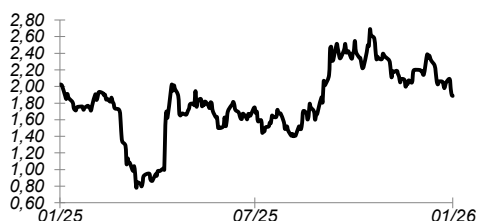




PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CROSSJECT

Medtech
30 janvier 2026



Cours : 1,89€

29 Janvier 2026

Objectif : 4,50€

ACHETER (1)

Marché Euronext GROWTH
ISIN / Mnémonique FR0011716265 / ALCJ
Reuters / Bloomberg ALCJ.PA / ALCJ.FP
Indice Euronext GROWTH

Analyse payée partiellement par l'émetteur

Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **98,6**
Flottant (%) 1,2%
Nbre de Titres (Mio) 52,250
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Gemmes Venture 23,8%
SNPE 1,2%
IDEB 0,2%
Flottant 74,7%

	24	25e	26e
Cash Flow Libre	-11,4	-7,5	-12,2
Inv. financiers	-	-	-
Augmentation capital	0,9	0,5	15,4
Var Trésorerie	6,7	-7,0	1,8
Trésorerie nette	3,7	-3,3	-1,5
Trésorerie nette/action	0,06	-0,04	-0,02

Prod. d'exploitation	0,0	0,0	17,5
ROP	-13,0	-10,3	-11,1
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-12,8	-9,7	-11,7
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

L'aiguille ne sera plus qu'un mauvais souvenir

Crossject développe ZENEO®, une plateforme d'administration sans aiguille dédiée aux urgences médicales, où la rapidité, la simplicité d'usage et la fiabilité sont déterminantes. En s'appuyant sur des principes actifs génériques, la création de valeur se concentre sur le dispositif, cœur économique du modèle, tout en réduisant le risque clinique. Le soutien de la BARDA aux États-Unis et des partenariats déjà signés pour deux indications civiles renforcent la crédibilité du dossier à l'approche des premières échéances réglementaires.

Un dispositif intuitif et rassurant

Zeneo® répond à un besoin critique en situation d'urgence médicale : administrer de façon efficace, fiable et rapide un traitement, dans un contexte où le stress et la perte de lucidité peuvent conduire à des erreurs de manipulation. L'absence totale d'aiguille, combinée à une ergonomie simple et standardisée, permet une prise en main immédiate par des patients, des proches ou des intervenants paramédicaux, sans formation. Le dispositif est particulièrement adapté aux populations vulnérables, notamment les enfants et les personnes âgées. En réduisant la peur de l'injection et le temps d'administration, Zeneo® renforce à la fois la sécurité d'utilisation, l'adhésion au traitement et l'efficacité thérapeutique en situation critique.

La BARDA comme tremplin vers les versions « grand public »

Le succès de Crossject dans l'appel d'offres de la BARDA en 2022 pour la constitution d'un stock stratégique de midazolam, administré en cas d'attaque chimique, représente une validation majeure à plusieurs niveaux : technologique, clinique, industriel et réglementaire. Ce programme de sécurité civile, adossé à des commandes fermes significatives (60M\$) et à un soutien financier étendu (jusqu'à 166M\$), permet à la société de terminer les phases de développement du ZENEO® Midazolam et de faciliter ses échanges avec la FDA. Il joue un rôle clé de catalyseur pour les applications civiles. L'obtention d'une autorisation d'usage d'urgence (EUA) ouvre en effet la voie aux procédures FDA classiques (NDA), dans l'épilepsie, puis pour le traitement des chocs anaphylactiques et des crises surrénales.

Un potentiel de 200 traitements

Crossject s'appuie sur des principes actifs génériques déjà largement utilisés et autorisés, ce qui accélère les plans de développement et augmente considérablement leur probabilité de succès. Une fois les briques technologiques et réglementaires clés établies — formulation, stabilité, procédé de remplissage, validation ergonomique... — l'ajout de nouvelles indications repose principalement sur des études de bioéquivalence et de facteurs humains, plus rapides et moins coûteuses que des essais chez des patients pour une démonstration d'efficacité. Dans cette logique de plateforme, Crossject estime que son dispositif pourrait être décliné à terme sur près de 200 traitements, couvrant un large spectre de situations d'urgence et de pathologies chroniques, bien au-delà des trois indications actuellement en développement.

Notre valorisation par SOTP rNPV (WACC 15%) fait ressortir une equity value de 355M€ (9% Barda, 44% épilepsie, 47% chocs anaphylactiques, et 1% crise surrénales aiguës). Nous initions la couverture du titre avec une recommandation Acheter (1) et un objectif de 4,5€. Le news flow sera soutenu dans les prochains mois avec le dépôt réglementaire attendu dès cette année pour les situations d'urgence, les premières livraisons de la commande ferme de la BARDA, et des partenaires prêts à soutenir Crossject dès l'AMM grand public. Aux portes de la commercialisation, nous estimons que Crossject devrait percevoir ses premiers revenus dès cette année.

Clément Bassat, Analyste Financier
+33 (0)1 87 74 17 94
clement.bassat@bnpparibas.com

Table des matières

SWOT	3
1. Sécuriser les administrations d'urgence.....	4
1.1. Des soldats aux civils.....	4
1.2. La valeur se trouve concentrée dans l'injecteur.....	4
1.3. Besoin continu d'amélioration des dispositifs.....	5
1.4. Un mécanisme innovant pour un usage instantané	5
1.5. Un premier soutien institutionnel avec la BARDA (USA).....	6
1.6. Partenaires commerciaux des versions personnelles	6
2. Une trajectoire clinique et financière dégagée.....	8
2.1. Décalage du calendrier induit par les autorités US	8
2.2. L'ensemble des ressources mobilisées sur le Midazolam	8
2.3. Un financement hybride.....	8
2.4. Quel horizon de trésorerie ?	9
3. Un dispositif unique : ZENEO®.....	10
3.1. Les 5 travaux de ZENEO®.....	10
3.2. Assemblage du dispositif en interne.....	10
4. 620M€ pour 3 indications (hors BARDA).....	11
4.1. ZENEO® Midazolam (Epilepsie) – ZEPIZURE®	11
4.2. ZENEO® Epinéphrine (Choc anaphylactique).....	15
4.3. ZENEO® Hydrocortisone (Crise surrénale aiguë)	18
5. Valorisation à 4,50€ par action	21
5.1. Hypothèses	21
5.2. Synthèse.....	27
6. Annexes.....	28
6.1. Historique.....	28
6.2. Equipe dirigeante	28

SWOT

Forces	Faiblesses
▪ Technologie proche d'être validée sur 1 traitement avec 2 déclinaisons en cours d'évaluation. ▪ Technologie First in Class révolutionnaire. ▪ Soutien de BARDA aux USA. ▪ Répond au besoin de patients aux maladies chroniques dont les crises aiguës sont potentiellement mortelles et devant s'équiper à vie.	▪ Concurrence en drug delivery avec l'arrivée des sprays nasaux. ▪ Pression sur les prix par suite de différents scandales aux USA. ▪ Partenaires de distribution de taille Mid Pharma à ce stade.
Opportunités	Risques
▪ Près de 200 traitements éligibles à ce type d'administration. ▪ Opération capitalistique possible dans le marché du drug delivery.	▪ Echec du programme ZENEO®. ▪ Risque politique sur l'ensemble des administrations US dont la BARDA. ▪ Protectionnisme US accru en pharma.

Source : Portzamparc

1. Sécuriser les administrations d'urgence

1.1. Des soldats aux civils

Usages variés d'auto-injecteurs



Source: Portzamparc

Crossject évolue dans le marché de l'urgence médicale, évalué par la société à 10Md\$. Une situation d'urgence se définit par 1/ un risque vital immédiat, 2/ un risque de séquelles graves, 3/ une situation de stress aigu ou de crise. De nombreuses populations sont susceptibles de nécessiter l'administration de traitements d'urgence.

En premier lieu, les personnels militaires exposés à des agents neurotoxiques dans le cadre d'attaques chimiques. Le gaz sarin, notamment utilisé en Syrie en 2013, constitue l'un des principaux agents responsables de crises convulsives sévères, avec une survenue en quelques secondes à quelques minutes après inhalation. Le modèle économique des applications militaires et de protection civile, repose, en période de paix, principalement sur la constitution de stocks stratégiques, régulièrement renouvelés en fonction des dates de péremption, plutôt que sur une consommation récurrente issue de stocks tactiques.

Partageant certaines indications avec le domaine militaire et de sécurité civile, notamment le traitement des crises d'épilepsie, les applications grand public sont nettement plus diversifiées. Elles couvrent aussi bien des situations d'urgence aiguë (chocs anaphylactiques, insuffisance surrénalienne aiguë) que des traitements chroniques (administration d'insuline dans le diabète). Les dispositifs destinés aux situations d'urgence sont majoritairement stockés par les patients ou les professionnels de santé, pour une utilisation ponctuelle, tandis que les traitements chroniques sont administrés de manière régulière.

Dans ce contexte, le remplacement des aiguilles par des mécanismes d'administration simples et d'emploi sûr, répond à un besoin croissant d'automédication chez l'adulte, tout en facilitant la prise en charge pédiatrique, les jeunes enfants étant particulièrement sensibles à la douleur et à l'appréhension liées aux injections.

1.2. La valeur se trouve concentrée dans l'injecteur

Stylo auto-injecteur EPIPEN®



Source : Mylan

Historiquement, l'administration parentérale (sous-cutanées, intramusculaires ou intraveineuses) des médicaments reposait sur l'utilisation de seringues graduées en verre, peu adaptées à l'auto-administration. Les seringues à usage unique préremplies, puis les stylos auto-injecteurs, ont ensuite été développés afin de renforcer l'autonomie des patients.

Ces innovations ont permis de réduire les hospitalisations et les dépenses de santé, notamment chez les populations âgées, tout en favorisant l'autogestion des traitements. Néanmoins, l'Organisation Mondiale de la Santé (OMS) estime que près de 50% des patients atteints de maladies chroniques ne suivent pas correctement leur traitement¹, que ce soit en termes de posologie, de fréquence ou de durée. Dans ce contexte, l'amélioration des dispositifs d'auto-administration apparaît comme un levier majeur d'optimisation thérapeutique, le principe actif du médicament étant généralement déjà validé.

