

AUGMENTATION DE CAPITAL

UNE OPÉRATION POUR FINANCER LA TRANSFORMATION

La société a lancé une AK garantie de 4m€, se clôturant le 14/12, afin de participer au financement du développement et de la structuration de l'outil industriel ainsi que des étapes réglementaires en vue de l'obtention des autorisations d'AMM. Le groupe évalue également son besoin de financement à horizon 12 mois à 11m€. Des financements non dilutifs devraient permettre de combler ses besoins. Cette opération dilutive (-25%) et certains ajustements sur la consommation de trésorerie nous conduisent à réviser notre OC à 2,1€. A l'aube d'une période 2019/20 qui pourrait transformer la société d'un groupe R&D en une véritable specialty pharma, nous conseillons de souscrire à l'opération.

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

Olga Smolentseva, Ph.D.
+33 1 44 88 88 09
osmolentseva@invest-securities.com

Une AK de 4m€ garantie au prix d'une dilution de -25%

La société a annoncé le 27 novembre le lancement d'une AK d'un montant de 4m€, se clôturant le 14 décembre prochain, avec maintien du DPS (3 DPS pour une action nouvelle) et une décote de -33% (1,16€/action). La dilution est évaluée à -25%. L'actionnaire historique, Gemmes Venture, a garanti la réussite de l'opération à hauteur de 75%, soit en complétant l'offre jusqu'à 75% ou en cas de sursouscription en ne souscrivant que ses DPS (24%). En conséquence de l'AK, l'attribution gratuite de BSA annoncée en juillet dernier a été reportée. Celle-ci aurait conduit à l'émission au maximum de 895 702 actions nouvelles, soit un montant levé de 1,3m€ au dernier cours.

Des financements non dilutifs à venir

La levée de 4m€ annoncée doit permettre de participer au financement du développement et de la structuration de l'outil industriel ainsi que des étapes réglementaires en vue de l'obtention des autorisations d'AMM.

Post AK, le groupe évalue son besoin de financement à 11m€ pour disposer d'un BFR suffisant à horizon 12 mois. Selon la société, les aides et avances remboursables, le CIR et les revenus issus d'accords de licence sur ZENEO® Midazolam et Sumatriptan en 2019 permettraient de combler ce besoin. La société indique que dans l'éventualité d'une réalisation de l'opération limitée à 75% et/ou du décalage de la signature d'accords de licence, des financements non dilutifs sont également étudiés.

Nous ajustons nos estimations de consommation de trésorerie afin de nous aligner sur ce besoin de financement. Néanmoins, dans l'hypothèse d'une réalisation de l'AK à 100% (4m€) et en dépit des différents apports financiers attendus en 2019, nous estimons qu'un complément de financement de l'ordre de 1,5m€ pourrait être envisagé. Effectivement, selon nos estimations, la signature d'accords de licence (4m€ att) sur ZENEO® Sumatriptan et Midazolam, les aides et avances remboursables (2,5m€ att), le CIR (1,8m€ att) et l'attribution gratuite de BSA (1,3m€ att) ne suffiraient pas.

Valorisation abaissée à 2,1€ (vs 2,8€), recommandation ACHAT réitérée

Après révision de la consommation de trésorerie et dans l'hypothèse d'une réalisation à 100% de l'AK, nous abaissons notre OC à 2,1€/action. A l'aube d'une période 2019/20 qui pourrait transformer la société d'un groupe R&D en une véritable *specialty pharma*, nous conseillons de souscrire à l'opération. Le niveau de cours actuel n'intègre que partiellement le pipeline du groupe et le newsflow à moyen terme est transformant.

en € / action	2018e	2019e	2020e
BNA dilué	-0,54	-0,32	0,09
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2018e	2019e	2020e
PE	n.s.	n.s.	13,5x
VE/CA	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	8,9x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	5,0%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	1,3
Nb d'actions (m)	13,6
Capitalisation (m€)	17
Capi. flottante (m€)	11
ISIN	FRO011716265
Ticker	ALCJ-FR
Secteur DJ	Health Technology

