23 août 2025
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 commencent à bouger... espérons-le au second semestre.

Opinion	**Achat**
Upside (%)	313
Cours (€)	1,68
Objectif de cours (€)	6,92
Bloomberg Code	ALCJ FP
Capitalisation boursière (M€)	83,8
Enterprise Value (M€)	90,0

Momentum	BON
Sustainability	3/10
Credit Risk	B

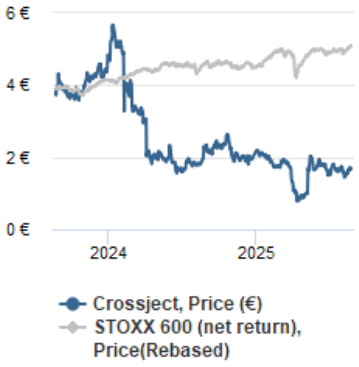
Analyste financier
Fabrice Farigoule
+33 (0) 1 70 61 10 50
pharma@alphavalue.eu

POUR

- Un produit unique (Zeneo) protégé par de nombreux brevets longs (>400, jusqu'en 2036).
- Le marché adressable est presque "illimité" grâce au grand nombre de NTE que le groupe pourrait envisager (plus de 200 comparé aux 6 actuellement sous-développés).
- Le potentiel de croissance est énorme pour Crossject, qui doit être considérée comme une entreprise en démarrage.

CONTRE

- Le groupe n'a toujours aucun produit sur le marché.
- Le développement de Crossject a parfois été ralenti par des retards dans les processus de production/enregistrement et la communication du groupe n'est pas optimale.



Chiffres Clés	12/23A	12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
PER ajusté (x)	**-17,7**	**-8,63**	**ns**	**7,80**	**4,62**
Rendement net (%)	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
VE/EBITDA(R) (x)	-31,8	-17,8	10,6	3,26	1,93
BPA ajusté (€)	**-0,22**	**-0,30**	**0,00**	**0,21**	**0,36**
Croissance des BPA (%)	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*68,8*
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	13,3	13,3	32,2	49,2	70,4
Marge d'EBIT (%)	*0,00*	*0,00*	*78,3*	*100*	*100*
Résultat net pdg (M€)	-8,64	-12,8	-0,14	11,8	20,3
ROE (après impôts) (%)	**669**	**322**	**-2,33**	**48,6**	**45,5**
Taux d'endettement (%)			*70,5*	*18,1*	*1,32*

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

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
PER ajusté	x	-8,63	ns	7,80	4,62
VE/EBITDA	x	-17,8	10,6	3,26	1,93
P/ANC	x	-42,7	5,72	2,45	1,52
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-10,2	-10,1	0,89	12,1
Rendement des fonds propres (ROE)	%	322	-2,33	48,6	45,5
Rendement des capitaux investis	%	-56,7	7,98	42,6	53,7
Dette nette/EBITDA	x	-2,06	0,77	0,21	-0,11

Compte d'exploitation consolidé

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Chiffre d'affaires	M€	13,3	32,2	49,2	70,4
EBITDA	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9
Résultat operationnel courant	M€	-12,9	2,79	21,7	35,2
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-12,9	2,79	21,7	35,2
Résultat financier net	M€	-1,43	-3,00	-4,00	-5,00
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-14,4	-0,21	17,7	30,2
Impôts sur les sociétés	M€	2,83	0,07	-5,83	-9,98
Résultat net pdg	M€	-12,8	-0,14	11,8	20,3
Résultat net ajusté, pdg	M€	-12,8	-0,14	11,8	20,3

Tableau de financement

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Cash flows d'exploitation total	M€	-6,81	0,22	10,6	21,3
Investissements matériels	M€	-3,43	-5,62	-5,88	-6,17
Flux d'investissement net	M€	-3,43	-5,62	-5,88	-6,17
Dividendes (maison mère)	M€				
Augmentation de capital	M€	15,1	15,9	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	8,76	12,6	-6,00	-17,2
Variation de la dette nette	M€	-1,47	7,50	0,74	10,1
Cash flow disponible (avant div)	M€	-11,7	-8,40	0,74	10,1

Bilan

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	9,59	9,02	8,45	7,89
Immobilisations corporelles	M€	5,05	6,41	8,02	9,93
BFR	M€	2,48	10,8	21,7	31,4
Actif total (net des engagements CT)	M€	19,4	28,2	39,9	50,6
Capitaux propres part du groupe	M€	-2,67	14,6	34,1	55,0
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	14,0	6,53	5,79	-4,33
Passifs totaux	M€	19,4	28,2	39,9	50,6
Gross Cash	M€	34,1	41,3	40,1	38,0

Données par action

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	**€**	**-0,30**	**0,00**	**0,21**	**0,36**
Dividende net par action	**€**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Cash flow libre par action	€	-0,27	-0,17	0,01	0,18
Actif net comptable par action	€	-0,06	0,29	0,68	1,10
Nombre d'actions dilué (moyen)	**Mio**	**43,1**	**49,5**	**55,1**	**55,9**

Copyright AlphaValue - 2025 – 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..... 19
Effectifs et retraites..... 21
Mises à jour..... 22
Objectif de cours & Opinion..... 27
Graphiques..... 28
Comptes..... 31
Méthodologie..... 39

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Activités et tendances

Un nouvel acteur sur le marché des nouvelles entités thérapeutiques (NTE)

Crossject est un nouvel acteur dans le secteur pharmaceutique spécialisé, distingué par son mécanisme de livraison Zeneo, un système unique d'injection sans aiguille. Zeneo, développé après 20 ans de R&D, est un dispositif automatique, à usage unique, pré-rempli pour les injections sans aiguille, applicable à des zones telles que la cuisse ou l'abdomen. Cette technologie utilise des injections à haute pression pour administrer rapidement (1/10 sec) des médicaments dans les tissus, représentant une avancée significative par rapport aux seringues traditionnelles et aux meilleurs auto-injecteurs actuels. Zeneo est convivial, fiable et sûr, offrant des capacités supérieures d'auto-injection. Il assure des injections sûres, contrôlées et efficaces, adaptées aux méthodes intramusculaires ou sous-cutanées. Des tests sur des volontaires sains et des modèles *ex-vitro* ont démontré l'efficacité et la facilité d'utilisation de Zeneo, évitant la contamination par l'aiguille et offrant une administration plus rapide que les méthodes existantes. Le dispositif a été testé sur diverses molécules mais nécessite une approbation lorsqu'il est combiné avec un médicament, car il constitue alors une nouvelle entité thérapeutique.

Crossject vise le marché des NTE, qui consiste à utiliser des médicaments connus avec des systèmes de livraison innovants pour améliorer le confort du patient. Cette stratégie, utilisée avec succès par des entreprises comme Teva, améliore l'administration des médicaments et offre une protection par brevet indépendante de la molécule originale, améliorant l'observance du patient et l'efficacité du médicament. Crossject vise à développer son portefeuille propriétaire de NTE et à tirer parti des partenariats pour le marketing et la distribution.

Un portefeuille diversifié

Actuellement, Crossject a cinq produits en développement : Midazolam (épilepsie), Naloxone (overdoses d'opioïdes), Epinephrine (choc anaphylactique), Hydrocortisone (anti-inflammatoire) et Terbutaline (asthme aigu). L'Apomorphine (maladie de Parkinson) a été mise en attente, remplacée par la Terbutaline dans le cadre d'un programme de financement de BPI France. Nous prévoyons des ventes initiales en FY25 pour le Midazolam (sous le nom commercial "Zepizure") suite à la réalisation d'études cliniques et à l'enregistrement, au moins sous "EUA" (Autorisation d'Utilisation d'Urgence).

Crossject fait face à la concurrence des NTE existantes, telles que les stylos ou les sprays nasaux pour la Naloxone ("Evzio" stylo et Narcan), le Midazolam (Pfizer, Upsher-Smith) et l'Epinephrine (six stylos disponibles). Des injections sont disponibles pour la plupart des conditions mentionnées, ainsi que d'autres voies comme l'oral ou l'inhalation. La facilité d'utilisation, l'efficacité, le contrôle et la sécurité supérieurs de Zeneo visent à capter des parts de marché, avec sa caractéristique sans aiguille offrant un avantage concurrentiel. Une étude de l'EMA (25/06/2015 EMA/478468/2015, CHMP) a révélé que seulement 16% des utilisateurs de stylos effectuaient correctement les injections lors d'un choc

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

anaphylactique sévère, soulignant le potentiel de Zeneo. D'autres dispositifs sans aiguille existent ou sont en développement, généralement pour des utilisations différentes comme les vaccins ou l'insuline, tels que le Biojector de Bioject, Zomacton ou Prime.

Un potentiel de marché significatif

Déterminer la taille totale du marché pour Crossject est un défi, car l'entreprise prévoit de développer d'autres NTE. Sur environ 900 composés injectables identifiés, Crossject estime que 200 sont compatibles avec Zeneo, avec 100 libres de droits. L'entreprise a priorisé 20 molécules pour le développement. Chaque marché varie en taille ; par exemple, le marché des Triptans dépasse 5 milliards de dollars US, le marché du Methotrexate est de 1 milliard de dollars US à l'échelle mondiale, et les marchés du Midazolam (1 milliard de dollars US) et de la Naloxone (2 milliards de dollars US) offrent des opportunités substantielles. Le marché de la Terbutaline dépasse probablement 1 milliard de dollars US, étant donné que 8% des personnes souffrent d'asthme, avec 10% connaissant des formes sévères, de l'autre côté de l'Atlantique (sans compter les opportunités asiatiques). L'Hydrocortisone représente un marché de niche d'environ 50 millions de dollars US. Ces chiffres suggèrent un marché adressable total d'environ 5 milliards de dollars US pour les NTE actuelles, offrant à Crossject un potentiel de croissance significatif. Le marché théorique est plus large, car de nombreuses NTE sont compatibles avec Zeneo. Bien que cela ne fasse pas actuellement partie des plans de la direction, le marché des vaccins (près de 15 milliards de dollars US, avec un TCAC d'environ 10%) pourrait plus que doubler le marché cible de Crossject, indiquant une croissance "illimitée" potentielle, ainsi que d'autres domaines comme l'hypoglycémie.