En France, où les traitements sont relativement accessibles, une solution injectable d'adrénaline de 1 mL est commercialisée autour de 27€, contre environ 46€ pour 0,3 mL sous forme de stylo auto-injecteur, soit un coût de l'ordre de 155 €/mL, représentant un différentiel de prix d'un facteur proche de 6. Cet écart peut atteindre un facteur 50 aux États-Unis. Les médicaments conditionnés en stylos auto-injecteurs sont ainsi majoritairement considérés comme des « supergénériques », la valeur se concentrant principalement dans le dispositif d'administration.

Le cas emblématique de l'EpiPen a mis en lumière cet excès de valorisation. Développé dans les années 1970, l'auto-injecteur EpiPen détenait environ 75% de parts de marché en 2001 et 90% en 2007, lorsque Mylan a acquis les droits de commercialisation auprès de Merck. Entre 2007 et 2016, le prix d'un pack de deux injecteurs est passé de 113,27\$ à 730,33\$, soit

¹ Adherence to Long-Term Therapies: Evidence for Action, 2003.

une augmentation de 545% en neuf ans (environ 19% par an), conduisant à une enquête du procureur de l'État de New York, conclue par un règlement transactionnel de 465M\$. Par ailleurs, un groupe d'experts a estimé le coût de fabrication d'un pack de deux EpiPen à environ 10\$. Aujourd'hui, le prix négocié avec les assurances santé américaines se situe entre 300 et 400\$, tandis qu'il est plafonné à 60\$ dans l'Illinois. En France, le prix de remboursement s'élève à 91,32€ pour un pack de deux stylos. Quel que soit le prix final pratiqué, la marge semble très élevée, ce qui reflète la valeur attachée à la praticité.

1.3. Besoin continu d'amélioration des dispositifs

Bien que les dispositifs actuels d'auto-injection aient permis de réduire les erreurs de manipulation, plusieurs limites persistent. D'une part, chaque stylo auto-injecteur repose sur un protocole spécifique, notamment en ce qui concerne la profondeur d'injection requise et le temps pour une injection complète. D'autre part, ces dispositifs intègrent toujours une aiguille ; bien que généralement masquée, une mauvaise manipulation peut endommager l'aiguille, blesser le patient ou le soignant, entraîner une mauvaise dose administrée, des personnes après utilisation. La libération du médicament s'effectue sur une durée de l'ordre de dix secondes, période durant laquelle le patient peut ressentir une douleur significative et doit maintenir une attention élevée, ce qui est particulièrement contraignant en situation d'urgence ou dans un contexte pédiatrique.

Enfin, de nombreux traitements sont actuellement administrés par voie orale afin de permettre une prise à domicile. Cette voie d'administration s'accompagne toutefois d'une biodisponibilité réduite et d'effets indésirables gastro-intestinaux, en comparaison avec les voies parentérales. Le redéploiement de certaines posologies orales vers des administrations parentérales via le dispositif de Crossject pourrait améliorer significativement l'efficacité thérapeutique tout en réduisant les effets indésirables liés à la dose.

1.4. Un mécanisme innovant pour un usage instantané

Le dispositif Zeneo® repose sur une administration sans aiguille. L'injection de la solution médicamenteuse est réalisée sous haute pression en un temps plus court que l'arc réflex humain (50 millisecondes). En adaptant l'intensité de la pression, il est possible de viser une injection intradermique, sous cutanée ou intramusculaire.

Ce mode d'administration apporte de meilleures conditions de sécurité (dose préremplie, aucune contamination ni blessure par aiguille), une garantie d'efficacité (amélioration de l'observance du traitement grâce à l'injection instantanée de l'ensemble de la dose), et un meilleur confort (absence d'aiguille dont la phobie concernerait 7-22% de la population²).

Dispositif à usage unique, Zeneo® a vocation à être utilisé par des patients qui s'auto-administrent des médicaments soit régulièrement dans le cadre de traitement de maladies chroniques soit dans le cas de traitement d'urgence.



Source : Crossject

² Agras et al., 1969 ; APA ; Bienvenu & Eaton, 1998 ; Costello, 1982

1.5. Un premier soutien institutionnel avec la BARDA (USA)

Publié en 2020, un appel d'offres de la BARDA³ portant sur le remplacement des auto-injecteurs de diazépam par du midazolam dans le cadre du programme Chempacks a été remporté par Crossject en 2022.

Le midazolam est indiqué dans l'arrêt des crises convulsives et constitue également un traitement d'urgence en cas d'exposition à des agents neurotoxiques. Une commande ferme de 60M\$ a été passée par la BARDA, conditionnée à l'obtention de l'autorisation de mise sur le marché en situation d'urgence (EUA) par la FDA, portant sur 306.000 auto-injecteurs adultes et 54.000 pédiatriques, soit un prix unitaire d'environ 169\$. Un soutien financier, tant clinique que réglementaire, est également apporté à la société jusqu'à l'obtention de l'AMM pour la dose adulte de 10 mg et pour une nouvelle formulation pédiatrique. La BARDA dispose en outre d'une option d'achat supplémentaire, portant le montant total potentiel du contrat à 155M\$ pour la constitution de stocks stratégiques. Toutefois, la société indique se concentrer dans un premier temps uniquement sur les versions adultes.

Sur le plan réglementaire, l'AMM pour un usage d'urgence repose sur une Emergency Use Authorization (EUA), tandis que les usages du marché tous publics relèvent d'une procédure de New Drug Application (NDA), ouvrant à terme le marché de l'épilepsie à Crossject.

Sur le plan financier, la société a facturé 1,9M€ à la BARDA en 2022, 6,2M€ en 2023, 8,1M€ en 2024, et 6,5M€ au S1-2025, soit près de 21M€ cumulés depuis le lancement du programme, indépendamment de la commande de 60M\$ conditionnée à l'EUA. Une extension du financement de R&D de 11,3M\$ a été accordée fin 2025, portant le soutien total à 166,3M\$. A ce jour, le dossier EUA est en cours de dépôt et les lots d'enregistrement sont prêts à être soumis à la FDA.

1.6. Partenaires commerciaux des versions personnelles

1.6.1 Midazolam (crises d'épilepsie)

Un premier accord de licence et de distribution exclusive a été conclu en 2019 avec Desitin Arzneimittel pour la commercialisation du midazolam en Allemagne. Desitin a réalisé un chiffre d'affaires de 133M€ en 2023 et emploie environ 200 collaborateurs. L'accord prévoit des paiements d'étapes (milestones) cumulés pouvant atteindre 2,5M€ jusqu'à la mise sur le marché, ainsi qu'un partage des revenus nets, après déduction des coûts de production.

En 2023, cet accord a été étendu via un partenaire non divulgué, couvrant cinq pays européens supplémentaires, puis à 11 pays en 2024. Un troisième partenariat a par ailleurs été signé avec AFT Pharmaceuticals pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande. AFT Pharmaceuticals a généré un chiffre d'affaires de 208M\$ en 2025 et emploie 73 personnes ; cet accord inclut un paiement de pré-commercialisation de 0,5M\$.

Enfin, un accord a été conclu avec Syneos Health pour la distribution du midazolam aux États-Unis. Syneos Health a réalisé 5,4Md\$ de chiffre d'affaires en 2022 et emploie environ 28 000 collaborateurs. Syneos Health agira en tant que prestataire et non distributeur. Ainsi, Crossject assurera les frais marketing et commerciaux outre-Atlantique à hauteur de 30M\$ (20M\$ en 2026-2027 pour la première indication, et 10M\$ en 2027-2028 pour la seconde).

1.6.2 Adrénaline (chocs anaphylactique)

Crossject a racheté en 2020 les droits relatifs au programme adrénaline auprès d'un partenaire non communiqué. À ce jour, aucune date précise de dépôt du dossier d'autorisation de mise sur le marché n'a été communiquée, mais la société confirme que les travaux sur l'adrénaline se poursuivent et s'accéléreront après l'AMM du ZENEO® Midazolam.

³ Biomedical Advanced Research and Development Authority, bureau du département de la santé et des services sociaux des États-Unis (HHS).

1.6.3 Hydrocortisone (insuffisance surrénale aiguë)

Un premier accord a été signé en 2021 pour une durée de dix ans avec Eton Pharmaceuticals, portant sur la distribution de l'hydrocortisone aux États-Unis et au Canada, consécutivement à l'ouverture d'un bureau américain par Crossject en 2020.

Dans ce cadre, Crossject a perçu 1M\$ de milestones cliniques, versés par Eton Pharmaceuticals en deux tranches de 0,5M\$ en 2021 et 2022. Des paiements additionnels pouvant atteindre 4M\$ sont attendus jusqu'à l'obtention de l'AMM, comprenant 0,5M\$ liés au respect des délais, 1,5M\$ à l'AMM et 2M\$ lors de la production du premier lot commercial. Des royalties de 10% seront versées selon nous après commercialisation, le partenaire prenant en charge l'ensemble des activités réglementaires et commerciales.

2. Une trajectoire clinique et financière dégagée

2.1. Décalage du calendrier induit par les autorités US

Annoncée à la mi-2022, la commande ferme de 60M\$ de la BARDA devait initialement conduire à une autorisation de mise sur le marché pour un usage d'urgence entre 2023 et 2024. Toutefois, un changement de façonnier, décidé par la société pour donner suite à des manquements perçus avec le partenaire initial, a nécessité la reprise d'opérations, tant sur les procédés de fabrication que sur les données de stabilité pour se conformer aux requis réglementaires

À ce jour, Crossject et son nouveau façonnier, Eurofins, ont transmis la majorité des éléments du dossier à la BARDA, en charge de la soumission du dossier auprès de la FDA. L'obtention d'un retour réglementaire favorable est désormais attendue courant 2026.

2.2. L'ensemble des ressources mobilisées sur le Midazolam

L'ensemble des charges d'exploitation est actuellement concentré sur le programme midazolam dans l'indication des crises d'épilepsie, représentant environ 20M€ par an hors D&A. Nous estimons que ce programme restera central pour Crossject sur l'exercice 2026-2027, avec le dépôt de deux dossiers FDA dans les déclinaisons civiles suivantes : 1/ état de mal épileptique et 2/ crises prolongées.

Au-delà de cette période, la société devrait, selon nos estimations, recentrer ses efforts en 2027 et 2028 sur les indications du choc anaphylactique (adrénaline) et l'insuffisance surrénalienne aiguë (hydrocortisone), pour lequel une AMM est attendue à horizon 2029.

