47,1**
Emprunts bancaires	M€	14,0	12,0	64,0	72,0
Obligations émises	M€	1,00	1,00	1,00	
Autres financements	M€	0,99	0,35	0,18	0,09
Ratio d'endettement	%	418		173	79,2
Fonds propres/Actif total (%)	%	12,1	-33,7	23,5	49,0
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-1,28*	*-2,17*	*1,12*	*0,73*
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-2,51*	*-2,64*	*1,89*	*1,11*
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)	*%*	*86,6*	*164*	*81,5*	*57,1*
Ebit cover	*x*	*121*	*-17,1*	*40,3*	*83,6*
CF des opérations/dette brute	*%*	*-21,3*	*-14,3*	*38,0*	*62,6*
CF des opérations/dette nette	*%*	*-41,8*	*-17,4*	*63,9*	*95,8*
FCF/Dette brute ajustée	*%*	*-69,9*	*-22,2*	*-40,9*	*-11,5*
(Tréso. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	*x*	*-1,91*	*-0,98*	*-0,24*	
FCF/Dette CT	*x*	*-5,02*	*-1,57*	*-26,6*	

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,85	0,67	0,67	0,67
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-137	-85,3	47,8	63,0
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	48,8	71,2	148	107
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	-14,2	-12,8	8,89	2,51
Rendement des fonds propres (ROE)	**%**	**798**	**550**	**410**	**112**
ROA	%	-68,3	-78,6	46,0	53,6

Réconciliation des capitaux propres

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Fonds propres année N-1	M€	0,74	2,87	-5,77	14,8
+ Profits nets de l'année	M€	-11,2	-8,47	18,4	38,8
- Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	M€	4,09	0,00	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€	9,20	-0,17	2,11	0,69
= Fonds propres fin d'année	**M€**	**2,87**	**-5,77**	**14,8**	**54,2**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Personnel

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires par employé	k€	116	140	536	774
Coûts de personnel unitaire	k€	-83,3	-70,0	-72,7	-75,0
Variation des coûts de personnel	*%*	*16,7*	*0,00*	*14,3*	*12,5*
Variation des coût de personnel unitaire	*%*	*15,3*	*-16,0*	*3,90*	*3,13*
Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)	*%*	*9 859*	*495*	*18,8*	*12,2*
Nombre d'employés moyen	**utp**	**84,0**	**100**	**110**	**120**
Europe	utp	85,0	100	110	120
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	**M€**	**-7,00**	**-7,00**	**-8,00**	**-9,00**
Salaires	M€	-7,00	-7,00	-8,00	-9,00
dont contributions sociales	*M€*	*-3,00*	*-3,00*	*-3,00*	*-3,00*
Coûts relatfs aux retraites	M€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	**M€**	**9,73**	**14,0**	**59,0**	**92,9**
Methotrexate	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Epinephrine	M€	0,00	0,00	0,00	27,7
Sumatriptan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Midazolam	M€	0,00	0,00	46,0	60,1
Hydrocortisone	M€	0,00	0,00	0,00	5,15
Naloxone	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Apomorphine	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Terbutaline	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Other	M€	9,73	14,0	13,0	0,00

Résultat par division

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBIT Analysis					
Royalty income	M€				
Product sales	M€	0,00	0,00	46,0	92,9
Other/cancellations	M€				
Total	**M€**	**0,00**	**0,00**	**46,0**	**92,9**
EBIT margin	%	0,00	0,00	78,0	100

Géographie du chiffre d'affaires

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Europe	%	100	100		
Of Which France	%	100	100		
Americas	%	0,00	0,00		
Asia	%	0,00	0,00		
Of Which China	%	0,00	0,00		
Other	%	0,00	0,00		

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

ROCE

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Rendement des capitaux investis	*%*	*-51,3*	*-58,9*	*34,5*	*40,2*
CFROIC	*%*	*-62,6*	*-21,5*	*-43,5*	*-7,60*
Survaleur	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation cumulée des survaleurs	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Immobilisations incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation cumulée des immo. incoporelles	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	M€	10,7	10,1	9,42	8,78
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	7,67	5,17	5,78	3,51
Amortissements cumulés	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
BFR	M€	1,08	-0,02	46,0	96,9
Autres actifs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	**M€**	**19,4**	**15,2**	**61,2**	**109**
Capitaux employés avant amortissement	M€	19,4	15,2	61,2	109

Capitaux employés par division

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Royalty income	M€				
Product sales	M€				
Other	M€	19,4	15,2	61,2	109
Total capital employed	**M€**	**19,4**	**15,2**	**61,2**	**109**

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de **"père de famille"**.

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un soucis de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont reparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.
Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquellles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d’exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%

Copyright AlphaValue - 2024 – corporate.alphavalue.com