

# CROSSJECT (+)

## Résultats annuels 2015

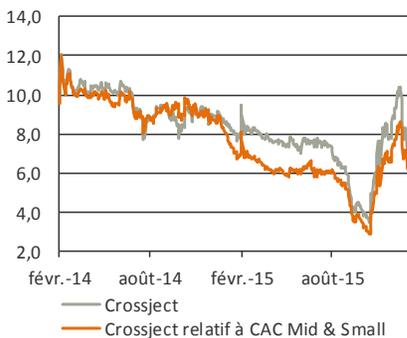
Opinion	ACHAT
Objectif de cours	12,1€
Potentiel	+45%

en € / action	2014	2015e	2016e	2017e
BNA dilué	-0,65	-0,86	-0,72	-0,72
var 1 an		+31,2%	-15,6%	+0,0%
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

ISIN	FR0011716265
Ticker	ALCJ-FR
Secteur DJ	Health Technology

Cours actuel	€8,3
Nb d'actions (m)	6,7
Nb d'actions dilué (m)	7,3
Capitalisation (m€)	55
Capi. flottante (m€)	31

	1m	3m	1 an
Variation absolue	+8,2%	+37,5%	+5,3%
Variation relative	+13,0%	+48,1%	+13,0%



au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
PE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EV/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EV/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EV/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

### Martial Descoutures

+33 (0) 1 44 88 88 09

mdescoutures@invest-securities.com

### Thibaut Voglimacci-Stephanopoli

+33 (0) 1 73 73 90 37

tvoglimacci@invest-securities.com

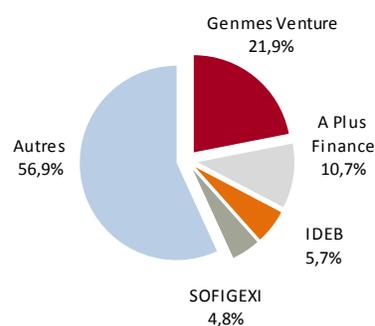
## Les yeux rivés sur le dépôt de MTX/Zeneo

La société publie ce matin des résultats 2015 sans surprise. Tous les yeux seront tournés cette année sur le dépôt et l'approbation potentielle de Méthotrexate (MTX) attendue au S2 2017, qui sera la première combinaison commercialisée par CROSSJECT. L'accélération du pipeline sera le second enjeu pour cette année (7 composés en cours de développement pouvant conduire à un nouveau lancement tous les 6 mois à partir du S2 2017). Nous maintenons notre recommandation à ACHAT avec un objectif de cours de 12,1€.