2.3. Un financement hybride

2.3.1 Par partenariat

Plusieurs accords de partenariat génèrent des paiements d'étapes réguliers pour Crossject. Le principal soutien demeure celui de la BARDA, représentant une contribution annuelle d'environ 13M€ de chiffre d'affaires. Avec des charges opérationnelles en trésorerie d'environ 20M€ par an, la société parvient ainsi à financer c.70% de ses dépenses annuelles, constituées quasi exclusivement de frais de recherche et développement.

2.3.2 Par emprunt bancaire

Crossject recourt également au financement bancaire. Au 30 juin 2025, la société disposait de 11,1M€ de dettes bancaires, dont 3,3M€ à rembourser à moins d'un an. Cette dette se compose de PGE pour 1,7M€, de prêts BPI pour 5,3M€, et de prêts bancaires classiques pour 4,1M€.

2.3.3 Par royalties financing

En 2019, Crossject a conclu un accord de royalties financing avec IdVectoR, lui apportant 2,6M€. Le remboursement s'effectuera via un pourcentage du chiffre d'affaires futur, dégressif dans le temps et variable selon la nature des produits ou services commercialisés. Le montant total remboursé pourra s'échelonner entre 1x et 4x le capital initialement avancé, le multiple maximal étant applicable en cas de succès commercial. Le calcul exact n'ayant pas été communiqué, nous retiendrons dans notre valorisation le montant maximal à rembourser.

2.3.4 Par obligations convertibles

La société a réalisé une première émission d'obligations convertibles auprès de Heights Capital Management le 28 février 2024, pour un montant de 7M€, portant un taux d'intérêt de 7%. L'emprunt est remboursable en numéraire ou en actions, avec un prix de conversion basé sur le plus bas vwap des 5 dernières séances précédant l'émission, et un cours plancher fixé à 1,00€ par action, correspondant à un potentiel de 7.816.666 actions. En cas de cours

inférieur à 1,00€, la société sera contrainte de rembourser le delta en cash. Le contrat prévoit une seconde tranche de 5M€, mobilisable à la demande de la société sous réserve de l'obtention du feu vert de la FDA pour la livraison des premières doses de ZENEO® Midazolam à la BARDA.

Une seconde émission, réalisée auprès du même partenaire le 6 février 2025, a porté sur un montant de 2,5M€, aux mêmes conditions financières et au même prix plancher de 1,00€, correspondant à un total potentiel de 8.807.445 actions pour les deux tranches réunies.

Au 30 juin 2025, le principal restant dû s'élevait à 6,6M€. Les 14 échéances restantes s'élèvent à 459 k€ chacune, remboursables tous les deux mois, avec un solde final de 153 k€ à échéance le 28 février 2027. En retenant le prix plancher de 1,00€ et un taux d'intérêt annuel de 7%, nous estimons une émission maximale d'environ 7 millions d'actions nouvelles.

Un second partenaire, Vatel Capital, a octroyé en novembre 2025 un financement complémentaire de 5M€, structuré en trois tranches, pour une maturité comprise entre trois et cinq ans, à un taux d'intérêt compris entre 7,5% et 9,5%. Ce financement est assorti d'un prix de conversion fixé à 2,65€ par action, impliquant un maximum théorique de 1 886 790 actions nouvelles.

2.3.5 Par augmentation de capital

Depuis son IPO en 2014 (17M€ levés), Crossject a procédé à six augmentations de capital, auxquelles son actionnaire historique Gemmes Ventures a toujours souscrit pour conserver son poids dans l'actionnariat post AK. A ce jour, la société a levé 34M€ de capital dont 5,7M€ en juin 2025, portant la participation de Gemmes à 24,70% du capital non dilué. Ci-dessous le tableau récapitulatif des opérations sur capital depuis l'IPO de 2014.

Date	Type	Montant M€	Décote	Poids Gemmes	
				avant AK	après AK
févr.-14	IPO	17,00		34,7%	20,7%
mars-17	AK avec DPS	4,98	10%	19,3%	19,3%
déc.-18	AK avec DPS	4,00	33%	19,3%	30,6%
oct.-22	AK avec DPS	4,09	1,5%	23,9%	23,9%
juin-24	AK avec DPS	8,00	10%	24,5%	24,5%
déc.-24	AK réservée	7,20	20%	26,0%	26,8%
juin-25	AK avec DPS	5,70	21%	24,7%	22,0%

Source : Portzamparc

2.4. Quel horizon de trésorerie ?

Avec une position cash de 6,3M€ au 30/06/2025, des revenus semestriels moyens de 5M€ associés à des charges opérationnelles cash de 10M€, nous estimons que la société consomme environ 5M€ de trésorerie par semestre. Cela devrait donc amener vers un solde de trésorerie d'environ 1,3M€ à fin 2025. Considérant la dernière émission de 5M€ d'obligations convertibles auprès de Vatel en novembre 2025, nous estimons une position de trésorerie de c.6,0M€, soit un horizon >6 mois, renvoyant au T3-2026.

Reposant sur l'EUA obtenue courant 2026, la société anticipe l'AMM des versions grand public dès 2027 dans les crises d'épilepsie de type *Status Epilepticus*. Rappelons que le partenaire américain Syneos Health agira en tant que prestataire et non distributeur. Nous intégrons ainsi une AK de \$20M (17M€) cette année, au cours de 2€ avec un discount de 10%, visant à financer le lancement commercial outre-Atlantique. Une seconde AK de \$10M devrait selon nous se dérouler en 2027, conformément à l'enveloppe de \$30M que la société souhaite mobiliser dans cette indication. Rappelons néanmoins, qu'en cas d'EUA, le cours de Crossject devrait significativement s'apprécier, réduisant par conséquent l'effet dilutif de ces AK.

3. Un dispositif unique : ZENEO®

3.1. Les 5 travaux de ZENEO®

ZENEO® doit satisfaire à plusieurs critères de développement en lien avec la régulation sur les produits injectables (stériles) et en comparaison avec les produits de comparaison déjà sur le marché. Les trois premières étapes concernent la formulation, les conditions de remplissage, et la stabilité du produit fini :

- 1) Formulation. Les principes actifs intégrés à ZENEO® sont tous des médicaments génériques déjà validés. Cette étape représente soit une utilisation de la formulation déjà présente sur le marché (midazolam), soit l'innovation d'une formulation permettant d'être compatible avec le ZENEO® et apporter un avantage concurrentiel par rapport aux produits sur le marché (adrénaline, hydrocortisone)
- 2) Stabilité. ZENEO® midazolam est un médicament combiné, disposant de son propre contenant. La société doit démontrer l'absence d'altération des propriétés physico-chimiques de la solution médicamenteuse et des propriétés d'injection du ZENEO®. Le principe actif étant contenu dans un tube en verre de qualité pharmaceutique, cette étape est considérée comme peu risquée.
- 3) Media Fill Test. Garantie de l'environnement stérile du procédé de remplissage des tubes par le médicament. Ce test est standard pour tous les produits injectables et ne présente pas de risque spécifique au procédé du ZENEO®

Les deux étapes suivantes portent sur la démonstration de la similarité clinique du traitement après injection avec le ZENEO® et de ses avantages d'utilisation :

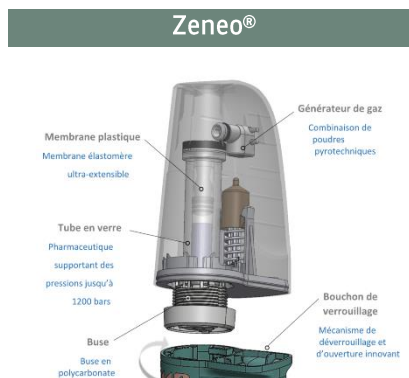
- 4) Etude clinique. Démonstration de la similarité du profil de concentration du principe actif dans la circulation sanguine, quand injection entre les dispositifs existants (aiguilles, seringues, auto-injecteurs...) et ZENEO®, réalisée sur un faible nombre de personnes.
- 5) Etude des facteurs humains. Démonstration de l'ergonomie et de la facilité d'utilisation du dispositif, par des utilisateurs très variés et pas ou peu formés. C'est un critère important sur lequel ZENEO® apporte son principal élément de différenciation technologique.

A ce jour, le dispositif ZENEO® a fait l'objet de plus de 10 000 tests et a été évalué dans le cadre de plusieurs études cliniques. Un premier essai démontre la facilité d'utilisation du dispositif, primordial en situation d'urgence (NCT03808246). Un second essai valide par IRM l'atteinte des muscles par la solution médicamenteuse (NCT03044301), tandis qu'un troisième essai confirme que la biodisponibilité du midazolam est équivalente lors d'une administration par ZENEO® sur peau nue ou à travers vêtements comparé à une administration par seringue (NCT05026567). La société soumettra ses dossiers d'enregistrement auprès de la FDA sous la forme NDA 505(b)(2), à mi-chemin entre la voie NDA « autonomes » et la voie générique.

3.2. Assemblage du dispositif en interne

La fabrication des différents composants du dispositif est sous-traitée auprès de fournisseurs spécialisés (notamment Schott et Inipro). Crossject assure ensuite en interne l'assemblage du dispositif, incluant le générateur de gaz et la stérilisation du tube en verre, avant l'envoi du kit à Eurofins, chargé du remplissage avec le principe actif.

La société dispose de deux sites industriels en France, à Dijon et à Gray, chacun dédié à un sous-ensemble du dispositif ZENEO®. À la suite de la rénovation du site de Gray, la capacité de production annuelle pourrait atteindre 6 millions d'unités (actuellement 600.000), un niveau largement suffisant au regard de nos projections d'environ 2,5M unités pour trois indications. Par ailleurs, Crossject a ouvert un bureau aux États-Unis en 2020 en anticipation de la commercialisation de Zepizure®, la déclinaison du dispositif dans l'indication de l'épilepsie.



Source : Crossject

4. 620M€ pour 3 indications (hors BARDA)

4.1. ZENEO® Midazolam (Epilepsie) – ZEPIZURE®

Maladie neurologique chronique, l'épilepsie (du grec *epilambanein*, « être saisi par surprise ») est un trouble cérébral caractérisé par une activité neuronale anormalement excessive et synchronisée. Cette hyperexcitabilité des neurones corticaux, associée à une perte de leur synchronisation physiologique, conduit à la survenue de décharges électriques soudaines et répétées, à l'origine des crises épileptiques.