Selon nos estimations, Crossject pourrait réaliser un chiffre d'affaires total dépassant 150 millions d'euros d'ici 2027 (aux prix du marché), avec la répartition suivante :

Turnover per NTE (€m)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Naloxone units sold (m) Turnover						0,5	1	1,2	price €40/ dose in Europe, US$70 in the US. Probability 50%. Target 2m doses in 2029. AMM 2025/market 2026.
Sumatriptan units sold (m) Turnover					0	0	0	0	US$80 in the US. Probability 50%. Target 0,6m doses in 2029. AMM 2025/market 2026. 100% US
Midazolam units sold (m) Turnover				0,2	0,5	0,7	0,8	1	price €50/ dose in Europe, US$150 in the US. Probability 80%. Target 1.5m doses in 2029. AMM 2025/market 2025.
Epinephrin units sold (m) Turnover					0,2	0,5	1,5	2	price €40/ dose in Europe, US$200 in the US. Probability 70%. Target 2m doses in 2029. AMM 2026/market 2027.
Methotrexate units sold (m) Turnover					0	0	0	0	price €15/ dose in Europe, US$80 in the US. Probability 50%. Target 3m doses in 2029. AMM 2025/market 2026.
Hydrocrotisone units sold (m) Turnover						0,1	0,2	0,3	price €100/ dose in Europe, US$250 in the US. Probability 70%. Target 0,3 m doses in 2029. AMM 2026/market 2027.
Terbutaline units sold (m) Turnover						0	0,7	1	price €40/ dose in Europe, US$130 in the US. Probability 40%. Target 1,5m doses in 2029. AMM 2026/market 2027.
Total turnover (€m)		0,0	18,0	56,0	109,3	156,5	267,6	345,2	

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Chiffre d'affaires par division

	Secteur	12/24A	12/25E	12/26E	12/27E	Chgt 25E/24 M€	Chgt 25E/24 % du total	Chgt 26E/25E M€	Chgt 26E/25E % du total
Chiffre d'affaires		**13,3**	**32,2**	**49,2**	**70,4**	**19**	**100 %**	**17**	**100 %**
Methotrexate	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Epinephrine	Petite pharma	0,00	0,00	4,36	10,9	0	0 %	4	26 %
Sumatriptan	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Midazolam	Petite pharma	0,00	25,2	44,8	49,8	25	133 %	20	115 %
Hydrocortisone	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	3,25	0	0 %	0	0 %
Naloxone	Petite pharma	0,00	0,00	0,00	6,49	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		13,3	7,00	0,00	0,00	-6	-33 %	-7	-41 %

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 - 2025 – corporate.alphavalue.com

Mécanismes de profit

Le modèle d'affaires du groupe se concentre sur la commercialisation de Zeneo, un dispositif d'injection sans aiguille capable de délivrer diverses entités thérapeutiques. Les coûts de fabrication sont faibles, environ 10 € par unité, par rapport à la valeur marchande du produit final, qui comprend le dispositif et son contenu. Par conséquent, un potentiel significatif existe une fois que Zeneo entre sur le marché, avec un lancement prévu en FY25, ainsi que des rendements substantiels. D'ici là, le financement reste un problème critique, potentiellement issu des marchés financiers, de la dette bancaire, des licences et des incitations gouvernementales en France et aux États-Unis. À l'avenir, Crossject vise à se positionner en tant que fournisseur de ces dispositifs, semblable à une entreprise industrielle, en créant de la valeur grâce à la production de masse de Zeneo avec des normes de qualité et de fiabilité élevées. Nos prévisions commerciales pour le groupe sont basées sur les points suivants :

Hypothèses conservatrices
Nos hypothèses sont basées sur les lancements des NTE actuels en développement par le groupe. Pour les spécialités restantes, des études cliniques sont prévues pour FY25-27, avec des approbations réglementaires et des lancements commerciaux attendus en FY26, comme pour le Midazolam ("Zepizure"). Nous supposons que les produits seront vendus par le biais d'accords de partenariat, permettant à Crossject de bénéficier de frais initiaux et de redevances, qui financeront en partie les études cliniques. Nous estimons le chiffre d'affaires de Crossject à 40% du prix d'achat final de l'utilisateur, le reste couvrant les marges du distributeur/grossiste pour la logistique et le marketing. Nous appliquons également un facteur de risque, variant de 10% à 50% selon le produit, ce qui est raisonnable compte tenu du processus d'enregistrement plus léger et plus rapide par rapport aux nouveaux composés. Pour les NTE, le calendrier est plus proche de trois ans, selon le produit et la géographie, et ne devrait pas dépasser cinq ans. L'efficacité des molécules est déjà prouvée, et les applications NTE nécessitent uniquement des études de bioéquivalence, réduisant les coûts (3-4m € contre 200m € pour une nouvelle entité chimique) et le temps de mise sur le marché. Le processus de dépôt (FDA et EMA) se concentrera sur la fiabilité du produit et les résultats de bioéquivalence.

Nos prévisions ne sont pas trop agressives

Nos estimations sont basées sur les hypothèses du groupe concernant le nombre d'unités vendues (dispositifs Zeneo) et leur croissance du lancement commercial à la maturité pour chaque sous-marché (chaque NTE), avec une probabilité reflétant le risque de problèmes d'approbation et de défis à trouver des partenaires appropriés. Bien qu'il soit difficile de prédire la part de marché de Crossject dans chaque sous-marché, le groupe vise des parts raisonnables (10-20%, sauf pour l'Hydrocortisone, où il vise 30% de ce petit marché). Pour rester conservateurs, nous supposons que ces objectifs ne seront pas atteints avant 2030, soit environ 3 à 5 ans après le lancement, selon le NTE.

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Par exemple, nous supposons que l'Adrénaline sera lancée en 2027, avec une probabilité de 60%, et que Crossject vendra 2 millions de doses par an d'ici 2029 à un prix de marché de 40 € en Europe et 100 $ aux États-Unis. Cela se traduit par un chiffre d'affaires théorique de 160 millions d'euros en 2029 aux prix de l'utilisateur final, ou 112 millions d'euros en tenant compte de la probabilité de 70% attribuée à ce NTE. Cependant, d'un point de vue comptable, Crossject ne recevra qu'une part de 45%, le chiffre d'affaires total étant enregistré dans les livres de son partenaire.

Enfin, l'entreprise dépendra considérablement du dollar US, car les volumes seront importants aux États-Unis et les prix y sont nettement plus élevés, parfois 5 à 6 fois ceux de l'UE. Cela aura un impact à la fois sur la traduction (parité US$/€) et la transaction (coûts principalement en €).

EBIT par division

	12/24A	12/25E	12/26E	12/27E	Chgt 25E/24		Chgt 26E/25E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	**0,00**	**25,2**	**49,2**	**70,4**	**25** ↑	**100 %**	**24** ↑	**100 %**
Royalty income								
Product sales	0,00	25,2	49,2	70,4	25 ↑	100 %	24 ↑	100 %
Other/cancellations								

Marge d'EBIT par division

	12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Total	**0,00 %**	**78,3 %**	**100 %**	**100 %**

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Valorisation

Les évaluations basées sur les pairs sont actuellement sans pertinence pour Crossject en raison de son absence de revenus et de ses résultats financiers négatifs. Notre évaluation basée sur la valeur nette des actifs (NAV) applique un multiple de 3x aux revenus projetés de 2025-27 dans tous les segments. Bien que ces revenus ne seront pas réalisés avant au moins trois ans, en particulier ceux de l'exercice 27, nous avons choisi de ne pas les actualiser. Cette décision est basée sur l'anticipation de taux de croissance élevés après 2025, indiquant que nos projections sont conservatrices. Le multiple de 3x est standard pour les entreprises de biotechnologie et pharmaceutiques ayant des pipelines de R&D substantiels et de fortes perspectives de croissance. En revanche, les valeurs de transaction dans le secteur varient souvent de 5x à 10x les ventes, selon le segment spécifique. Par exemple, Emergent Biosolutions a annoncé l'acquisition d'Adapt Pharma, le développeur de Narcan, pour 635 millions de dollars US plus 100 millions de dollars US en jalons de ventes. À l'époque, nous estimions les ventes d'Adapt Pharma à environ 150 millions de dollars US, ce qui implique un multiple de ventes d'environ 4,9x.

Notre analyse du flux de trésorerie actualisé (DCF) est basée sur des prévisions pour chaque nouvelle entité thérapeutique (NTE) en développement, en supposant des ventes par le biais de partenariats. Nous avons intégré un facteur de risque pour chaque spécialité, avec des probabilités de succès allant de 50% à 90%, en fonction de l'état des essais cliniques et des exigences de partenariat.