- Pour rappel, Crossject développe des « super génériques » bénéficiant des caractéristiques de son dispositif médical propre, Zeneo (injection sans aiguille). Le résultat de l'exercice ne présentent que très peu de surprise en termes de ventes et ressort même au dessus de nos attentes au niveau du résultat net. Le CA 2015 ressort à 2,4m€ (vs 2,0m€ att) et le résultat net à - 5,7m€ (vs -7,1m€ att).
- Un des principaux postes de dépenses reste la recherche et développement externe qui ressort en hausse à 3m€ contre 2,7m€ en 2014. Fin 2015, la trésorerie s'élève à 5,2m€ (contre 10,9 M€ fin 2014).
- A noter que CROSSJECT prévoit pour cette année d'encaisser « 2,9m€ au titre du Programme des Investissements d'Avenir et 0,2m€ de la part d'Eurostars » sans compter le crédit impôt recherche.
- Pour rappel, 7 combinaisons sont en cours de développement et devraient entrer sur le marché dans les 4 prochaines années. En parallèle de cette publication, la société donne quelques nouveaux éléments chiffrés sur ses développements en cours. Pour chacun des projets, un objectif de dépôt et d'AMM potentiel est souligné ainsi qu'une taille globale de marché et un objectif à atteindre en termes de part de marché. Nos estimations, en termes de prix potentiel applicable sont aujourd'hui assez proche des ambitions de Crossject (cf note d'initiation du 09/12/15) ainsi que les timeline de lancement (décalage du lancement de MTX/Zeneo au S2 2017 vs mi 2017 dans notre modèle). L'évolution des parts de marché reste selon nous extrêmement dépendante des partenariats commerciaux à venir. Pour exemple, Crossject ambitionne de réaliser en pic de ventes 375m\$ (15% de part de marché) pour la combinaison MTX/Zeneo, quand nous enregistrons dans notre modèle un CA de seulement 80m\$. Notre vision plus conservatrice vient principalement du manque de visibilité sur les partenariats commerciaux à venir (à l'instar de ceux conclus avec Sayre Therapeutics notamment).
- Sumatriptan/Zeneo et L15/Zeneo suivi d'Adrenaline/Zeneo seront les lancements suivants : pour le premier nous sommes supérieur aux estimations de prix de la société en Europe (35€ vs 20€ att) inférieur aux US (70\$ vs 130\$ att) et globalement en ligne pour Adrenaline/Zeneo. En revanche, nous n'avons à ce stade toujours aucun détail sur le troisième composé L15 bien que le dépôt du dossier soit attendu avant la fin de cette année.
- Nous sommes à ce stade extrêmement prudents dans notre approche en intégrant des potentiels de parts de marché plutôt faibles et en n'incluant ni les « 3 nouveaux produits » en développement de la société ni L15.
- Nous appliquons à chacun des actifs une probabilité de succès de 75%, ce qui est élevé comparativement au secteur pharmaceutique, mais se justifie par le faible risque de développement d'un super générique. Notre approche conservatrice et dépendante en partie des partenariats de distribution à trouver pour MTX/Zeneo et Sumatriptan/Zeneo, nous conduit cependant à avoir un upside de +45%.

## Données financières

Actionnariat	31/12/2014
Genmes Venture	21,9%
A Plus Finance	10,7%
IDEB	5,7%
SOFIGEXI	4,8%
Autres	56,9%



Prochains événements	
Lancement phase III sumatriptan/ epinephrine	T1-16

Données par action	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
BNA publié	-0,27	-0,65	-0,86	-0,72	-0,72	1,10	2,99	5,47	8,44
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,78</b>	<b>-0,66</b>	<b>-0,66</b>	<b>1,00</b>	<b>2,74</b>	<b>5,00</b>	<b>7,72</b>
Ecart/consensus	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Actif Net	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Dividende	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

Ratios valorisation	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Valeur d'Entreprise (m€)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Cours moyen en €	9,6	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Capitalisation	70	61	61	61	61	61	61	61	61
Dette Nette	-0,9	-10,8	-5,1	-3,5	-11,5	-19,0	-32,3	-68,8	-125,1
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>49</b>	<b>42</b>	<b>29</b>	<b>-8</b>	<b>-64</b>

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
CA	1,1	1,7	2,4	2,4	4,6	53,6	93,9	139,5	186,1
var.	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,5	0,3
EBITDA	-2,0	-4,0	-5,9	-4,5	-2,8	10,0	24,8	44,2	67,5
<b>EBITA ajusté</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>-7,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>8,8</b>	<b>23,7</b>	<b>43,0</b>	<b>66,3</b>
var.	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EBIT	-2,6	-5,1	-7,0	-5,6	-4,0	8,8	23,7	43,0	66,3
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
IS	-0,6	-1,0	-1,1	-0,6	-0,6	-1,3	-3,5	-6,5	-9,9
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-3,4	-6,3	-8,3	-6,4	-4,8	7,3	19,9	36,4	56,2
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>-3,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,8</b>	<b>7,3</b>	<b>19,9</b>	<b>36,4</b>	<b>56,2</b>
var.	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Resultat net	-1,8	-4,3	-5,7	-4,8	-4,8	7,3	19,9	36,4	56,2
Amortissements	0,6	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Autres	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF op. avt BFR</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,4</b>	<b>21,1</b>	<b>37,5</b>	<b>57,3</b>
Variation BFR	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF opérationnel</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,4</b>	<b>21,1</b>	<b>37,5</b>	<b>57,3</b>
Acquisitions/cessions	-1,1	-4,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Variation de capital	4,4	16,4	0,0	3,0	12,7	0,0	-6,7	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF publié</b>	<b>2,3</b>	<b>8,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>13,4</b>	<b>36,5</b>	<b>56,3</b>