On distingue classiquement les crises généralisées, impliquant l'ensemble des réseaux neuronaux cérébraux et concernant environ un tiers des patients, et les crises focales, limitées à une région spécifique du cerveau, représentant environ deux tiers des cas.

4.1.1 Origine, mécanisme, et symptômes

Les causes de l'épilepsie sont multiples. Elles peuvent être d'origine structurelle, consécutives à une lésion cérébrale telle qu'un accident vasculaire cérébral, un traumatisme crânien ou une tumeur. Certaines formes relèvent de mécanismes auto-immuns, impliquant soit une production aberrante d'anticorps dirigés contre des protéines cérébrales, soit une infiltration du système nerveux central par des lymphocytes attaquant les neurones. Des facteurs génétiques ont également été identifiés, avec ou sans mutation génique clairement caractérisée. Enfin, des épilepsies dites situationnelles peuvent survenir dans des contextes métaboliques (hypoglycémie, hypocalcémie) ou toxiques, notamment lors de la consommation de cocaïne ou dans le cadre d'un alcoolisme chronique.

En conditions normales, un neurone génère jusqu'à 80 potentiels d'action par seconde ; cette fréquence peut atteindre 500 impulsions par seconde lors d'une crise épileptique. Le neurone reçoit, traite et transmet l'information électrique au neurone suivant via la synapse, en libérant des neurotransmetteurs. Après la transmission du signal, il entre normalement dans une phase de repolarisation au cours de laquelle il est transitoirement inexcitable. Lors d'une crise épileptique, une stimulation unique peut déclencher une succession de potentiels d'action sans phase de repos, traduisant la perte de contrôle de l'excitabilité neuronale.

Dans les crises focales, on observe des manifestations motrices telles que des contractions musculaires involontaires des membres supérieurs ou inférieurs, incluant les myoclonies (brèves et intenses, pouvant entraîner des chutes), les clonies (rythmiques et répétées) ou les contractions toniques soutenues. Des manifestations sensorielles peuvent également survenir, sous forme d'hallucinations auditives, visuelles, gustatives ou olfactives. Des troubles du langage, des paresthésies, une hypersalivation et des troubles mnésiques sont fréquemment associés, avec parfois une altération du contact avec l'environnement. Les crises généralisées s'accompagnent plus volontiers de manifestations motrices bilatérales, les plus spectaculaires étant les crises tonico-cloniques, généralement suivies d'une perte de connaissance.

L'épilepsie-absence, représentant environ 10 à 15% des épilepsies de l'enfant, se manifeste par des crises brèves mais répétées, pouvant survenir jusqu'à 200 fois par jour, entraînant une interruption transitoire de la conscience. La mort subite et inattendue dans l'épilepsie, survenant au cours d'une crise convulsive selon des mécanismes encore imparfaitement élucidés, demeure rare, avec une incidence estimée à environ 1 patient pour 1 000.

Le mal épileptique, ou *status epilepticus* (SE), se définit par des crises prolongées ou répétées sans récupération de la conscience. Alors qu'une crise isolée cesse habituellement spontanément en 1 à 2 minutes, toute crise dépassant 5 minutes est considérée comme un *status epilepticus* et constitue une urgence vitale.

Dans sa version grand public, Zepizure® de Crossject ciblera dans un premier temps les formes les plus sévères, à savoir le *status epilepticus*, puis, dans un second temps, les crises prolongées.

4.1.2 Traitements de fond et traitements d'urgence

La prise en charge de fond de l'épilepsie dépend du type de crises (focales ou généralisées) et de leur cause (structurelle, génétique, idiopathique). Elle repose principalement sur des traitements antiépileptiques visant à stabiliser l'activité neuronale, soit par la modulation de la libération des vésicules synaptiques, soit par l'inhibition des récepteurs excitateurs, soit par l'activation des récepteurs inhibiteurs. Toutefois, environ 30% des patients présentent une épilepsie pharmaco-résistante. Dans ces situations, et uniquement lorsque l'épilepsie est d'origine focale, une prise en charge chirurgicale peut être envisagée. La résection neurochirurgicale de la zone épileptogène permet d'obtenir une guérison complète chez 50 à 80% des patients sélectionnés.

En situation de crise aiguë, deux traitements d'urgence sous forme de spray nasal sont actuellement commercialisés : Nayzilam® (UCB), à base de midazolam, et Valtoco® (Neurelis), à base de diazépam. Ces deux benzodiazépines exercent des effets sédatifs et anxiolytiques en induisant une diminution rapide de la vigilance. Ces formulations ont été développées comme alternatives à l'administration rectale de diazépam par l'entourage, elle-même alternative aux injections intraveineuses ou intramusculaires, réservées aux professionnels de santé.

Le Zepizure® est également formulé à partir de midazolam et permet une diminution rapide du niveau de conscience du patient, pouvant conduire à un état de sommeil dans les 30 minutes suivant l'administration intramusculaire.

4.1.3 Un marché restreint, mais avec peu d'acteurs

Bien que le marché pharmaceutique global de l'épilepsie ait été estimé à environ 7Md\$ en 2019, il est majoritairement constitué de traitements de fond administrés par voie orale et à posologie quotidienne, visant à prévenir la survenue des crises (valproate, lamotrigine, etc.).

Zepizure® ne se positionne donc pas en concurrence avec ces traitements chroniques, ni avec les traitements parentéraux administrés en milieu hospitalier. Zepizure® répond spécifiquement à des situations d'urgence, dans lesquelles l'administration est réalisée soit par un proche du patient (famille, collègues), soit par les premiers intervenants après un appel d'urgence (services de secours, forces de l'ordre).

Comme indiqué précédemment, les deux dispositifs d'urgence sont le Nayzilam d'UCB, lancé en 2019, et le Valtoco de Neurelis, lancé en 2023, avec respectivement 157M\$ et 20M\$ de revenus estimés en 2025 selon Evaluate Pharma. Les ventes cumulées des deux produits sont attendues à 271M\$ en 2032, soit un CAGR 24-32 de 8,4%.

4.1.4 Une meilleure biodisponibilité pour Crossject vs concurrence

La voie d'administration optimale pour le traitement d'urgence demeure la voie intramusculaire. En plus de la difficulté d'administrer un produit par voie nasale à un patient en crise (agitation, sécrétions nasales), la voie nasale présente une biodisponibilité inférieure à celle de la voie intramusculaire (44% vs 95%⁴). De plus, la durée d'exposition systémique est plus courte, ce qui augmente le risque, déjà, élevé, de récurrence de la crise.

En pratique, un seul dispositif Zepizure® pourrait suffire là où deux administrations par spray nasal sont nécessaires. Sur cette base, nous estimons un prix de vente de 455\$ (après remise) pour un Zepizure® unitaire, à comparer aux packs de deux sprays Nayzilam® ou Valtoco®, commercialisés entre \$500 et \$600 (ou \$300 et \$350 après remise).

4.1.5 Incidence, prévalence et population adressable

Selon les Centers for Disease Control and Prevention (CDC), environ 2,9 millions d'adultes aux États-Unis sont atteints d'épilepsie, soit une prévalence de 1,08 %, et environ 456.000 enfants, soit 0,65 %⁵. Environ 30% des patients sont pharmaco-résistants⁶, et parmi eux, près de 40% présenteront des crises prolongées ou répétées (prolonged seizures), dont environ

⁴ Notice du Naysilam

⁵ <https://www.cdc.gov/epilepsy/data-research/facts-stats/index.html>

⁶ Lagger I et AL. Risk factors for drug-resistant epilepsy in adult patients.

33% évolueront vers un *status epilepticus*⁷. En moyenne, chaque patient subit entre trois et cinq crises par an.⁸

En 2018, peu avant le lancement de Nayzilam®, UCB estimait la population adressable à environ 150.000 patients avec *Status Epilepticus* aux États-Unis⁹, un chiffre proche de notre estimation prudente de 133.000 patients (115k adultes et 18k enfants), tous disposant d'une prescription médicale.

Indication en impasse thérapeutique, nous estimons que Crossject pourrait atteindre 40% de part de marché dans *status epilepticus*, et 25% dans les crises prolongées. En effet, l'introduction des sprays pour ces dernières accentue la concurrence de cet écosystème en évolution, qui devrait parallèlement se traduire par une érosion significative du poids des stylos auto-injecteur. Rappelons que la véritable force de ZENEO® est sa simplicité d'administration, sans pertes, notamment sur patient agité, contrairement au spray nasal dont une partie du traitement risque d'être perdue au cours d'une convulsion.

Population adressable du Zeneo® dans les crises d'épilepsie

Status Epilepticus (Midazolam) / Adulte			2026	Status Epilepticus (Midazolam) / Enfants			2026
Population Adulte USA			268 862 800	Population Enfants USA			70 650 200
Prevalence Epilepsie active			1,1%	Prevalence Epilepsie active			0,7%
Patients pharmaco-résistants			30,0%	Patients pharmaco-résistants			30,0%
Crises longues, ou répétées			40,0%	Crises longues, ou répétées			40,0%
Status Epilepticus			33,0%	Status Epilepticus			33,0%
Part de marché			40,0%	Part de marché			40,0%
Nombre de crises / an			4	Nombre de crises / an			4
Population Adulte Top 5 Europe			281 989 954	Population Enfants Top 5 Europe			48 382 299
Prevalence Epilepsie active			1,1%	Prevalence Epilepsie active			0,7%
Patients pharmaco-résistants			30,0%	Patients pharmaco-résistants			30,0%
Crises longues, ou répétées			40,0%	Crises longues, ou répétées			40,0%
Status Epilepticus			33,0%	Status Epilepticus			33,0%
Part de marché			40,0%	Part de marché			40,0%
Nombre de crises / an			4	Nombre de crises / an			4

Prolonged Seizures (Midazolam) / Adulte			2026	Prolonged Seizures (Midazolam) / Enfants			2026
Population Adulte USA			268 862 800	Population Enfants USA			70 650 200
Prevalence Epilepsie active			1,1%	Prevalence Epilepsie active			0,7%
Patients pharmaco-résistants			30,0%	Patients pharmaco-résistants			30,0%
Crises longues, ou répétées			40,0%	Crises longues, ou répétées			40,0%
ex Status Epilepticus			34,0%	ex Status Epilepticus			34,0%
Crises longues, ou répétées (ex Status Epilepticus)			229 974	Crises longues, ou répétées (ex Status Epilepticus)			36 371
Part de marché			25,0%	Part de marché			25,0%
Nombre de crises / an			4	Nombre de crises / an			4
Population Adulte Top 5 Europe			281 989 954	Population Enfants Top 5 Europe			48 382 299
Prevalence Epilepsie active			1,1%	Prevalence Epilepsie active			0,7%
Patients pharmaco-résistants			30,0%	Patients pharmaco-résistants			30,0%
Crises longues, ou répétées			40,0%	Crises longues, ou répétées			40,0%
ex Status Epilepticus			34,0%	ex Status Epilepticus			34,0%
Crises longues, ou répétées (ex Status Epilepticus)			241 203	Crises longues, ou répétées (ex Status Epilepticus)			24 907
Part de marché			25,0%	Part de marché			25,0%
Nombre de crises / an			4	Nombre de crises / an			4

Source : Portzamparc

Dans un premier temps, la société ciblera les patients présentant les formes les plus sévères, puis élargira progressivement son positionnement aux patients souffrant de crises prolongées et d'épilepsie pharmaco-résistante.