Notre prix cible est dérivé d'une moyenne pondérée de toutes les méthodes d'évaluation utilisées. La NAV et le DCF indiquent un potentiel de hausse significatif, représentant ensemble 55% de notre évaluation totale. En revanche, les méthodes basées sur la comparaison donnent des résultats faibles en raison de l'absence actuelle de performance financière. Par conséquent, la valorisation de l'action est actuellement supprimée mais devrait augmenter rapidement une fois que les produits de Crossject atteindront le marché et commenceront à générer des bénéfices. Cela suggère qu'il faudra du temps pour que le marché reconnaisse pleinement le potentiel de l'entreprise. De la patience est nécessaire, mais la récompense potentielle pourrait être substantielle.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		6,74	302 %	40 %
Somme des parties		9,95	494 %	40 %
P/E	*Comparables*	1,61	-4 %	5 %
VE/Ebitda	*Comparables*	2,36	41 %	5 %
Cours/Actif net comptable	*Comparables*	0,84	-50 %	5 %
Rendement	*Comparables*	0,00	-100 %	5 %
Objectif de cours		**6,92**	**313 %**	

Copyright AlphaValue - 2025 – 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	23,8	12,4	2,91	0,90
Ratios Crossject	12,3	4,47	3,15	0,00
Prime	-50,0 %	-50,0 %	-50,0 %	-50,0 %
Cours objectifs (€)	**1,61**	**2,36**	**0,84**	**0,00**
UCB	30,6	15,7	3,20	0,53
bioMerieux	25,2	12,8	3,04	0,91
Sartorius	35,7	17,7	4,32	0,41
Ipsen	13,5	6,22	1,87	1,34
Hikma Pharmaceuticals	11,6	7,12	2,00	3,60
Faes Farma	13,0	9,76	1,68	3,40
Innate Pharma	6,56	2,81	2,37	0,00

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,77	Dette (trésorerie) nette moyenne	M€	6,16
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	146	Provisions	M€	0,00
Free cash flow de l'année 11	M€	30,6	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	%	1,65	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	499	Valeur des fonds propres	M€	376
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	236	Nombre d'actions	Mio	55,9
en % de la valeur totale	*%*	*61,7*	**DCF par action**	**€**	**6,74**
Valeur totale actuelle	M€	383	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-3,66

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	400
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	7,50
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	**Bêta de la société (endettée)**	**x**	**0,86**
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	7,82
Bêta sectoriel	x	0,85	Dette/VE	%	7,25
Bêta de la dette	x	0,80	**Taux de rentabilité exigé par les actionnaires**	**%**	**7,78**
Capitalisation boursière	M€	83,5	Coût de la dette	%	5,63
Dette nette (trésorerie) à valeur comptable	M€	6,53	**Coût des fonds propres desendettés**	**%**	**7,77**
Dette nette (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	0,24	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,77

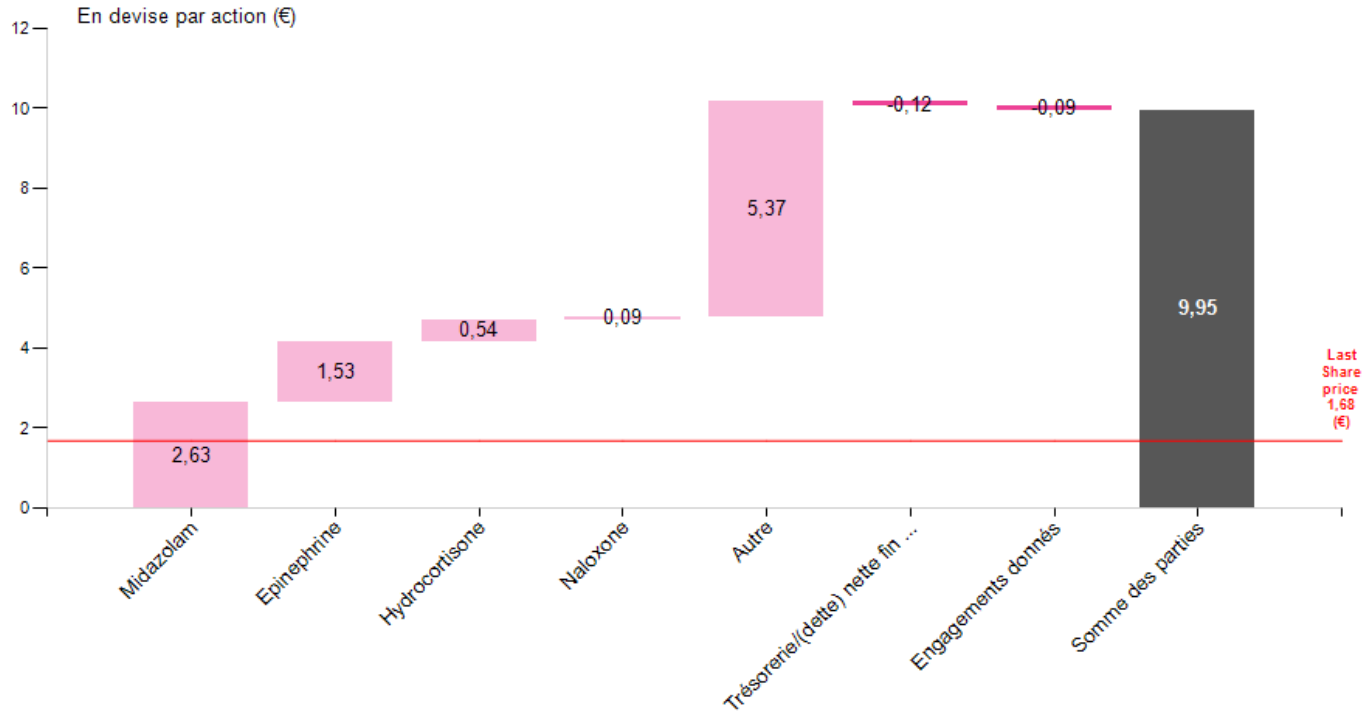
Calcul du DCF

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E	12/28E	Croissance	12/29E	12/35E
Chiffres d'affaires	M€	13,3	32,2	49,2	70,4	120	**4,00 %**	125	158
EBITDA	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9	75,3	**5,00 %**	79,0	106
Marge d'EBITDA	*%*	*-54,7*	*26,3*	*55,6*	*58,1*	*62,5*		*63,1*	*66,8*
Variation du BFR	M€	0,45	-8,32	-10,9	-9,67	-22,8	**6,00 %**	-24,2	-34,3
Cash flow d'exploitation total	M€	-9,63	0,15	16,5	31,3	52,5		54,9	71,6
Impôts sur les sociétés	M€	2,83	0,07	-5,83	-9,98	-21,3	**5,00 %**	-22,4	-30,0
Bouclier fiscal	**M€**	**-0,36**	**-0,75**	**-1,00**	**-1,25**	**-1,25**	**0,00 %**	**-1,25**	**-1,25**
Investissements matériels	M€	-3,43	-5,62	-5,88	-6,17	-6,48	**7,00 %**	-6,94	-10,4
Investissements matériels/CA	*%*	*-25,8*	*-17,4*	*-12,0*	*-8,75*	*-5,38*		*-5,54*	*-6,57*
Cash flows libres avant coût du financement	M€	-10,6	-6,15	3,74	13,9	23,4		24,3	30,0
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€								
Free cash flow ajustés	**M€**	**-10,6**	**-6,15**	**3,74**	**13,9**	**23,4**		**24,3**	**30,0**
Free cash flow actualisés	**M€**	**-10,6**	**-6,15**	**3,47**	**11,9**	**18,7**		**18,0**	**14,2**
Capitaux investis	€	17,1	26,2	38,2	49,2	73,6		78,8	118

Copyright AlphaValue - 2025 – 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	1,5	147	147	2,63	25,9 %
Epinephrine	100 %	EV/Sales	1,5	85,5	85,5	1,53	15,1 %
Hydrocortisone	100 %	EV/Sales	3	30,0	30,0	0,54	5,29 %
Naloxone	100 %	EV/Sales	3	4,80	4,80	0,09	0,85 %
Methotrexate	100 %	EV/Sales	3	0,00	0,00	0,00	0,00 %
Sumatriptan	100 %	EV/Sales	3	0,00	0,00	0,00	0,00 %
Apomorphine	100 %	EV/Sales	3	0,00	0,00	0,00	0,00 %
Terbutaline	100 %	EV/Sales	3	0,00	0,00	0,00	0,00 %
Autre					300	5,37	52,9 %
Actif brut					**567**	**10,2**	**100 %**
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-6,53	-0,12	-1,15 %
Engagements donnés					-5,00	-0,09	-0,88 %
Engagements reçus							
Somme des parties					556	9,95	98,0 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					**55,9**		
Somme des parties par action (€)					**9,95**		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					**83,2**		



Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Dette

À la fin de 2024, le groupe a déclaré une dette nette d'environ 14 millions d'euros. La majorité des dépenses en capital (capex) a été allouée aux investissements industriels pour la production d'environ 1,5 million d'appareils Zeneo. Cela comprend 3,8 millions d'euros de capex pendant 2014-15, 3,2 millions d'euros en FY18, 4,4 millions d'euros en FY19 et 6 millions d'euros en FY20, ainsi qu'un capex net récurrent d'environ 3 millions d'euros par an.

À l'avenir, nous prévoyons un capex récurrent de 2 millions d'euros, avec un capex d'"expansion" supplémentaire de 3 millions d'euros pour chaque 2,5 millions d'unités vendues. Cependant, ces seuils peuvent ne pas nécessiter des niveaux d'investissement aussi élevés. Une autre considération critique avant d'enregistrer les premières ventes est le financement nécessaire pour les études cliniques. La direction estime le coût total de développement de chaque NTE, y compris les études cliniques, à environ 2-3 millions d'euros, engagés sur les deux années précédant l'approbation du marché. Ceci s'ajoute à la consommation régulière de trésorerie de l'entreprise avant la disponibilité du produit.

On s'attend à ce que Crossject bénéficie de frais initiaux lors de la signature d'accords de partenariat, de crédits d'impôt et du financement "PIAVE" restant. Nous pensons que le groupe est autofinancé, sous réserve de la sécurisation de partenariats à court terme. À défaut, Crossject pourrait devoir accéder aux marchés financiers ou explorer d'autres modes de financement, tels que la vente de redevances futures à un partenaire financier.

