



Crossject

Supergenerics / France



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

Une nouvelle stratégie... et une révision de nos estimations.

La patience portera ses fruits - 24/11/2016

■ Changement d'Objectif de cours

€ 19,3 vs 24,4 **-21,0 %**

Notre objectif de cours est abaissé, principalement en raison de la baisse de notre valorisation par le DCF après la présentation par le groupe de sa nouvelle stratégie mi-novembre. Cette dernière met l'accent sur les produits d'urgence, la pénétration du marché américain et un renforcement du partenariat avec Cenexi qui s'est engagé à investir environ 5m€ pour porter l'ensemble des capacités à plus de 10m d'unités par an (contre 2m initialement). Le principal problème porte sur le calendrier. Au-delà de la déception provoquée par l'annonce d'un nouveau report d'au moins un an du lancement sur le marché de Zeneo (désormais programmé au mieux en 2019 contre fin 2017 précédemment), il justifie l'ajustement en baisse de notre valorisation.

■ Changement d'EPS

2016 : € -0,90 vs -0,90
2017 : € -0,50 vs -0,36 **ns**

Nos estimations de BPA sont revues légèrement en baisse pour 2017, les premières recettes sur le Methotrexate étant désormais attendues en 2019. En dehors de cela, nous n'avons pas modifié nos prévisions à court terme.

■ Changement de NAV

€ 24,5 vs 28,7 **-14,7 %**

Notre valorisation par la somme des parties diminue également, étant calculée à partir de la moyenne du CA généré les premières années après le lancement de chaque produit sur le marché (de 2019 à 2021). En particulier, les ventes par produit sont d'autant plus revues à la baisse que les ventes aux États-Unis ne commencent désormais qu'un an après celles en Europe. Or, les prix moyens américains sont plus élevés, expliquant pour une bonne part pourquoi notre valorisation par la somme des parties est inférieure à celle obtenue antérieurement, et assez proche de celle à laquelle conduit le DCF.

■ Changement de DCF

€ 23,0 vs 31,6 **-27,2 %**

Nous avons révisé nos prévisions pour tenir compte du report des lancements de produits (avec pour chaque produit, une première mise sur le marché en Europe suivie d'une seconde aux États-Unis un an plus tard). Nous avons également abaissé notre prévision en matière d'investissement à partir de 2017, la majeure partie des Capex étant supportée par Cenexi, le partenaire industriel du groupe à l'échelle mondiale. Nous avons retenu l'hypothèse jusqu'à présent d'un même niveau de marges que dans le scénario dans lequel Crossject investit et produit des dispositifs Zeneo au lieu de sous-traiter. Comme attendu, notre valorisation est abaissée, confirmant notre point de vue selon lequel le calendrier constitue le plus important problème auquel le groupe est actuellement confronté et ce malgré la baisse de ses investissements futurs.

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

Achat	Potentiel : 299 %
Cours objectif à 6 mois	19,3 €
Cours	4,83 €
Capitalisation boursière M€	32,1
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	4,59 ▶ 11,1
Newsflow	Positif
Bloomberg	ALCJ FP Equity
Reuters	ALCJ.PA

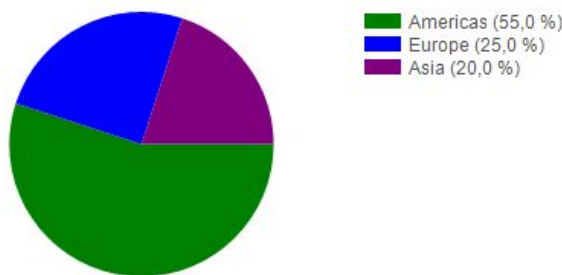
[Téléchargez l'analyste complète Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
Crossject	-23,8 %	-30,0 %	-39,9 %	-36,4 %
Pharmacie	-3,46 %	-5,87 %	-10,1 %	-13,6 %
SXXR Index	0,70 %	-0,86 %	-0,50 %	-7,78 %