À ce stade, nous n'intégrons pas le potentiel lié aux services de secours, les appels d'offres étant longs, fortement négociés et souvent réservés aux acteurs domestiques, notamment

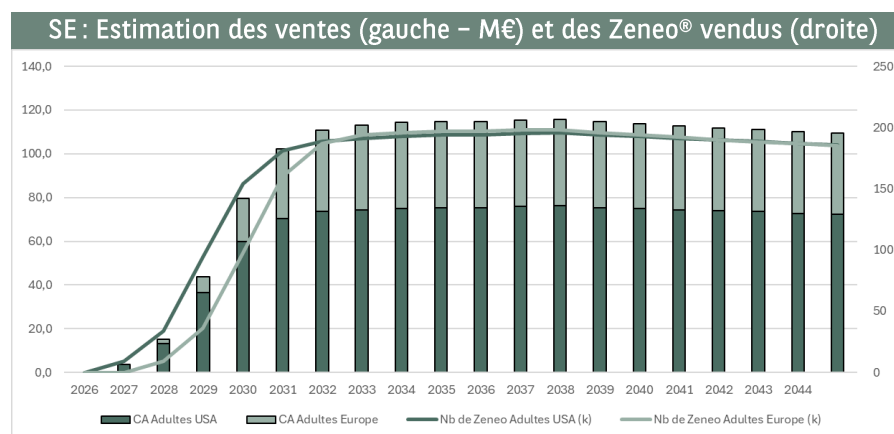
⁷ Bassin S, Smith TL, Bleck TP. Clinical review: status epilepticus.

⁸ Phase 3 Extension of the ARTEMIS-1 Study

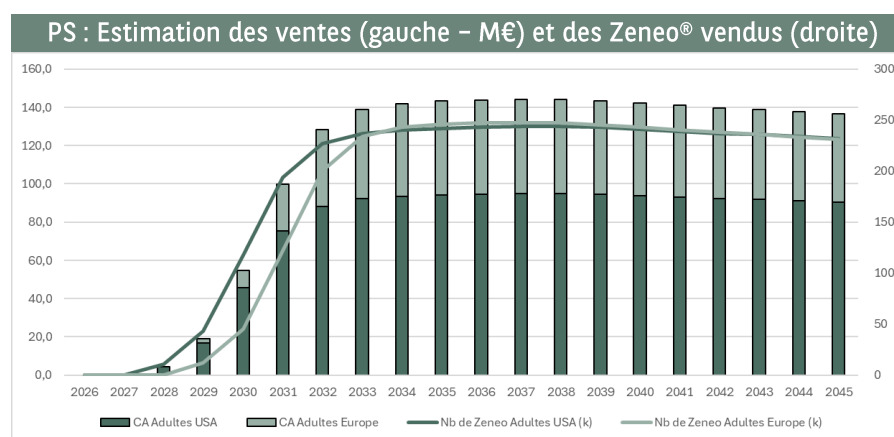
⁹ <https://www.biospace.com/fda-accepts-new-drug-application-nda-to-review-midazolam-nasal-spray-an-investigational-product-for-the-acute-treatment-of-seizure-clusters>

aux États-Unis. Nous excluons également les formes pédiatriques, représentant un potentiel d'environ 10% de ventes supplémentaires.

Sur cette base, nous estimons un pic de ventes d'environ 260M€, atteignable en huit ans, considérant un lancement en 2027 pour *Status Epilepticus* et en 2028 pour les crises prolongées, et pour les USA et le Top 5 européen combinés. Nous retenons le prix de \$455 après remises aux USA (390€) et un prix européen correspondant à 50% du prix américain, soit 200€. Nous présentons ci-après notre trajectoire de ventes estimée pour les deux indications, uniquement pour les versions adultes.



Source : Portzamparc



Source : Portzamparc

4.2. ZENEO® Epinéphrine (Choc anaphylactique)

L'épinéphrine constitue le traitement d'urgence de référence des chocs anaphylactiques survenant dans le cadre d'allergies de type I. Les principales causes identifiées sont les allergies alimentaires (environ 60%), les piqûres d'insectes (16%), les médicaments (16%) et d'autres allergènes tels que le latex (8%). Le dispositif de référence, l'EpiPen® de Viatriis, a généré environ \$392M de chiffre d'affaires en 2024 (contre \$442M en 2023).

4.2.1 Origine, mécanisme, et symptômes

Les allergies de type I sont caractérisées par une hypersensibilité immédiate, se développant généralement en moins d'une heure après l'exposition à l'allergène. Celui-ci se lie aux immunoglobulines E (IgE) fixées à la surface de certains leucocytes, notamment les mastocytes et les basophiles, entraînant la libération de médiateurs inflammatoires tels que l'histamine. Ces médiateurs induisent une vasodilatation systémique, une augmentation de la perméabilité vasculaire, une hypersécrétion de mucus et une contraction des muscles lisses.

Cliniquement, le patient peut présenter des manifestations allergiques telles que rhinite, asthme, dermatite atopique (eczéma) et, dans les formes les plus sévères, une anaphylaxie. Celle-ci correspond à une réaction aiguë systémique survenant chez un patient préalablement sensibilisé à l'allergène et peut se manifester par un œdème de Quincke, une hypotension sévère et un risque vital immédiat.

A titre de rappel, les allergies de type II regroupent notamment les réactions de rejet de greffe, les allergies de type III sont associées à certaines maladies auto-immunes, tandis que les allergies de type IV correspondent à des hypersensibilités retardées, liées à une exposition prolongée ou répétée à l'allergène.

L'étiologie des allergies de type I repose sur une interaction complexe entre des facteurs génétiques et environnementaux, incluant une exposition précoce à certaines infections bactériennes ou virales, des facteurs alimentaires, ainsi que l'exposition à divers polluants.

4.2.2 Traitements de fond et traitements d'urgence

La majorité des allergies n'évoluent pas vers un choc anaphylactique et peuvent être prises en charge par des antihistaminiques. En revanche, en cas d'anaphylaxie, l'épinéphrine constitue le seul traitement capable de réduire rapidement les symptômes, notamment le risque d'hypotension sévère et d'arrêt cardiaque, et doit être administrée immédiatement dès l'apparition des signes cliniques.

De nombreux patients à risque connaissent leur terrain allergique et disposent de stylos auto-injecteurs d'épinéphrine lorsque l'exposition à l'allergène n'a pu être évitée. À titre d'exemple, les patients allergiques à la pénicilline ne sont généralement pas équipés d'un auto-injecteur et se contentent de signaler leur allergie aux professionnels de santé. À l'inverse, les patients souffrant d'allergies alimentaires sévères, pour lesquels l'exposition accidentelle est difficilement évitable, sont fréquemment équipés de traitements d'urgence, dont l'entourage a reçu une formation, même succincte, à l'administration.

4.2.3 De nouveaux modes d'administration destinés aux paramédicaux

Les services d'urgence, tant en France qu'aux États-Unis, ne sont pas systématiquement composés de médecins ou d'infirmiers, mais reposent largement sur des professionnels paramédicaux. Ces derniers ne sont généralement pas habilités à réaliser des injections intraveineuses ou intramusculaires sans formation spécifique.

En conséquence, l'accès à des dispositifs simples d'utilisation est un enjeu majeur. Ainsi, en 2014, seuls 11 États américains sur 50 imposaient aux services d'urgence de disposer d'épinéphrine. En 2024, 40 États autorisaient l'utilisation des auto-injecteurs d'épinéphrine par les paramédicaux, mais seuls 23 États en assuraient effectivement l'approvisionnement. À ce jour, les sociétés savantes américaines d'allergologie militent pour l'équipement systématique de l'ensemble des ambulances en épinéphrine.

En France, les sapeurs-pompiers sont habilités à utiliser des stylos auto-injecteurs depuis la loi Matras de 2021. Un amendement au projet de loi de finances pour 2026 vise à permettre

à chacun des 6 192 centres de secours français de s'équiper en stylos auto-injecteurs et de former leurs effectifs. Chaque centre pourrait être doté de trois kits contenant chacun deux stylos, pour un coût unitaire estimé à 70€.

4.2.4 Un traitement, de nombreux génériques, et davantage de patients

Historiquement, l'épinéphrine est majoritairement administrée par voie intramusculaire à l'aide de stylos auto-injecteurs, avec l'EpiPen® de Viatriis comme produit leader. De nombreux génériques, tels qu'Adrenaclick® ou Jext®, sont disponibles à des prix compris entre 73\$ et 97\$. Un nouvel entrant sous forme de spray nasal, Neffy®, est proposé à un prix d'environ 266\$. Les ventes mondiales d'épinéphrine injectable sont estimées à environ 899 M\$ en 2024¹⁰. L'EpiPen® devrait voir ses ventes décliner à horizon 2032, sous l'effet d'une concurrence accrue, notamment liée à l'émergence des formulations nasales.

Nous observons ainsi, d'une part, une évolution progressive des dispositifs à aiguille vers des formes d'administration moins invasives, telles que les sprays nasaux ou le dispositif Zeneo® de Crossject. D'autre part, la population à risque susceptible de s'équiper continue de croître, bien que nous n'intégrions pas cette dynamique démographique dans notre valorisation. Nous distinguons à cet égard la capacité d'équipement des structures de soins (segment hospitalier) et celle des patients présentant exclusivement des allergies alimentaires (segment « retail »). Marché davantage concurrentiel que le midazolam, nous estimons un prix de vente de \$300 aux USA (256€), et de 150€ en Europe.