Le groupe a déjà levé des capitaux pour répondre à ses besoins à court terme, initialement par le biais d'une ligne de fonds propres en FY16 et d'une augmentation de capital de 5 millions d'euros en mars 2017. Il a émis une obligation convertible de 5,3 millions d'euros en mars 2018 et une autre de 2,5 millions d'euros en juillet. Une augmentation de capital de 3,9 millions d'euros a été annoncée le 28 novembre 2018, au prix de 1,16 euro, avec 3,4 millions de nouvelles actions cotées le 28 décembre 2018. La conversion des obligations convertibles en FY19 a réduit la dette obligataire d'environ 5 millions d'euros. À la fin de FY19, une nouvelle obligation convertible de 5,7 millions d'euros a été émise. Plus récemment, le groupe a émis deux obligations, chacune d'une valeur de 5,24 millions d'euros (dont une convertible), en décembre 2020. En décembre 2021, des obligations convertibles de 7,5 millions d'euros ont été émises, avec un prix de conversion fixé au plus bas entre 3,30 euros ou 92% du prix du marché, tandis que les actionnaires existants ont reçu un prix d'abonnement gratuit (20 droits nécessaires pour acheter une action). En février 2024, le groupe a annoncé l'émission de 70 obligations amortissables convertibles en nouvelles actions, d'une valeur nominale de 100 000 euros, soit un total de 7 millions d'euros, renonçant aux droits de souscription préférentiels.

En avril/mai 2024, une augmentation de capital de 8 millions d'euros a eu lieu, principalement pour financer le lancement américain de Zepizure (6 millions d'euros) et le développement d'autres NTE (Hydrocortisone et Epinephrine).

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Une autre augmentation de capital de 7,2 millions d'euros a eu lieu en décembre 2024 avec des droits de souscription, suivie d'une dernière augmentation de 5,7 millions d'euros en juin 2025.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
EBITDA	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9
Cash flow des opérations	M€	-8,68	5,54	17,5	25,9
Fonds propres	**M€**	**-2,67**	**14,6**	**34,1**	**55,0**
Dette brute	M€	48,1	47,8	45,8	33,7
+ Trésorerie brute	M€	34,1	41,3	40,1	38,0
= Dette nette / (trésorerie)	**M€**	**14,0**	**6,53**	**5,79**	**-4,33**
Ratio d'endettement	%		70,5	18,1	1,32
Fonds propres/Actif total (%)	%	-13,8	51,7	85,5	109
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-2,06*	*0,77*	*0,21*	*-0,11*
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-6,76*	*5,64*	*1,68*	*0,82*
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...	*%*	*106*	*76,6*	*57,3*	*38,0*
Ebit cover	*x*	*-9,05*	*0,93*	*5,42*	*7,05*
CF des opérations/dette brute	*%*	*-17,7*	*11,6*	*38,2*	*77,1*
CF des opérations/dette nette	*%*	*-61,9*	*84,9*	*303*	*-599*
FCF/Dette brute ajustée	*%*	*-23,8*	*-17,6*	*1,62*	*30,0*
(Tréso. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	*x*	*2,08*	*17,9*	*22,2*	*26,2*
FCF/Dette CT	*x*	*-1,08*	*-4,57*	*0,40*	*5,51*

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

A Savoir

Zeneo, un dispositif d'injection sans aiguille automatique et à usage unique, a été initialement développé par les Laboratoires Fournier dans leur division de délivrance de médicaments, en collaboration avec la SNPE (Société Nationale des Poudres et Explosifs). En 2001, la technologie a été vendue à la nouvelle entreprise Crossject. GSK était initialement le principal partenaire de Crossject, visant à développer une solution pour ses vaccins. Cependant, ce marché a été jugé trop risqué en raison du besoin d'investissement élevé, des faibles marges et de la nécessité de grands volumes. Par conséquent, Crossject a subi une restructuration entre 2011 et 2013, modifiant sa stratégie. L'objectif actuel de Crossject est de proposer ses propres dispositifs pré-remplis basés sur de nouvelles entités thérapeutiques, en utilisant des médicaments connus avec des systèmes de délivrance innovants, plutôt que de vendre des dispositifs à de grandes entreprises pharmaceutiques pour leurs entités chimiques. Un partenariat industriel a été établi avec Cenexi en 2016 pour le remplissage aseptique et l'emballage final, et avec Eurofins en FY24. Actuellement, le dispositif Zeneo est protégé par plus de 400 brevets dans des pays couvrant 80% du marché mondial, y compris les États-Unis, l'Europe et le Japon, avec une validité jusqu'en 2036.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Gemmes Ventures	24,5 %	30,0 %	0,00 %
Vester Finance	5,30 %	7,00 %	5,30 %
Treasury Shares	0,21 %	0,00 %	0,00 %
SNPE	0,00 %	0,00 %	0,00 %
IDEB	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Other	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Flottant			**75,3 %**

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Sustainability

En tant que petite entreprise à capitalisation boursière, Crossject accorde probablement moins de priorité aux questions ESG que les grandes sociétés. Une brève section de son rapport annuel décrit sept domaines où ces préoccupations devraient croître : la gouvernance, les droits de l'homme, l'environnement, les relations de travail, l'éthique, le développement local et les problèmes liés aux consommateurs. L'entreprise note également qu'une charte éthique, particulièrement pertinente dans le contexte américain, a été introduite dès l'exercice 20.

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

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Gouvernance & Management

Le Conseil est composé de cinq membres, représentant principalement l'actionnaire principal du groupe, Gemmes Venture. Il est présidé par Philippe Monnot, le PDG, qui représente également cet actionnaire. Par conséquent, l'indépendance du Conseil est limitée, une caractéristique commune parmi les petites entreprises cotées.

Score de gouvernance

Société (Secteur)	Independent board
6,3 (6,6)	Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	2	10	10/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	0	38	1/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	51	0/10	5,0 %
Age moyen des membres du CA	60	60	5/10	5,0 %
Type de société : Petite capitalisation, non contrôlée			10/10	25,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	50	38	5/10	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			**6,3/10**	**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		187 (2024)	450 (2024)
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)
Yannick PLÉTAN	M	✓	Membre		1965	2019	2027		
Daniel TEPER	M	✗	Membre				2027		

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Environnement

En tant que petite entreprise à capitalisation boursière, Crossject fournit des informations limitées sur ce sujet. Le rapport annuel aborde brièvement certaines questions de durabilité (voir la section pertinente). Il est cependant assez courant que les petites entreprises à capitalisation boursière ne divulguent pas de détails étendus à ce stade.

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	1/10	3/10	30 %
Prélèvement d'eau	1/10	4/10	30 %
Energie	1/10	3/10	25 %
Déchets	1/10	4/10	15 %
Score d'Environnement	**1,0**		**100%**

Société (Secteur)

1,0 (3,7)

Paramètres environnementaux

Société			
2022	2023	2024	2025
1,3	1,4	1,3	1,0

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO2 (tonnes)	Prélèvement d'eau (m3)	Déchets (total, tonnes)
BioNTech		8/10	253 544	6 449	201 000	1 510
CureVac		1/10				
PolyPeptide		4/10	116 060	9 927	138	
Sandoz		3/10	3 000 000	239 700	18 100 000	60 800
GSK plc		5/10	9 277 200	565 000	7 000 000	47 300
Novartis		7/10	5 800 000	237 000	33 300 000	31 100
Sanofi		7/10	10 896 656	374 349	10 300 000	146 950
AstraZeneca		8/10	6 033 874	139 596	3 440 000	26 285
Bayer		3/10	32 598 000	2 960 000	53 000 000	1 021 000
Novo Nordisk		10/10	5 040 821	101 000	5 213 000	229 690
Merck		5/10	8 620 992	1 085 123	12 430 923	161 143
Roche Holding		6/10	8 492 000	315 030	15 500 000	25 279
Lonza Group		3/10	6 658 000	537 000	28 097 000	57 100
Grifols		6/10	3 245 093	180 165	3 587 357	51 808
Novonesis		3/10	5 677 646	445 361	10 469 560	831 563
UCB		8/10	704 495	21 723	497 606	6 303
H Lundbeck		9/10	404 118	27 497	254 025	9 598
Faes Farma		6/10	100 641	6 005	167 623	1 520
BB Biotech		4/10		33	3 434	9
Genmab		5/10	43 916	1 697	n/a	n/a
Hikma Pharmaceuticals		4/10	1 514 880	123 307	1 365 980	12 311
Ipsen		8/10	313 798	15 712	110 711	4 390
Bachem		1/10	155 705	8 476	139 315	14 439
Virbac		5/10	375 458	30 277	148 614	6 556
Siegfried		1/10	1 901 627	68 166	6 329 000	80 605
Crossject		1/10				

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Social

Le niveau d'information concernant les problèmes sociaux est également assez limité, ce qui n'est guère surprenant pour une petite entreprise. Cependant, Ethifinance ESG Ratings, l'agence de notation spécialisée dans l'évaluation de la performance ESG des petites et moyennes entreprises cotées sur les marchés européens, a décerné à Crossject le certificat Ethifinance 2024 de niveau Argent pour reconnaître sa performance ESG en FY23. Cette reconnaissance de l'engagement du groupe confirme sa volonté de développer sa responsabilité sociale d'entreprise.