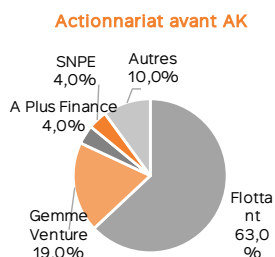
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-4,8%	-58,4%	-71,7%
Variation relative	+5,1%	-50,6%	-64,9%

Source : Factset, estimations Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

Crossject développe un auto-injecteur sans aiguille, ZENEO, dans 7 indications. Nous apprécions le changement de stratégie au profit des indications d'urgence permettant d'accélérer le processus d'approbation sur le marché US ainsi que ses chances de signer des accords de licence rapidement. Le groupe a démontré cliniquement l'utilité de ZENEO par rapport aux stylos injecteurs classiques, les marchés ciblés souffrent d'un manque d'innovation, l'outil de production redémarre dès le printemps 2019 et le newsflow en 2019/20 pourrait déclencher un re-rating significatif du cours.

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
BNA publié	-0,65	-0,86	-0,91	-1,04	-1,44	-0,34	0,10	0,25
BNA corrigé dilué	-0,60	-0,78	-0,78	-0,79	-0,54	-0,32	0,09	0,24
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	13,5x	5,3x
VE/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	7,24x	2,16x	0,94x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	8,9x	2,4x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,0x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	5,0%	23%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	5,0%	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Cours en €	9,6	7,2	7,6	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Capitalisation	69,8	52,5	55,6	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Dette Nette	-9,3	-2,7	3,6	5,6	5,0	11,6	8,6	10,9
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	60,9	50,2	59,3	23,0	22,4	28,9	25,9	28,3

Compte résultat (m€)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
CA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	12,0	30,1
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+200,0%	+150,6%
EBITDA	-4,3	-5,5	-5,8	-6,6	-9,7	-5,7	2,9	11,7
EBITA	-5,1	-7,0	-7,3	-8,6	-12,1	-8,2	0,3	9,4
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+3187,0%
EBIT	-5,1	-7,0	-6,7	-8,9	-12,1	-8,2	0,3	9,4
Résultat financier	-0,2	0,3	-1,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
IS	1,0	1,0	1,1	1,0	1,9	1,9	1,0	-4,3
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-4,3	-5,7	-6,7	-7,8	-10,5	-6,6	1,0	4,9
RN pdg corrigé	-4,3	-5,7	-6,7	-7,8	-10,5	-6,6	1,0	4,9
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+384,2%

Tableau de flux (m€)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA	-4,3	-5,5	-5,8	-6,6	-9,7	-5,7	2,9	11,7
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-3,1
Total capex	-3,2	-1,8	-6,1	-3,0	-3,0	-3,0	-1,5	-2,2
FCF op. net IS avt BFR	-7,5	-7,3	-11,9	-9,6	-12,7	-8,7	1,3	6,4
Variation BFR	0,0	-0,3	-0,3	0,4	0,0	-0,7	0,0	-7,4
FCF op.net IS après BFR	-7,4	-7,7	-12,2	-9,1	-12,7	-9,4	1,3	-1,0
Acquisitions/cessions	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	17,9	0,0	4,9	6,7	11,7	1,1	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	0,9	1,0	1,1	1,1	1,6	1,6	0,8	-1,4
Free cash-flow publié	9,8	-6,6	-6,2	-1,4	0,6	-6,6	2,1	-2,3

Bilan	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Actifs immobilisés	5,5	5,9	9,3	11,4	12,0	12,4	11,3	11,2
dont incorporels/GW	2,3	2,3	2,5	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,0	0,5	0,8	0,4	0,4	1,1	1,1	8,5
Capitaux Propres groupe	14,5	8,8	6,3	6,1	7,3	1,8	3,7	8,6
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dette fl. nette	-9,3	-2,7	3,6	5,6	5,0	11,6	8,6	10,9

Ratios financiers (%)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	24,3%	39,0%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,4%	31,2%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	8,4%	16,2%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,3%	47,8%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	27,2%	56,8%
DN/FP	n.s.	n.s.	58,0%	92,4%	68,9%	64,3%	231,1%	127,0%
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,9x	0,9x