4.2.5 Une formulation plus stable pour Crossject que la concurrence

La durée de conservation d'un EpiPen® est actuellement de deux ans, sous réserve d'un stockage à l'abri de la lumière et à une température inférieure à 25 °C. En pratique, les tensions d'approvisionnement conduisent fréquemment les patients à acquérir des dispositifs disposant de moins de 12 mois de durée de conservation restante. Cette situation accélère le rythme de renouvellement, au détriment des patients et des payeurs.

Dans ce contexte, Crossject, en se concentrant sur un nombre limité de produits, contrairement à Viatriis, et en visant une augmentation de la durée de conservation de Zeneo® grâce à une formulation plus stable et sans sulfites (allergisant), pourrait bénéficier d'un avantage concurrentiel significatif dans un marché encore majoritairement dominé par des stylos à aiguille.

4.2.6 Incidence, prévalence et population adressable

La prévalence des allergies alimentaires est actuellement estimée entre 4,8% en Europe et 7 à 10% aux États-Unis. Les formes sévères représentent environ 40% des cas, et parmi celles-ci, 42% ont donné lieu à une consultation aux urgences¹¹. Environ 40% de ces patients bénéficient d'une prescription d'épinéphrine aux États-Unis¹², nous retenons des ratios comparables pour l'Europe. Contrairement aux traitements de midazolam utilisés dans l'épilepsie, qui peuvent être administrés de manière répétée, les traitements contre les chocs anaphylactiques sont rarement utilisés. Ils sont principalement conservés comme mesure de précaution et renouvelés à l'expiration de leur durée de conservation. En moyenne, chaque patient renouvelle son traitement deux fois par an.¹³

Sur cette base, nous estimons le marché adressable à environ 2,5 millions de patients aux États-Unis (2,1M adulte et 400k enfants) et 1,1 million de patients dans le Top 5 européen. En nous appuyant sur les revenus 2024 des quatre principaux produits et des génériques, totalisant environ 900M\$, nous estimons qu'environ 9,5 millions de packs ont été commercialisés dans le monde, dont environ 5,2 millions aux États-Unis. Le segment « retail » représentant environ 45% de ces volumes, cela correspond à environ 2,3 millions de patients, en ligne avec notre estimation.

¹⁰ Evaluate Pharma

¹¹ Umasunthar T, Leonardi-Bee J, Turner PJ, et al. Incidence of food anaphylaxis in people with food allergy: a systematic review and meta-analysis

¹² Gupta RS, Warren CM, Smith BM, et al. The Public Health Impact of Parent-Reported Childhood Food Allergies in the United States.

¹³ Crossject d'après IQVIA

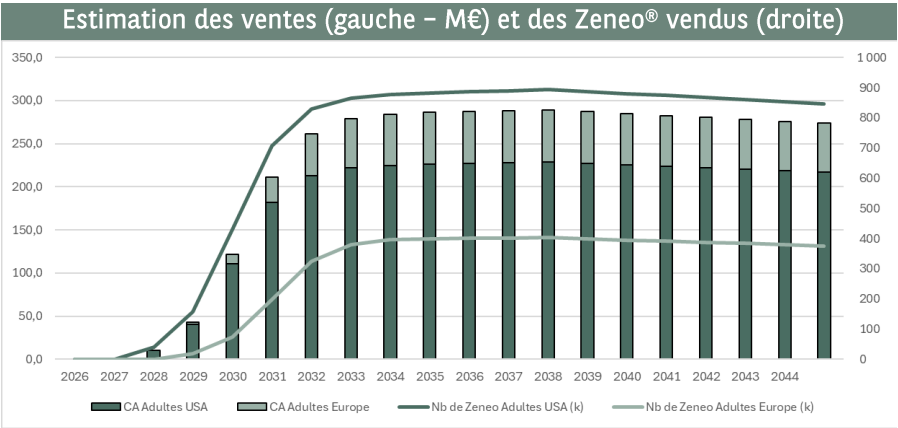
De même que pour le midazolam, l'épinéphrine est depuis peu commercialisée par spray nasal. Toutefois, de nombreux stylos restent disponibles, offrant davantage d'options aux patients dans cette indication que dans l'épilepsie. Nous estimons par conséquent une part de marché de 20% pour ZENEO®.

Population adressable du Zeneo® dans les chocs anaphylactiques				
Acute Anaphylaxis (Epinephrine) / Adulte			2026	
Population Adulte USA			268 862 800	
Prevalence allergie alimentaire	10,8%		29 037 182	
Forme sévère	42,3%		12 282 728	
Visite aux urgence au moins 1 fois	42,0%		5 158 746	
Prescription Epinephrine	40,7%		2 099 610	
Part de marché	20,0%		419 922	
Nombre de renouvellement / an	2		839 844	
Population Adulte Top 5 Europe			281 989 954	
Prevalence allergie alimentaire	4,8%		13 585 391	
Forme sévère	42,3%		5 746 620	
Visite aux urgence au moins 1 fois	42,0%		2 413 580	
Prescription Epinephrine	40,7%		982 327	
Part de marché	20,0%		196 465	
Nombre de renouvellement / an	2		392 931	
Acute Anaphylaxis (Epinephrine) / Enfants			2026	
Population Enfants USA			0	70 650 200
Prevalence allergie alimentaire	7,6%		5 369 415	
Forme sévère	42,3%		2 271 263	
Visite aux urgence au moins 1 fois	42,0%		953 930	
Prescription Epinephrine	40,7%		388 250	
Part de marché	20,0%		77 650	
Nombre de renouvellement / an	2		155 300	
Population Enfants Top 5 Europe			0	48 382 299
Prevalence allergie alimentaire	4,8%		2 323 292	
Forme sévère	42,3%		982 752	
Visite aux urgence au moins 1 fois	42,0%		412 756	
Prescription Epinephrine	40,7%		167 992	
Part de marché	20,0%		33 598	
Nombre de renouvellement / an	2		67 197	

Source : Portzamparc

Seules les formes sévères d'allergie nécessitent un traitement d'urgence. En conséquence, la société ciblera exclusivement les patients disposant d'une prescription médicale, le produit n'étant pas accessible hors parcours de soins. À l'instar du midazolam, nous n'intégrons pas à ce stade le potentiel lié aux appels d'offres publics (services de secours, centres hospitaliers, centres éducatifs...).

Sur cette base, nous estimons un pic de ventes d'environ 288M€, atteignable en six ans, pour les USA et le Top 5 européen combinés. Nous retenons le prix de \$300 après remises aux USA (256€) et un prix européen correspondant à 50% du prix américain, soit 150€. Nous présentons ci-après notre trajectoire de ventes estimée, uniquement pour les versions adultes.



Source : Portzamparc

4.3. ZENEO® Hydrocortisone (Crise surrénale aiguë)

L'insuffisance surrénalienne aiguë (ISA) constitue une complication potentiellement létale de l'insuffisance surrénalienne chronique. L'installation des symptômes est rapide, bien que moins brutale que lors d'une crise d'épilepsie ou d'un choc anaphylactique. Le délai médian entre l'apparition des premiers signes cliniques et la décompensation aiguë est estimé à environ 24 heures. À ce jour, le Solu-Cortef® demeure le traitement d'urgence de référence ; il est formulé à partir d'hydrocortisone, et nécessite une douzaine d'étapes de préparation avant l'injection du produit.

4.3.1 Origine, mécanisme, et symptômes

Les glandes surrénales, situées au pôle supérieur des reins, assurent la production de trois grandes classes d'hormones. Les glucocorticoïdes, principalement le cortisol, jouent un rôle central dans l'adaptation de l'organisme au stress (infectieux, traumatique, chirurgical ou psychologique). Les minéralocorticoïdes, essentiellement l'aldostérone, régulent l'équilibre hydroélectrolytique et la pression artérielle. Enfin, les surrénales participent de manière marginale à la production d'androgènes, la synthèse principale des hormones sexuelles étant assurée par les gonades (testicules et ovaires).

Deux mécanismes physiopathologiques principaux peuvent conduire à une insuffisance surrénalienne. Dans les formes primitives ou périphériques, dites maladie d'Addison, la glande surrénale est directement atteinte. Dans les formes secondaires, dites insuffisances corticotropes, l'atteinte concerne le système de régulation central. En effet, la sécrétion de cortisol est sous le contrôle de l'hormone adrénocorticotrope (ACTH), produite par l'hypophyse, elle-même régulée par l'hypothalamus, deux structures localisées au niveau cérébral.

L'insuffisance surrénalienne peut être d'origine génétique ou acquise. Les causes acquises incluent notamment les infections, les traumatismes, les dysfonctionnements auto-immuns et l'administration prolongée de corticoïdes. Dans ce dernier cas, une corticothérapie au long cours induit un rétrocontrôle négatif de l'axe hypothalamo-hypophysaire, entraînant une atrophie du cortex surrénalien et une diminution de la production endogène de cortisol. La phase aiguë peut être déclenchée par un facteur de stress apparemment banal, tel qu'une infection virale, un stress professionnel ou familial, un effort physique important ou un acte chirurgical.

Les manifestations initiales associent une asthénie marquée, des troubles digestifs, des épisodes d'hypoglycémie et une hypotension liée au déficit en cortisol, ainsi qu'une perte de poids et une déshydratation sévère en cas de déficit en aldostérone. Ces signes étant peu spécifiques, le début d'une ISA peut mimer une gastro-entérite ou un syndrome infectieux fébrile, avec un risque d'évolution rapide vers une décompensation sévère, le coma et le décès.

Dans ce contexte, les patients doivent être informés du tableau clinique de leur pathologie afin d'être en mesure de s'auto-administrer en urgence de l'hydrocortisone, seul traitement permettant de réduire significativement l'incidence et la mortalité associées aux ISA.

4.3.2 Traitements de fond et traitement d'urgence

Le traitement de fond de l'insuffisance surrénalienne repose sur une substitution hormonale orale, principalement par hydrocortisone pour compenser le déficit en cortisol et, le cas échéant, par fludrocortisone pour corriger le déficit en aldostérone. Lorsqu'ils sont administrés de façon régulière et adaptée, ces traitements permettent de prévenir efficacement les complications aiguës.