Social score

Société (Secteur)

4,6 (6,4)

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	9/10	15 %
Evolution du salaire moyen	4/10	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	4/10	20 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	**3,7/10**	**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 - 2025 – 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 - 2025 – corporate.alphavalue.com

Effectifs et retraites

À la fin de l'année 2024, Crossject employait 108 personnes, contre 119 en FY23, 102 en FY22, 99 en 2021, 97 en 2020, 79 en 2019, 72 en 2018, 59 en 2017, 39 en FY16 et 23 en FY15. Nous anticipons une augmentation de ce nombre, bien que tous les NTE en développement soient censés être commercialisés par le biais de partenariats, ce qui ne nécessite pas une main-d'œuvre importante. Cette situation pourrait changer si le groupe modifie sa stratégie de commercialisation, mais nous ne prévoyons pas que Crossject commercialise ses produits de manière indépendante dans un avenir proche.

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Recent updates

09/06/2025

En avant pour l'augmentation de capital annoncée

Question de financement

Après que Crossject a annoncé la "préparation du lancement" d'une augmentation de capital d'environ €5m visant à sécuriser les besoins du groupe jusqu'à l'obtention de l'Autorisation d'Utilisation d'Urgence (€5.8m si la clause d'extension est exercée), le groupe a confirmé qu'il procédera à celle-ci. Alors que cela était inévitable, la véritable nouvelle que le marché attend est bien sûr le dépôt de Zepizure, toujours prévu… pour ce mois-ci.

Actualité

Le groupe émettra de nouvelles actions pour un montant initial total d'environ €5m, les actionnaires conservant leurs droits de souscription préférentiels, qui pourraient être augmentés à environ €5.7m si la clause d'extension est exercée.

Analyse

Le prix d'émission des nouvelles actions est fixé à €1.40 (soit une décote de 22,6% par rapport au prix de clôture de l'action Crossject le 3 juin), la période de souscription s'étendant du 12 au 20 juin.

Comme déjà communiqué en mai, environ 60% seront alloués aux phases finales de développement de ZEPIZURE et à l'initiation des étapes de production, y compris la constitution des stocks associés, en amont de tout remboursement par le partenaire américain, tandis que les 40% restants seront utilisés pour financer la R&D pour ses autres projets, ZENEO Adrenaline et ZENEO Hydrocortisone.

Avec le produit net de l'émission, la Société estime que son fonds de roulement net serait suffisant pour couvrir ses obligations jusqu'à la fin de 2025, en supposant les premiers paiements de son partenaire américain suite aux premières livraisons.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, cette augmentation de capital était inévitable compte tenu de la consommation de trésorerie du groupe avant le lancement de Zepizure (et son encaissement). La dilution, compte tenu des environ 46m d'actions actuelles, sera d'environ 8% (9% avec la clause d'extension), ce que nous jugeons raisonnable. Cela dit, le sujet clé est et reste le dépôt de Zepizure attendu "à tout moment".

Impact

Nous intégrerons l'impact de la dilution et le bénéfice de l'apport de trésorerie au bilan du groupe.

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

21/05/2025
Une autre augmentation de capital en préparation...
Question de financement

Crossject a annoncé la préparation d'une augmentation de capital d'environ €5m, destinée à répondre aux besoins du groupe jusqu'à l'obtention de l'Autorisation d'Utilisation d'Urgence (EUA). Ce montant pourrait s'élever à €5,8m si la clause d'extension est exercée. Cette augmentation de capital donnera à la direction une flexibilité pour les activités commerciales et de production liées à cette approbation.

Actualité
Crossject a annoncé qu'il prépare une augmentation de capital (début juin) avec maintien des droits préférentiels de souscription.

Analyse
La transaction sera annoncée par un communiqué de presse spécifique suite à la décision de lancement. En préparation, CROSSJECT suspendra temporairement l'exercice des instruments dilutifs, y compris les bons de souscription et les obligations convertibles (OCA). Gemmes Venture, détenant environ 26% des actions du groupe, s'est engagé à souscrire jusqu'à 75% de l'augmentation de capital. Un autre communiqué de presse détaillera les termes, conditions et calendrier de la transaction.

Environ 60% des fonds seront alloués aux phases finales de développement de ZEPIZURE et à l'initiation des étapes de production, y compris la constitution de stocks, avant tout remboursement par le partenaire américain. Les 40% restants financeront la R&D pour d'autres projets, ZENEO Adrénaline et ZENEO Hydrocortisone.

L'émission est attendue, compte tenu de la consommation de trésorerie d'environ €1m par mois et de la nécessité de sécuriser le lancement de ZEPIZURE une fois que l'EUA est accordée. Nous ajusterons nos projections pour tenir compte de la dilution anticipée, estimée à environ 7%, sous réserve des termes exacts de l'émission.

07/05/2025
Retour à la vie?
Publication Res./CA

CROSSJECT a fourni une mise à jour sur le dépôt de l'EUA pour Zepizure. La direction a confirmé que le dépôt aura lieu en juin 2025, comme indiqué précédemment, démontrant ainsi leur respect du calendrier. Ce développement est susceptible de renforcer la confiance des investisseurs, qui avait récemment diminué. Par conséquent, le marché a réagi positivement, bien que le lancement réussi de Zeneo ne soit pas encore pleinement reflété dans le prix de l'action. Notre prix cible reste inchangé à 6,76 €.

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Actualité

Crossject et son partenaire CDMO, Eurofins, ont réussi à remplir aseptiquement tous les lots d'enregistrement de ZEPIZURE®. Ils prévoient de fournir les dernières données de fabrication nécessaires pour la soumission de l'Autorisation d'Utilisation d'Urgence (EUA) de la FDA américaine d'ici juin 2025. Crossject a initié les dernières activités réglementaires pour la soumission du dossier Zepizure sous l'EUA. Le groupe a commencé la fabrication de lots EUA, qui sont destinés à la première livraison au "programme Chempack", soutenant la préparation nationale américaine contre les menaces chimiques.

Analyse

Eurofins a réussi à terminer la production de lots de Zepizure, comme l'a rapporté la direction de Crossject. L'assemblage final et l'emballage se déroulent comme prévu. Les données finales de fabrication seront soumises dès qu'elles seront disponibles, avec un premier retour de la FDA attendu dans un délai d'un mois après la soumission, confirmant la réception du dossier complet.

Le développement positif confirme que le dossier sera déposé dans le délai prévu de deux mois, une réalisation significative compte tenu des défis historiques du groupe. Le marché a réagi fortement, avec une augmentation du prix de l'action de plus de 50%. Cependant, il est important de noter que le prix de l'action reste bas, ayant diminué de 40% au cours des 12 derniers mois et de 55% sur deux ans. Auparavant, la confiance du marché avait diminué en raison de retards dans la feuille de route du groupe et d'une communication incohérente. Cependant, cette tendance semble s'inverser.

Nous maintenons notre point de vue selon lequel le succès de Zeneo n'est pas encore pleinement reflété dans le prix de l'action, comme l'indique notre prix cible actuel de 6,76 €.

Impact

Nous maintiendrons nos prévisions actuelles pour la sortie. Cependant, les nouvelles d'aujourd'hui sont rassurantes et indiquent que le groupe pourrait réaliser ses premières ventes en FY25.

30/03/2025

Intégration des chiffres FY24.

Changement d'EPS	2024 : € -0,30 vs -0,23	ns
	2025 : € 0,00 vs 0,02	ns

Nous avons intégré l'ensemble des chiffres de l'exercice 2024 publiés en fin de semaine. La perte nette de l'exercice 2024 s'est avérée supérieure à nos prévisions, principalement en raison de charges financières plus élevées (émission d'obligations à HCM) et d'un crédit d'impôt plus faible. Cela ne

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

change pas nos prévisions et notre point de vue pour l'avenir, basés sur le lancement de Zepizure.

Changement de DCF

€ 6,97 vs 7,51 -7,23 %

Notre évaluation DCF a été réinitialisée à la baisse en raison d'une dette nette plus élevée que prévu à la fin de l'année 2024, dû à un cash-burn plus important et un WCR plus élevé qu'anticipé. Cela dit, l'évaluation du groupe reste largement dépendante des lancements de nouveaux produits, donc l'impact total sur notre prix cible est limité.

27/03/2025

FY24 et perspectives : longue est la route...

Publication Res./CA

Le groupe a publié ses résultats pour l'exercice financier 2024. Les chiffres ne sont pas particulièrement significatifs, car ils concernent des produits encore en développement. Cependant, nous reconnaissons que les besoins de financement restent une préoccupation. Le dépôt de l'EUA prévu au deuxième trimestre 2025 est confirmé, ce qui est positif. Néanmoins, le besoin immédiat de financement supplémentaire est évident.

Actualité

Le groupe a publié ses résultats pour l'exercice 2024. Le revenu d'exploitation était de €13.256m, comparé à €13.326m l'année précédente. Le résultat d'exploitation était de €-12,962m, en baisse par rapport à €-11.800m, et le résultat net était de €-12.295m, comparé à €-8.639m. La société disposait d'un cash (brut) de €7m à la fin de 2024.

Analyse

Le récit financier de Crossject se concentre sur le lancement anticipé de Zeneo et les nouvelles entités thérapeutiques ciblées (NTE). Les chiffres actuels du chiffre d'affaires et les pertes déclarées sont moins significatifs dans ce contexte. Notons néanmoins que la facturation des dépenses de R&D à la BARDA s'est élevée à €8.2m, contre €6.2m l'année précédente. Le groupe reste sur la bonne voie pour déposer une demande pour Zepizure au deuxième trimestre 25, ce qui est rassurant. Crossject prévoit également de soumettre une nouvelle demande de médicament à la FDA d'ici mi-2026 pour la commercialisation de ZEPIZURE® aux États-Unis pour le traitement du statut épilepticus.