Dernière maj : 24/11/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	-14,0	-8,17	-5,39	-9,66
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-12,7	-7,63	-5,08	-14,2
BPA ajusté (€)	-0,68	-0,88	-0,90	-0,50
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	1,74	2,37	2,37	2,00
Marge d'EBITA (%)	ns	ns	ns	-87,1
Résultat net pdg (M€)	-4,44	-5,73	-5,80	-3,24
ROE (après impôts) (%)	-30,6	-49,2	-98,5	-236
Taux d'endettement (%)		-91,3	-190	

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/15A	12/16E	12/17E
Chiffre d'affaires	M€	2,37	2,37	2,00
Croissance du CA	%	35,8	0,00	-15,6
Variation des coûts de personnel	%	32,0	15,9	63,2
EBITDA	M€	-5,51	-5,00	-1,74
Marge d'EBITDA(R)	%	-232	-211	-87,1
Dotations aux amortissements	M€	-1,51	-1,51	-1,20
Résultat opérationnel courant	M€	-7,01	-6,50	-2,94
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-7,06	-6,50	-2,94
Résultat financier net	M€	0,29	-0,30	-0,30
dt serv. des engagts de retraites	M€		0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	M€	-0,01	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	1,05	1,00	0,00
Mises en équivalence	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-5,73	-5,80	-3,24
NOPAT	M€	-4,91	-4,55	-2,06

Tableau de financement

		12/15A	12/16E	12/17E
EBITDA	M€	-5,51	-5,00	-1,74
Variation du BFR	M€	-0,41	0,92	0,09
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	1,00	1,00	0,00
Éléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	0,00	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	M€	-4,91	-3,07	-1,65
Investissements matériels	M€	-1,81	-7,50	-0,50
Flux d'investissement net	M€	-1,81	-7,50	-0,50
Charges financières nettes	M€	0,29	-0,30	-0,30
Dividendes (maison mère)	M€			
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	1,12	11,7	12,8
Variation de la trésorerie	M€	-5,60	1,11	10,6
Cash flow disponible (avant div)	M€	-6,43	-10,9	-2,45

Données par action

		12/15A	12/16E	12/17E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	6,48	6,48	6,48
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,48	6,48	6,48
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,88	-0,90	-0,50
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	23,0 €	40 %	Actelion
Somme des parties	24,5 €	40 %	Faes Farma
P/E	2,42 €	5 %	Hikma Pharmaceuti...
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	Ipsen
Cours/Actif net comptable	2,42 €	5 %	Stada Arzneimittel
Rendement	0,00 €	5 %	UCB
Objectif de cours	19,3 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/15A	12/16E	12/17E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	2,33	8,33	7,79
Immobilisations corporelles	M€	1,74	1,73	1,57
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	1,85	1,85	1,85
BFR	M€	-2,50	-3,42	-3,52
Autres actifs courants	M€	2,04	2,04	2,04
Actif total (net des engagements CT)	M€	5,48	10,5	9,76
Capitaux propres part du groupe	M€	8,80	2,99	-0,25
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,34	0,34	0,34
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,34	0,34	0,34
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	1,48	13,5	16,6
Endettement net / (trésorerie)	M€	-5,14	-6,24	-6,89
Passifs totaux	M€	5,48	10,5	9,76

Capitaux employés

		12/15A	12/16E	12/17E
Capitaux investis	M€	3,42	8,49	7,70

Ratios de profits & risques

		12/15A	12/16E	12/17E
ROE (après impôts)	%	-49,2	-98,5	-236
Rendement des capitaux investis	%	-143	-53,6	-26,7
Ratio d'endettement	%	-91,3	-190	
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,93	1,25	3,96
Couverture des frais financiers	x	24,0	-21,7	-9,80

Ratios de valorisation

		12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté	x	-8,17	-5,39	-9,66
Rendement du cash flow disponible	%	-13,7	-34,7	-7,83
P/ANC	x	5,32	10,5	-126
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

		12/15A	12/16E	12/17E
Capitalisation boursière	M€	46,8	31,3	31,3
+ Provisions	M€	0,34	0,34	0,34
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-5,14	-6,24	-6,89
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€			
= Valeur d'entreprise	M€	42,0	25,4	24,8
VE/EBITDA(R)	x	-7,63	-5,08	-14,2
VE/CA	x	17,7	10,7	12,4

Analyste : Fabrice Farigoule, Changements de prévisions : 24/11/2016.