Toutefois, lors du sevrage d'une corticothérapie prolongée, l'atteinte du seuil physiologique de substitution (environ 20 mg d'hydrocortisone ou 5 mg d'équivalent prednisone) s'accompagne d'un risque accru d'ISA. Cette situation est liée à la suppression prolongée de l'axe hypothalamo-hypophysaire, responsable d'une incapacité transitoire ou durable des glandes surrénales à produire du cortisol endogène.

L'ISA constituant une urgence médicale, le traitement repose sur l'administration immédiate d'hydrocortisone dès la suspicion clinique, par voie intraveineuse ou intramusculaire. À ce

jour, seuls le Solu-Cortef® de Pfizer et son générique, commercialisé par Upjohn, sont disponibles sous forme de poudre pour solution injectable, pour un coût unitaire de 10\$.

Leur préparation ne nécessite pas moins de douze étapes, rendant leur utilisation difficilement réalisable par un non-professionnel, a fortiori en situation d'urgence. Compte tenu de la taille limitée du marché, aucun dispositif prêt à l'emploi, tel qu'un stylo auto-injecteur ou un spray nasal, n'a été développé à ce jour. Cette absence de solution « user-friendly » constitue un facteur très favorable à l'entrée du dispositif Zeneo® de Crossject dans cette indication.



Source : Pfizer

4.3.3 Un petit marché aux forts besoins

La prévalence de l'insuffisance surrénalienne est rare et relativement stable au cours des dernières années. Elle est estimée entre 100 et 140 cas par million d'habitants pour l'insuffisance primaire¹⁴, et entre 150 et 280 cas par million pour l'insuffisance secondaire¹⁵. L'incidence de la forme aiguë est évaluée entre 5 et 17 épisodes par an pour 100 patients sur la base de données rétrospectives¹⁶.

Ainsi, la population adressable aux USA comme dans le Top 5 Europe est inférieure à 40.000 patients au total selon nous. Par conséquent, aucun acteur n'a à ce jour développé de dispositifs prêt à l'emploi.

Sur cette base, nous estimons que la population adressable cumulée aux États-Unis et dans le Top 5 européen s'élève à 75.000 patients. Cette taille de marché explique l'absence, à ce stade, de développement de dispositifs d'administration prêts à l'emploi par les acteurs pharmaceutiques établis. Avec un dispositif éprouvé sur deux indications en cas de succès réglementaire, Crossject aura l'opportunité de redéployer à moindre frais son dispositif sur cette indication. En effet, rappelons que la majeure partie des frais de R&D repose sur la première indication, en partie financée par la BARDA.

Constatant l'absence de traitement simple d'emploi, nous estimons que ZENEO® pourrait capter près de la moitié des parts de marché (PZP 40%), et potentiellement s'imposer davantage en transformant un traitement hospitalier en un traitement à domicile. Par conséquent, Crossject disposerait d'un pricing power important. Nous estimons ainsi un prix de \$700 aux USA (600€), et de 300€ en Europe.

¹⁴ Bornstein SR, Allolio B, Arlt W, et al. Diagnosis and treatment of primary adrenal insufficiency: an Endocrine Society clinical practice guideline.

¹⁵ Charmandari E, Nicolaidis NC, Chrousos GP. Adrenal insufficiency.

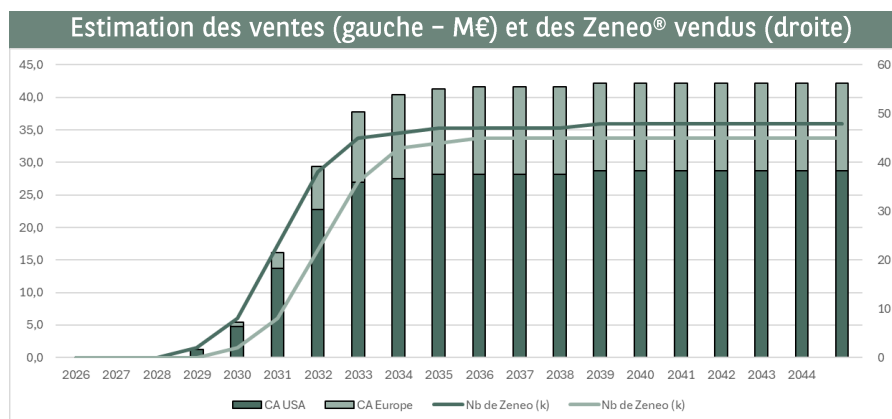
¹⁶ Laurence Guignat, Yves Reznik. Insuffisance surrénale aiguë

Population adressable du Zeneo® dans les crises surrénales aiguës			
Acute Adrenal Crisis (Hydrocortisone)		2026	
Population USA			339 513 000
Prevalence insuffisance surrénale primaire (/1M)	120		40 742
Prevalence insuffisance surrénale secondaire (/1M)	215		72 995
Total prevalence insuffisance surrénale			113 737
Part de marché	40,0%		45 495
Population Top 5 Europe			330 372 253
Prevalence insuffisance surrénale primaire (/1M)	120		39 645
Prevalence insuffisance surrénale secondaire (/1M)	215		71 030
Total prevalence insuffisance surrénale			110 675
Part de marché	40,0%		44 270

Source : Portzamparc

Seuls les patients identifiés comme présentant un risque élevé de décompensation aiguë seraient, selon nous, enclins à s'équiper d'un dispositif d'urgence. Les patients présentant un risque moindre conservent généralement un accès aux structures d'urgence pour l'administration d'hydrocortisone. Bien que l'ISA constitue une urgence médicale, le facteur temps se compte en heures plutôt qu'en minutes, contrairement à une crise convulsive ou à une anaphylaxie, laissant au patient la possibilité d'alerter les secours et aux professionnels de santé d'administrer le traitement.

Sur cette base, nous estimons un pic de ventes d'environ 42M€, atteignable en six ans, pour les USA et le Top 5 européen combinés. Nous retenons le prix de \$700 après remises aux USA (600€) et un prix européen correspondant à 50% du prix américain, soit 300€. Nous présentons ci-après notre trajectoire de ventes estimée.



Source : Portzamparc

5. Valorisation à 4,5€ par action

Nous valorisons Crossject par SOTP, et avec la méthode rNPV (risk Adjusted Net Present Value), où les flux de trésorerie des trois programmes sont pondérés par des probabilités de succès cliniques et réglementaires. Au regard du caractère générique des traitements dont l'évolution ne concerne que la bioéquivalence, déjà démontrée, de leur nouveau processus d'administration, nous estimons une probabilité de succès de 90% pour programme BARDA et de 80% pour les indications grand public. Nous retenons un WACC Biotech de 15%.

5.1. Hypothèses

Horizon de valorisation :

- 2045, soit 20 ans, sans valeur terminale, et avec pic de ventes atteint entre 5-8 ans après lancement. Echéance du principal brevet 2038 aux USA, extension en cours.

Prix de vente et reprise de notre scénario de CA :

- \$455 / 200€ midazolam (part Crossject 33% de la marge brute aux USA, 50% en Europe)
- \$300 / 150€ épinéphrine (part Crossject 33% de la marge brute aux USA, 50% en Europe)
- \$700 / 300€ hydrocortisone (10% de royalties aux USA et Europe)

OPEX annuelles par programme :

- COGS de 30€ par dispositif, susceptible de diminuer par effet d'échelle à termes
- Frais de R&D clinique jusqu'à l'AMM, principalement supporté par le midazolam
- Aucune R&D au-delà de l'AMM car dispositif commun à différentes indications
- Frais normatifs G&A de 7%
- CAPEX et D&A de 7%
- BFR de 10%
- Nous actualisons dans le bridge :
 - La consommation des déficits reportables dès les premières années de commercialisation.
 - Le royalty financing avec ID VectoR, comme étant la somme des échéances, que nous estimons étalées sur 7 ans, et portant sur le montant maximum à rembourser (10,4M€), soit 4 fois le montant prêté (4x 2,6M€).

5.1.1 Valorisation du programme dédié à la BARDA

Rappelons que la commande initiale porte sur 60M\$ composés de 306k unités destinées aux adultes et 54k unités pédiatriques, pour une livraison dès l'EUA, étalés sur 2026 et 2028. Une extension de 59M\$ pour livraison en 2029 et 2030 est également programmée. La société se concentrant à ce stade sur les dispositifs destinés aux adultes, nous excluons les versions pédiatriques à ce stade de notre valorisation qui repose uniquement sur la livraison de 607k unités adultes pour un montant de 101M\$.

Commande 1	deal \$	Nb unités	Poids
Adultes	51 000 000	306 000	85%
Enfants	9 000 000	54 000	15%
TOTAL	60 000 000	360 000	100%

Commande 2	deal \$	Nb unités	Poids
Adultes	50 150 000	300 900	85,00%
Enfants	8 850 000	53 100	15,00%
TOTAL	59 000 000	354 000	100,00%

Synthèse	deal \$	Nb unités	Poids
Adultes	101 150 000	606 900	85,00%
Enfants	17 850 000	107 100	15,00%
TOTAL	119 000 000	714 000	100,00%

Source : Portzamparc et Crossject

Ci-dessous, notre estimation du ramp-up ainsi que du financement de la BARDA, que nous évaluons à 1M\$ par mois pour un montant restant de 16M\$, soit 13,7M€ (FX rate 1,17).