Sur une note moins positive, la position de trésorerie brute s'élève à €7, malgré une levée totale de €24m l'année dernière (et le remboursement d'environ €5m de dettes) par le biais d'augmentations de capital, d'émissions d'obligations et de placements privés. Cela souligne le besoin continu de financement. Crossject alloue des ressources à la R&D pour d'autres produits candidats, tels que l'hydrocortisone et l'adrénaline, et envisage d'explorer diverses options de financement, y compris les fonds propres, la dette, le

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

financement public et d'autres méthodes, tout au long de 2025. Les dépôts pour les enregistrements sont prévus à partir du deuxième semestre 26 aux États-Unis ou en Europe.

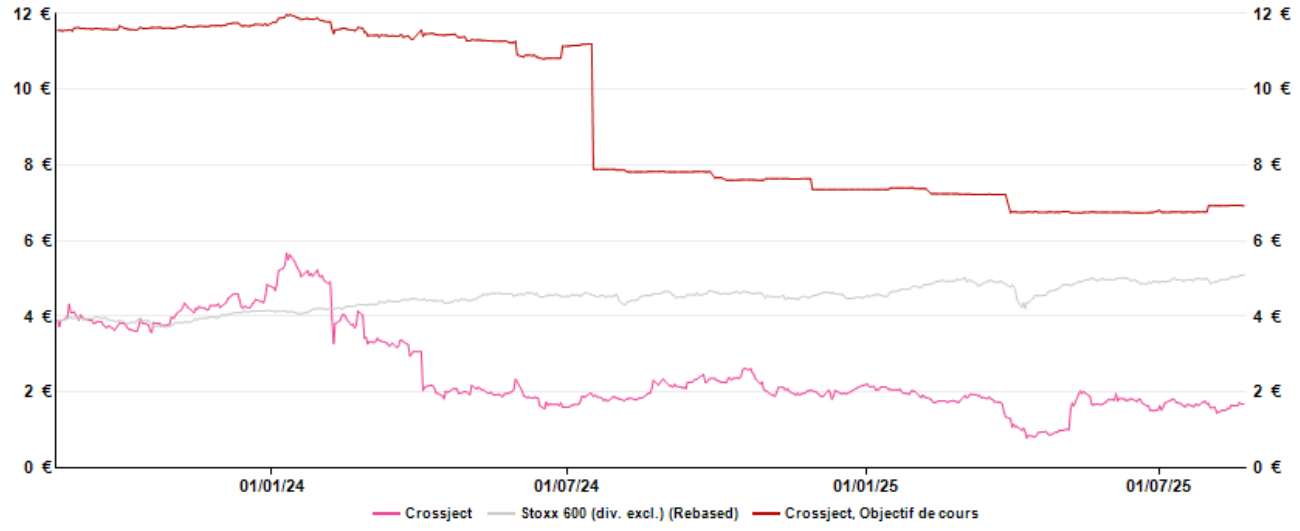
Le marché a réagi froidement à la perspective de nouveaux tours de financement. Le taux de consommation de trésorerie est important, à environ €1m, et tout retard dans le lancement de Zepizure (EUA et plus tard NDA) pourrait entraîner une dilution supplémentaire des actionnaires. Dans ce contexte, il est une nouvelle fois conseillé aux investisseurs de rester patients.

Impact

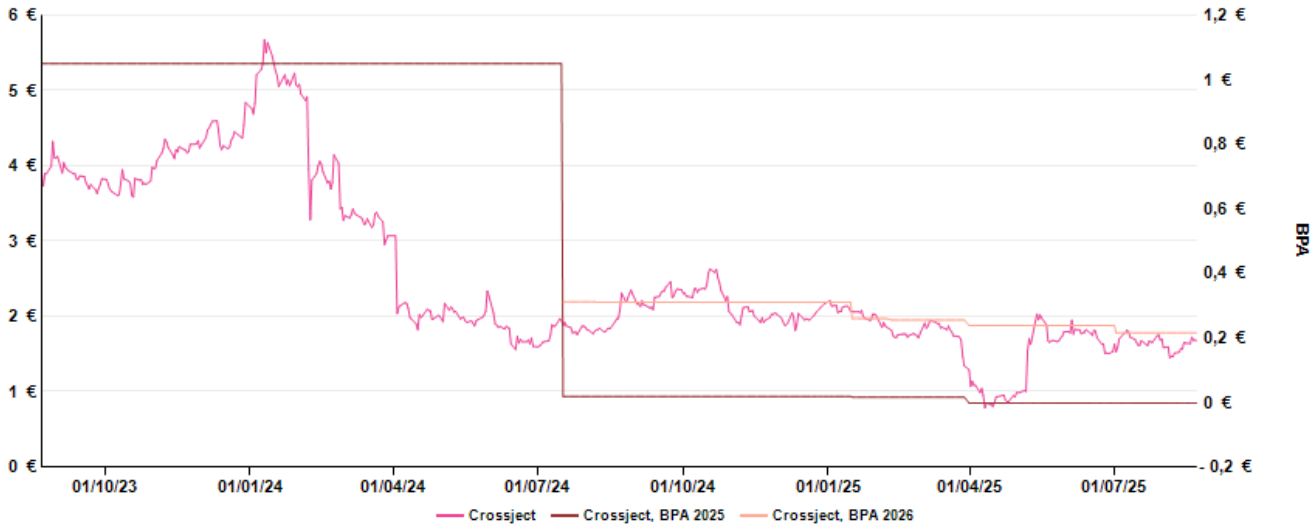
Nous intégrerons les chiffres pour l'exercice financier 2024. En regardant vers l'avenir, nous ne prévoyons pas de changements significatifs à nos chiffres suite à cette publication.

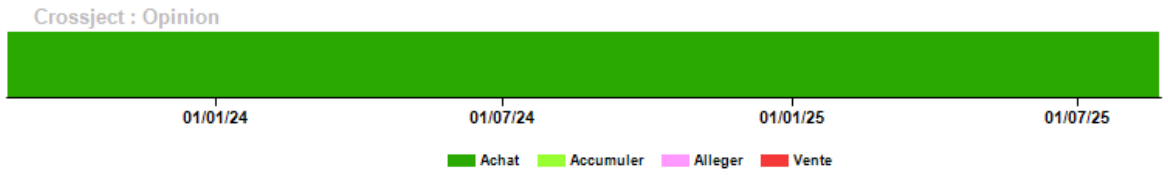
Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Cours & Objectif de cours



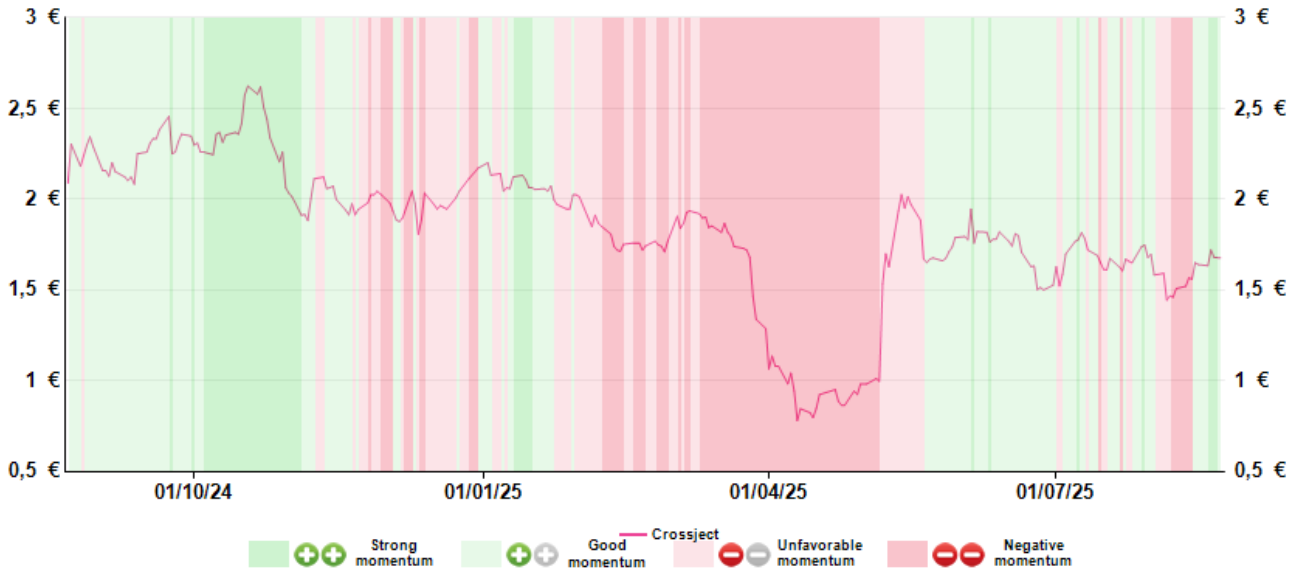
Bénéfices par action et Opinion





Copyright AlphaValue - 2025 – 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.