Source : company, Invest Securities Estimates

Prochains événements

14/12/18 : clôture de l'AK

ANALYSE SWOT

FORCES

- 7 produits en pipeline
- Technologie « best-in-class » sur un marché de l'urgence au besoin médical insatisfait
- Partenariat industriel avec Cenexi

FAIBLESSES

- Pression sur les prix possible
- Environnement de marché concurrentiel

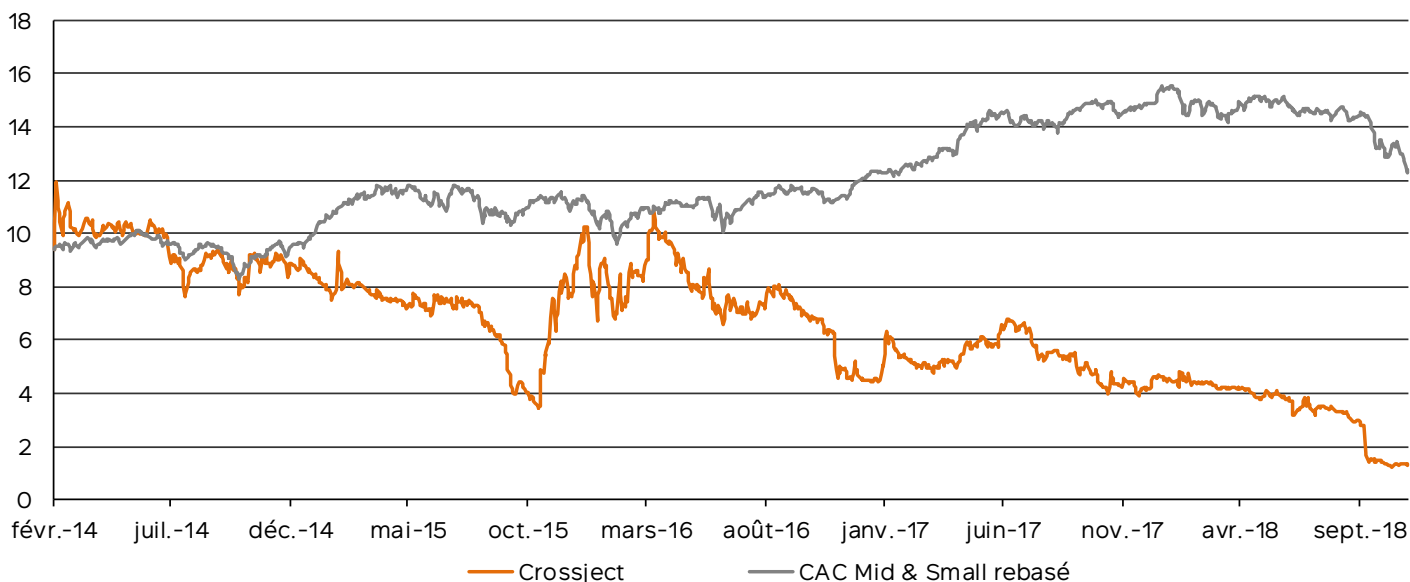
OPPORTUNITES

- Déclinaison importante de médicaments dans le traitement d'urgence
- Accords de licence aux US et en Europe
- Cible potentielle de M&A

MENACES

- Imprévus dans le développement clinique
- Calendrier serré
- Risque de dilution si le groupe n'obtenait pas le financement PIAVE ou ne signait pas d'accords de licence

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	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
Crossject	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui

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.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

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

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Claire Barbaret
Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 93
cbarbaret@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

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

Bruno Duclos
Immobilier

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

Benoit Faure-Jarrosion
Immobilier

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

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière, CFA
Technologie

+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
jlsampe@invest-securities.com

Olga Smolentseva
Biotechs

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

Thibaut Voglimacci
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 DE MARCHÉ

Eric d'Aillières
Senior Advisor

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

François Habrias
Vente Institutionnelle

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

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

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

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

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

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

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

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

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

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

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

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

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

Amaury Dada
Chargé d'Affaires

+33 1 73 73 90 31
adada@invest-securities.com

Claude Bouyer
Senior Advisor

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