Bilan (m€)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Actifs immobilisés	2,08	5,52	5,37	5,21	5,06	4,90	4,75	4,60	4,44
dont incorporels/GW	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8
BFR	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Capitaux Propres groupe	1,6	15,1	9,4	7,6	15,5	22,8	36,0	72,4	128,6
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Dette Nette</b>	<b>-0,9</b>	<b>-10,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-19,0</b>	<b>-32,3</b>	<b>-68,8</b>	<b>-125,1</b>

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	18,6%	26,4%	31,6%	36,2%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	16,5%	25,2%	30,8%	35,6%
RN corrigé /CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	13,6%	21,2%	26,1%	30,2%
BFR /CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROCE excl. Incorpor/ GW	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

## Evolution du cours en absolu et en relatif depuis 5 ans



## CONFLITS D'INTERETS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
<b>Crossject</b>	<b>Non</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>	<b>Non</b>	<b>Non</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>

## AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

**REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION**

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

## ANALYSE FINANCIERE

**Daniel Anizon, Biotechs / Medtechs**

+33 1 44 88 77 88      danizon@invest-securities.com

**Claire Barbaret, Média / Stock-Picking**

+33 1 44 88 77 88      cbarbaret@invest-securities.com

**Martial Descoutures, Santé / Biotechs**

+33 1 44 88 88 09      mdescoutures@invest-securities.com

**Maxime Dubreil, Valeurs Technologiques**

+33 1 44 88 77 88      mdubreil@invest-securities.com

**Benoit Faure-Jarrosion, Immobilier**

+33 1 44 88 77 88      bfaure-jarrosion@invest-securities.com

**Peter Farren, Biens de Consommation**

+33 1 73 73 90 36      pfarren@invest-securities.com

**Farid Kassa, Immobilier**

+33 1 73 73 90 27      fkassa@invest-securities.com

**Matthieu Lavillunière, Valeurs Technologiques**

+33 1 73 73 90 34      mlavilluniere@invest-securities.com

**Vladimir Minot, Immobilier**

+33 1 73 73 90 25      vminot@invest-securities.com

**Jean-Louis Sempé, Automobile**

+33 1 73 73 90 35      jlsempe@invest-securities.com

**Thibaut Voglimacci-Stephanopoli, Medtechs / Biotechs**

+33 1 44 88 77 95      tvoglimacci@invest-securities.com

**Laurent Wilk, Cleantech**

+33 1 44 88 77 97      lwilk@invest-securities.com

## SALLE DES MARCHES

**Eric d'Aillières**

+33 1 55 35 55 62      edaillieres@invest-securities.com

**Claude Bouyer**

+33 1 44 88 88 02      clbouyer@invest-securities.com

**Jean-Philippe Coulon**

+33 1 55 35 55 64      jpcoulon@invest-securities.com

**François Habrias**

+33 1 55 35 55 70      fhabrias@invest-securities.com

**Pascal Hadjedj**

+33 1 55 35 55 61      phadjedj@invest-securities.com

**Dominique Humbert**

+33 1 55 35 55 64      dhumbert@invest-securities.com

**Bertrand Le Mollé-Montanguon**

+33 1 55 35 55 74      blmm@invest-securities.com

**Nicolas Michaux**

+33 1 55 35 55 73      nmichaux@invest-securities.com

**Sylvain Navarro**

+33 1 55 35 55 69      snavarro@invest-securities.com

**Ralph Olmos**

+33 1 55 35 55 72      rolmos@invest-securities.com

**René Reymond**

+33 1 55 35 55 63      rreymond@invest-securities.com

**Thierry Roussilhe**

+33 1 55 35 55 66      troussilhe@invest-securities.com

**Kaspar Stuart**

+33 1 55 35 55 65      kstuart@invest-securities.com

**Renaud Vallette Viallard**

+33 6 29 48 42 32      rvv@invest-securities.com

**Frédéric Vals**

+33 1 55 35 55 71      fvals@invest-securities.com