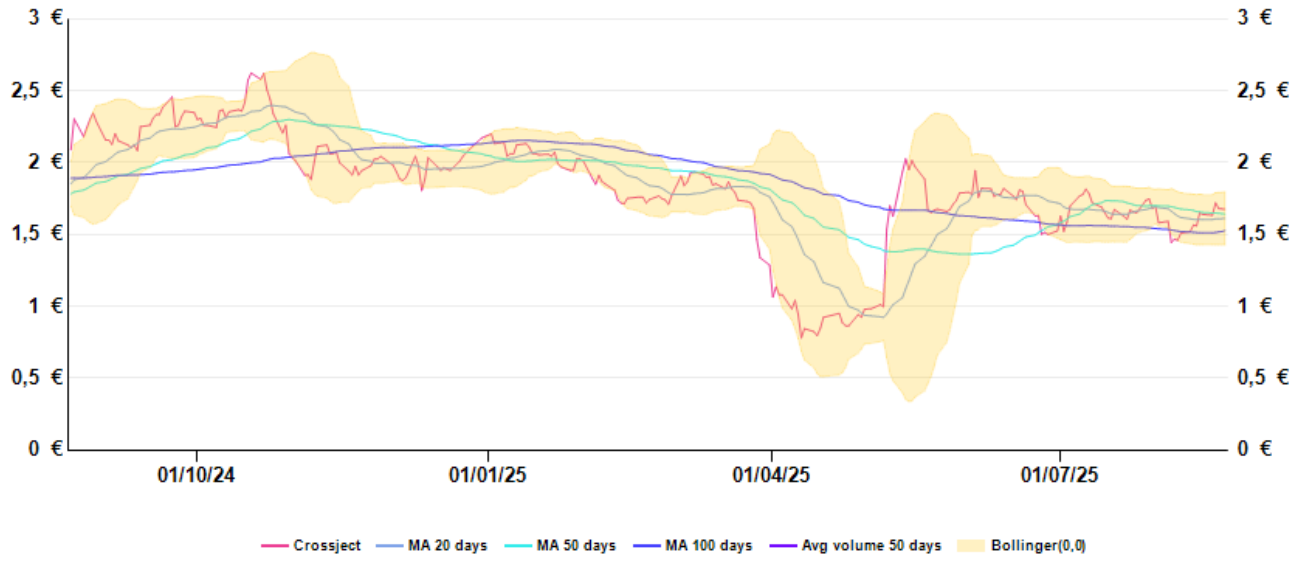
: Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

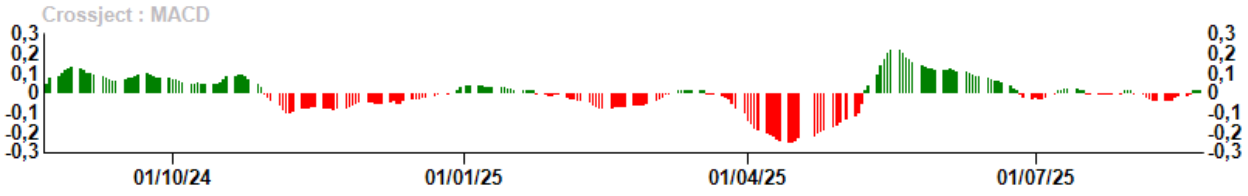
: Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

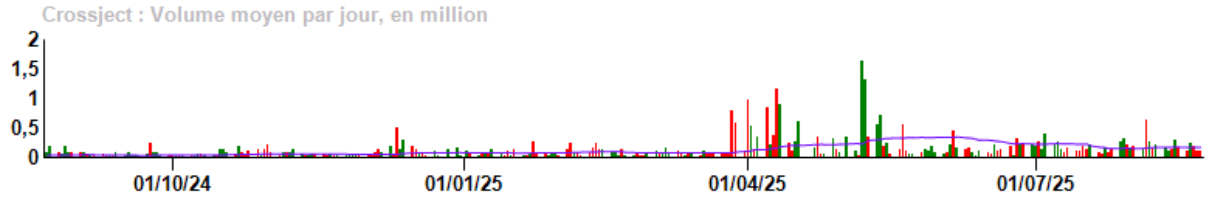
: Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Moyenne mobile MACD & Volume

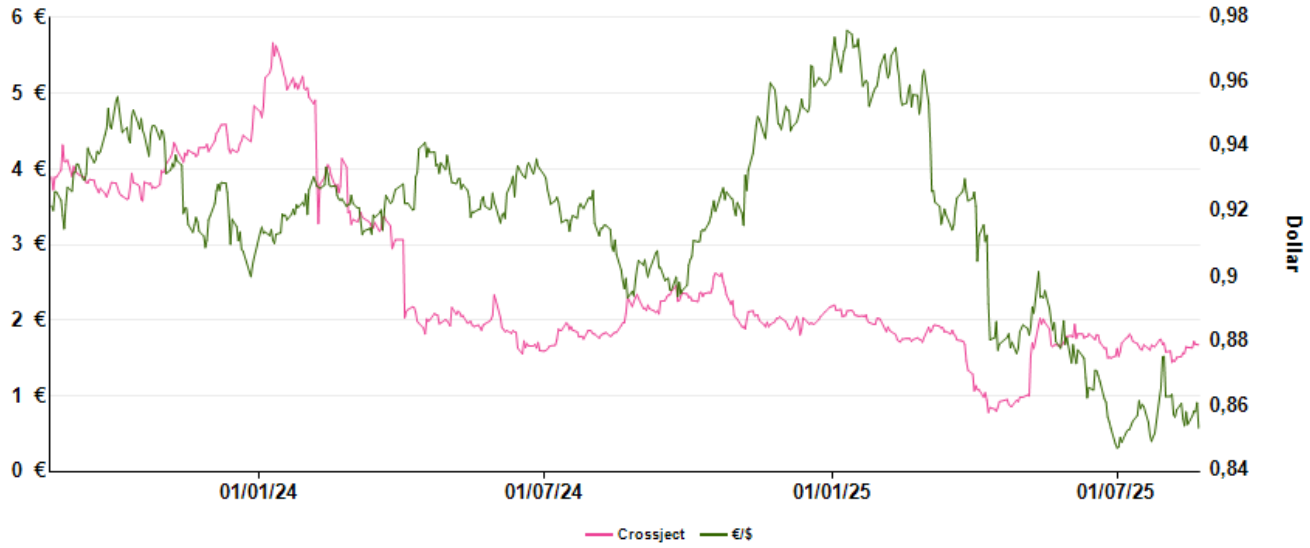






Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

€/$ sensibilité



Secteur Pharmacie

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Données financières

Clefs de valorisation

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
PER ajusté	**x**	**-8,63**	**ns**	**7,80**	**4,62**
PER publié	x	-8,94	-600	7,05	4,12
VE/EBITDA(R)	**x**	**-17,8**	**10,6**	**3,26**	**1,93**
EV/EBIT	x	-9,98	32,2	4,12	2,25
EV/Sales	x	9,74	2,79	1,82	1,12
P/ANC	**x**	**-42,7**	**5,72**	**2,45**	**1,52**
Rendement du dividende	**%**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Rendement du cash flow disponible	*%*	*-10,2*	*-10,1*	*0,89*	*12,1*
Cours moyen	€	2,55	1,68	1,68	1,68

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Compte d'exploitation consolidé

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Chiffre d'affaires	M€	13,3	32,2	49,2	70,4
Croissance du CA	*%*	*-0,53*	*143*	*52,6*	*43,2*
CA par employé	*k€*	*123*	*285*	*289*	*320*
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€	12,4	13,9	16,4	21,7
R&D costs as % of sales	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts de personnel	M€	-8,00	-7,80	-11,0	-15,0
Loyers de location opérationnelle	M€				
Coût des ventes (indicatif)	M€	12,4	12,7	13,9	18,2
EBITDA	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9
EBITDA(R)	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9
Marge d'EBITDA(R)	*%*	*-54,7*	*26,3*	*55,6*	*58,1*
EBITDA(R) par employé	*k€*	*-67,2*	*75,0*	*161*	*186*
Dotations aux amortissements	M€	-5,68	-5,68	-5,68	-5,68
Dotations aux amortissements/CA	*%*	*42,9*	*17,6*	*11,6*	*8,07*
Dépréciations	M€				
Dotations aux provisions	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat operationnel courant	M€	-12,9	2,79	21,7	35,2
Marge opérationnelle courante	*%*	*-97,6*	*8,67*	*44,1*	*50,0*
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	M€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-12,9	2,79	21,7	35,2
Charges financières	M€	-1,43	-3,00	-4,00	-5,00
dont effectivement décaissé	*M€*	*-1,43*			
Produits financiers	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	M€				
Résultat financier net	M€	-1,43	-3,00	-4,00	-5,00
dont services des engagements de retraites	*M€*		*0,00*	*0,00*	*0,00*
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-14,4	-0,21	17,7	30,2
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	-1,23	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	M€	2,83	0,07	-5,83	-9,98
Impôts différés	M€				
Impôts sur les sociétés	M€	2,83	0,07	-5,83	-9,98
Taux d'imposition	*%*	*19,7*	*33,0*	*33,0*	*33,0*
Marge nette	*%*	*-87,1*	*-0,43*	*24,1*	*28,8*
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€	-12,8	-0,14	11,8	20,3
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	-12,8	-0,14	11,8	20,3
Résultat corrigé et dilué	M€	-12,8	-0,14	11,8	20,3
NOPAT	M€	-9,70	2,09	16,3	26,4

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Tableau de financement

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
EBITDA	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9
Variation du BFR	M€	0,45	-8,32	-10,9	-9,67
dont (augm.)/dimin. des créances clients	*M€*	*0,48*	*-8,36*	*-12,0*	*-10,7*
dont (augm.)/dimin. des stocks	*M€*	*-0,28*	*-6,96*	*-9,86*	*-8,75*
dont augm./(dimin.) des dettes fournisseurs	*M€*	*0,32*	*6,96*	*10,9*	*9,70*
dont augm./(dimin.) autres dettes	*M€*	*-0,07*	*0,03*	*0,04*	*0,04*
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€		0,07	-5,83	-9,98
Eléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	M€	-6,81	0,22	10,6	21,3
Investissements matériels	M€	-3,43	-5,62	-5,88	-6,17
Investissements / dotations aux amortissements	*%*	*60,3*	*98,9*	*103*	*109*
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€	-3,43	-5,62	-5,88	-6,17
Charges financières nettes	M€	-1,43	-3,00	-4,00	-5,00
dont compasante cash	*M€*	*-1,43*	*-3,00*	*-4,00*	*-5,00*
Dividendes (maison mère)	M€				
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	15,1	15,9	0,00	0,00
dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle	*M€*				
(Aug.)/réduction de la dette nette	M€		-0,27	-2,00	-12,2
Autres flux financiers	M€	-4,89	0,00	0,00	
Flux financiers totaux	M€	8,76	12,6	-6,00	-17,2
Variation de la trésorerie	M€	-1,47	7,23	-1,26	-2,05
Variation de la dette nette	M€	-1,47	7,50	0,74	10,1
Cash flow disponible (avant div)	M€	-11,7	-8,40	0,74	10,1
Cash flow opérationnel	M€	-6,81	0,22	10,6	21,3
Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)	*%*	*67,8*	*87,7*	*73,3*	*62,1*

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Bilan

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
R&D immobilisée	M€	9,59	9,02	8,45	7,89
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€	9,59	9,02	8,45	7,89
Immobilisations corporelles	M€	5,05	6,41	8,02	9,93
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€	1,04	1,04	1,04	1,04
dont disponible à la vente	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
BFR	M€	2,48	10,8	21,7	31,4
dont clients (+)	*M€*	*4,30*	*12,7*	*24,7*	*35,3*
dont stocks (+)	*M€*	*3,42*	*10,4*	*20,2*	*29,0*
dont fournisseurs (+)	*M€*	*4,55*	*11,5*	*22,5*	*32,2*
dont engagements courants (+)	*M€*	*0,68*	*0,72*	*0,75*	*0,79*
Autres actifs courants	M€	1,20	0,94	0,68	0,41
dont actifs d'impôts	*M€*	*0,80*	*0,80*	*0,00*	*0,00*
Actif total (net des engagements CT)	M€	19,4	28,2	39,9	50,6
Capitaux propres part du groupe	M€	-2,67	14,6	34,1	55,0
Intérêts minoritaires	M€				
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	M€	0,91			
Charges d'IS	M€	0,00	0,00		
Autres charges	M€	7,09	7,09		
Endettement net / (trésorerie)	M€	14,0	6,53	5,79	-4,33
Passifs totaux	M€	19,4	28,2	39,9	50,6
Gross Cash	M€	34,1	41,3	40,1	38,0
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	16,1	10,3	6,16	0,73
Endettement net ajusté	M€	14,9	6,53	5,79	-4,33

Valeur d'entreprise

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
VE/EBITDA(R)	**x**	**-17,8**	**10,6**	**3,26**	**1,93**
VE/EBIT	**x**	**-9,98**	**32,2**	**4,12**	**2,25**
VE/CA	**x**	**9,74**	**2,79**	**1,82**	**1,12**
EV/Capital investi	x	7,54	3,43	2,34	1,61
Capitalisation boursière	M€	114	83,5	83,5	83,5
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	0,91	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	14,0	6,53	5,79	-4,33
+ 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€**	**129**	**90,0**	**89,3**	**79,2**

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Données par action

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	**€**	**-0,30**	**0,00**	**0,21**	**0,36**
Croissance des BPA	*%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*68,8*
BPA publié	€	-0,29	0,00	0,24	0,41
Dividende net par action	**€**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Cash flow libre par action	€	-0,27	-0,17	0,01	0,18
Cash flow opérationnel par action	€	-0,16	0,00	0,21	0,43
Actif net comptable par action	€	-0,06	0,29	0,68	1,10
Nombre d'actions ordinaires	**Mio**	**44,9**	**50,0**	**50,0**	**50,0**
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	44,9	50,0	50,0	50,0
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	44,9	50,0	50,0	50,0
Autocontröle (fin d'année)	Mio	0,21	0,21	0,21	0,21
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	44,7	49,8	49,8	49,8
Nombre d'actions ordinaires moyen	**Mio**	**42,8**	**47,3**	**49,8**	**49,8**
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio	0,00	0,00		
Règlement de stock-options exerçables	Mio				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio		4,54	6,04	6,04
Dilution (moyenne)	Mio	0,31	2,27	5,29	6,04
Nombre d'actions dilué (moyen)	**Mio**	**43,1**	**49,5**	**55,1**	**55,9**
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,30	0,00	0,21	0,36
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,30	0,00	0,24	0,41
Taux de distribution	**%**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	**%**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Financement et liquidité

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
EBITDA	M€	-7,26	8,47	27,4	40,9
Cash flow des opérations	M€	-8,68	5,54	17,5	25,9
Fonds propres	**M€**	**-2,67**	**14,6**	**34,1**	**55,0**
Dette brute	M€	48,1	47,8	45,8	33,7
dont échéance moins d'un an	M€	10,8	1,84	1,84	1,84
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	7,35	6,00	4,00	1,84
dont échéance moins de 2 ans	M€	1,84	1,84	1,84	1,84
dont échéance moins de 3 ans	M€	1,84	1,84	1,84	
dont échéance moins de 4 ans	M€	1,84	1,84		
dont échéance moins de 5 ans	M€	1,84			
dont échéance à plus de 5 ans	M€	30,0	40,0	40,0	30,0
+ Trésorerie brute	M€	34,1	41,3	40,1	38,0
= Dette nette / (trésorerie)	**M€**	**14,0**	**6,53**	**5,79**	**-4,33**
Emprunts bancaires	M€	15,0	35,0	35,0	25,0
Obligations émises	M€	1,00	7,95		
Autres financements	M€	32,1	4,89	10,8	8,67
Ratio d'endettement	%		70,5	18,1	1,32
Fonds propres/Actif total (%)	%	-13,8	51,7	85,5	109
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-2,06*	*0,77*	*0,21*	*-0,11*
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	*x*	*-6,76*	*5,64*	*1,68*	*0,82*
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)	*%*	*106*	*76,6*	*57,3*	*38,0*
Ebit cover	*x*	*-9,05*	*0,93*	*5,42*	*7,05*
CF des opérations/dette brute	*%*	*-17,7*	*11,6*	*38,2*	*77,1*
CF des opérations/dette nette	*%*	*-61,9*	*84,9*	*303*	*-599*
FCF/Dette brute ajustée	*%*	*-23,8*	*-17,6*	*1,62*	*30,0*
(Tréso. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	*x*	*2,08*	*17,9*	*22,2*	*26,2*
FCF/Dette CT	*x*	*-1,08*	*-4,57*	*0,40*	*5,51*

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,89	0,67	0,67	0,67
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-97,6	8,67	44,1	50,0
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	62,8	135	144	156
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	-5,32	3,99	1,40	1,02
Rendement des fonds propres (ROE)	**%**	**322**	**-2,33**	**48,6**	**45,5**
ROA	%	-75,6	10,6	56,8	71,7

Réconciliation des capitaux propres

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Fonds propres année N-1	M€	-7,52	-8,20	14,6	34,1
+ Profits nets de l'année	M€	-12,8	-0,14	11,8	20,3
- Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	M€	15,1	15,9	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€	-3,00	7,03	7,68	0,59
= Fonds propres fin d'année	**M€**	**-8,20**	**14,6**	**34,1**	**55,0**

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

Personnel

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Chiffre d'affaires par employé	k€	123	285	289	320
Coûts de personnel unitaire	k€	-74,1	-69,0	-64,7	-68,2
Variation des coûts de personnel	*%*	*14,3*	*-2,54*	*41,1*	*36,4*
Variation des coût de personnel unitaire	*%*	*25,9*	*-6,85*	*-6,22*	*5,37*
Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)	*%*	*1 074*	*47,9*	*28,7*	*26,8*
Nombre d'employés moyen	**utp**	**108**	**113**	**170**	**220**
Europe	utp	106	105	155	200
Amérique du Nord	utp	2,00	8,00	15,0	20,0
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€**	**-8,00**	**-7,80**	**-11,0**	**-15,0**
Salaires	M€	-8,00	-7,80	-11,0	-15,0
dont contributions sociales	*M€*	*-3,00*	*-2,35*	*-4,00*	*-6,00*
Coûts relatfs aux retraites	M€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Chiffre d'affaires	**M€**	**13,3**	**32,2**	**49,2**	**70,4**
Methotrexate	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Epinephrine	M€	0,00	0,00	4,36	10,9
Sumatriptan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Midazolam	M€	0,00	25,2	44,8	49,8
Hydrocortisone	M€	0,00	0,00	0,00	3,25
Naloxone	M€	0,00	0,00	0,00	6,49
Apomorphine	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Terbutaline	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Other	M€	13,3	7,00	0,00	0,00

Résultat par division

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
EBIT Analysis					
Royalty income	M€				
Product sales	M€	0,00	25,2	49,2	70,4
Other/cancellations	M€				
Total	**M€**	**0,00**	**25,2**	**49,2**	**70,4**
EBIT margin	%	0,00	78,3	100	100

Géographie du chiffre d'affaires

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Europe	%	100	100		
o/w France	%	100	100		
Americas	%	0,00	0,00		
Asia	%	0,00	0,00		
o/w China	%	0,00	0,00		
Other	%	0,00	0,00		

Copyright AlphaValue - 2025 – corporate.alphavalue.com

ROCE

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Rendement des capitaux investis	*%*	*-56,7*	*7,98*	*42,6*	*53,7*
CFROIC	*%*	*-68,1*	*-32,0*	*1,95*	*20,6*
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€	9,59	9,02	8,45	7,89
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	5,05	6,41	8,02	9,93
Amortissements cumulés	*M€*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
BFR	M€	2,48	10,8	21,7	31,4
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€**	**17,1**	**26,2**	**38,2**	**49,2**
Capitaux employés avant amortissement	M€	17,1	26,2	38,2	49,2

Capitaux employés par division

		12/24A	12/25E	12/26E	12/27E
Royalty income	M€				
Product sales	M€				
Other	M€	17,1	26,2	38,2	49,2
Total capital employed	**M€**	**17,1**	**26,2**	**38,2**	**49,2**

Copyright AlphaValue - 2025 – 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 - 2025 – 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 - 2025 – corporate.alphavalue.com