Midazolam Barda (M€)	2026	2027	2028	2029	2030
Nb de Zeneo Adultes (k)	50	100	150	150	157
CA Crossject Adultes (M€)	7,2	14,4	21,7	21,7	22,7
Sponsoring BARDA	10,3	3,4			
CA Crossject TOTAL	17,5	17,9	21,7	21,7	22,7
COGS	(1,5)	(3,0)	(4,5)	(4,5)	(4,7)
R&D	(13,3)	(4,4)			
G&A	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
EBIT	2,1	9,9	16,5	16,5	17,3
Taxes	(0,5)	(2,5)	(4,1)	(4,1)	(4,3)
NOPAT	1,6	7,4	12,4	12,4	13,0
D&A	1,2	1,3	1,5	1,5	1,6
Capex	(1,2)	(1,3)	(1,5)	(1,5)	(1,6)
Working Capital	1,7	1,8	2,2	2,2	2,3
Var WC		(0,0)	(0,4)	0,0	(0,1)
FCFF	1,6	7,4	12,0	12,4	12,9
Step Filling	Market	Market	Market	Market	Market
Likehood	90%	90%	90%	90%	90%
Adjusted FCF	1,4	6,6	10,8	11,1	11,6
Discounted Adjusted FCF	1,3	5,4	7,6	6,8	6,2
Valorisation					
NPV (Σ Discounted Adjusted FCF)	28,3				
WACC	15%				
Entreprise Value	28,3				

Source : Portzamparc

5.1.2 Valorisation du programme dans *Status Epilepticus*

Midazolam - SE (M€)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Nb patients adressables (k)	184	185	186	188	189	190	191	192	193	194	194	195	196	196	197	197	198	198	199	199
Ramp-Up	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%	95%	94%	93%
Nb de Zeneo Adultes USA (k)	0	9	34	94	154	181	189	191	193	194	194	195	196	194	193	191	190	189	187	186
CA Adultes USA	0,0	3,5	13,2	36,6	59,9	70,4	73,5	74,3	75,1	75,4	75,4	75,8	76,2	75,4	75,1	74,3	73,9	73,5	72,7	72,3
CA Syneos USA (M€)	0,0	3,5	13,2	36,6	59,9	70,4	73,5	74,3	75,1	75,4	75,4	75,8	76,2	75,4	75,1	74,3	73,9	73,5	72,7	72,3
CA Crossject USA (M€)	0,0	1,1	4,1	11,2	18,4	21,7	22,6	22,8	23,1	23,2	23,2	23,3	23,4	23,2	23,1	22,8	22,7	22,6	22,4	22,3
Nb patients adressables (k)	193	194	194	195	195	196	196	196	197	197	197	198	198	198	198	198	198	198	198	198
Ramp-Up	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%	95%	94%	93%
Nb de Zeneo Adultes Europe (k)	0	0	9	36	98	160	187	194	196	197	197	198	198	196	194	192	190	188	187	185
CA Adultes Europe	0,0	0,0	1,8	7,2	19,6	32,0	37,4	38,8	39,2	39,4	39,4	39,6	39,6	39,2	38,8	38,4	38,0	37,6	37,4	37,0
CA Desitin Europe (M€)	0,0	0,0	1,8	7,2	19,6	32,0	37,4	38,8	39,2	39,4	39,4	39,6	39,6	39,2	38,8	38,4	38,0	37,6	37,4	37,0
CA Crossject Europe (M€)	0,0	0,0	0,8	3,1	8,3	13,6	15,9	16,5	16,7	16,7	16,7	16,8	16,8	16,7	16,5	16,3	16,2	16,0	15,9	15,7
Milestones		0,5	1,0																	
CA Partners TOTAL (M€)	0,0	3,5	15,0	43,8	79,5	102,4	110,9	113,1	114,3	114,8	114,8	115,4	115,8	114,6	113,9	112,7	111,9	111,1	110,1	109,3
CA Crossject TOTAL	0,0	1,6	5,8	14,3	26,8	35,3	38,5	39,3	39,7	40,0	40,0	40,2	40,3	39,9	39,6	39,2	38,9	38,6	38,3	38,0
R&D et lancement commercial G&A	(6,5)	(13,1)	(0,1)	(0,4)	(1,0)	(1,9)	(2,5)	(2,7)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)
EBIT	(6,5)	(11,7)	5,4	13,3	24,9	32,8	35,8	36,6	37,0	37,2	37,2	37,3	37,5	37,1	36,8	36,4	36,2	35,9	35,6	35,3
Taxes	0,0	0,0	(1,4)	(3,3)	(6,2)	(8,2)	(9,0)	(9,1)	(9,2)	(9,3)	(9,3)	(9,3)	(9,4)	(9,3)	(9,2)	(9,1)	(9,0)	(9,0)	(8,9)	(8,8)
NOPAT	(6,5)	(11,7)	4,1	10,0	18,7	24,6	26,9	27,4	27,7	27,9	27,9	28,0	28,1	27,8	27,6	27,3	27,1	26,9	26,7	26,5
D&A	1,0	1,0	1,1	3,1	5,6	7,2	7,8	7,9	8,0	8,0	8,0	8,1	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7
Capex	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(3,1)	(5,6)	(7,2)	(7,8)	(7,9)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(8,1)	(8,1)	(8,0)	(8,0)	(7,9)	(7,8)	(7,8)	(7,7)	(7,7)
Working Capital	0,0	0,4	1,5	4,4	7,9	10,2	11,1	11,3	11,4	11,5	11,5	11,5	11,6	11,5	11,4	11,3	11,2	11,1	11,0	10,9
Var WC	0,000	(0,4)	(1,2)	(2,9)	(3,6)	(2,3)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,0)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCFF	(6,5)	(12,0)	2,9	7,1	15,1	22,3	26,0	27,2	27,6	27,8	27,9	28,0	28,1	27,9	27,7	27,4	27,2	27,0	26,8	26,6
Step	Pivot	Filling	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market
Likehood	100%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Adjusted FCF	(6,5)	(9,6)	2,3	5,7	12,1	17,8	20,8	21,8	22,1	22,2	22,3	22,4	22,4	22,3	22,1	22,0	21,8	21,6	21,4	21,3
Discounted Adjusted FCF	(6,1)	(7,8)	1,6	3,5	6,4	8,3	8,4	7,6	6,7	5,9	5,1	4,5	3,9	3,4	2,9	2,5	2,2	1,9	1,6	1,4
Valorisation																				
NPV (Σ Discounted Adjusted FCF)	64,0																			
WACC	15%																			
Entreprise Value	64,0																			

Source : Portzamparc

5.1.3 Valorisation du programme Midazolam dans les crises prolongées

Midazolam - PS (M€)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Nb patients adressables (k)	230	231	233	235	236	237	238	240	241	242	243	244	244	245	246	247	247	248	248	249
Ramp-Up	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%	95%	94%	93%
Nb de Zeneo Adultes USA (k)	0	0	11	43	118	194	227	237	240	242	243	244	244	243	241	239	237	236	234	232
CA Adultes USA	0,0	0,0	4,3	16,7	45,9	75,4	88,3	92,2	93,3	94,1	94,5	94,9	94,9	94,5	93,7	92,9	92,2	91,8	91,0	90,2
CA Partners USA (M€)	0,0	0,0	4,3	16,7	45,9	75,4	88,3	92,2	93,3	94,1	94,5	94,9	94,9	94,5	93,7	92,9	92,2	91,8	91,0	90,2
CA Crossject USA (M€)	0,0	0,0	1,3	5,1	14,1	23,2	27,2	28,4	28,7	29,0	29,1	29,2	29,2	29,1	28,8	28,6	28,4	28,2	28,0	27,8
Nb patients adressables (k)	241	242	243	243	244	245	245	246	246	246	247	247	247	247	248	248	248	248	248	248
Ramp-Up	0%	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%	95%	94%	93%
Nb de Zeneo Adultes Europe (k)	0	0	0	12	45	122	200	234	243	246	247	247	247	245	243	240	238	236	233	231
CA Adultes Europe	0,0	0,0	0,0	2,4	9,0	24,4	40,0	46,8	48,6	49,2	49,4	49,4	49,4	49,0	48,6	48,0	47,6	47,2	46,6	46,2
CA Partners Europe (M€)	0,0	0,0	0,0	2,4	9,0	24,4	40,0	46,8	48,6	49,2	49,4	49,4	49,4	49,0	48,6	48,0	47,6	47,2	46,6	46,2
CA Crossject Europe (M€)	0,0	0,0	0,0	1,0	3,8	10,4	17,0	19,9	20,7	20,9	21,0	21,0	21,0	20,8	20,7	20,4	20,2	20,1	19,8	19,6
Milestones	1,0																			
CA Partners TOTAL (M€)	0,0	0,0	4,3	19,1	54,9	99,8	128,3	139,0	141,9	143,3	143,9	144,3	144,3	143,5	142,3	140,9	139,8	139,0	137,6	136,4
CA Crossject TOTAL	0,0	0,0	2,3	6,2	17,9	33,6	44,2	48,2	49,4	49,9	50,1	50,2	50,2	49,9	49,5	49,0	48,6	48,3	47,8	47,4
R&D		(6,5)	(6,6)																	
G&A		0,0	(0,2)	(0,4)	(1,3)	(2,4)	(3,1)	(3,4)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,4)	(3,4)	(3,4)	(3,3)	(3,3)
EBIT	0,0	(6,5)	(4,4)	5,7	16,7	31,2	41,1	44,9	45,9	46,4	46,6	46,7	46,7	46,4	46,0	45,6	45,2	44,9	44,5	44,1
Taxes	0,0	0,0	0,0	(1,4)	(4,2)	(7,8)	(10,3)	(11,2)	(11,5)	(11,6)	(11,6)	(11,7)	(11,7)	(11,6)	(11,5)	(11,4)	(11,3)	(11,2)	(11,1)	(11,0)
NOPAT	0,0	(6,5)	(4,4)	4,3	12,5	23,4	30,8	33,6	34,4	34,8	34,9	35,0	35,0	34,8	34,5	34,2	33,9	33,7	33,3	33,1
D&A	1,0	1,0	1,0	1,3	3,8	7,0	9,0	9,7	9,9	10,0	10,1	10,1	10,1	10,0	10,0	9,9	9,8	9,7	9,6	9,5
Capex	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(3,8)	(7,0)	(9,0)	(9,7)	(9,9)	(10,0)	(10,1)	(10,1)	(10,1)	(10,0)	(10,0)	(9,9)	(9,8)	(9,7)	(9,6)	(9,5)
Working Capital	0,0	0,0	0,4	1,9	5,5	10,0	12,8	13,9	14,2	14,3	14,4	14,4	14,4	14,2	14,1	14,0	13,9	13,8	13,6	
Var WC	0,0	0,0	(0,4)	(1,5)	(3,6)	(4,5)	(2,8)	(1,1)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCFF	0,0	(6,5)	(4,8)	2,8	8,9	18,9	28,0	32,6	34,1	34,6	34,9	35,0	35,0	34,9	34,6	34,3	34,0	33,8	33,5	33,2
Step	Pivot	Pivot	Filling	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market
Likelihood	100%	100%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Adjusted FCF	0,0	(6,5)	(3,9)	2,3	7,1	15,1	22,4	26,1	27,3	27,7	27,9	28,0	28,0	27,9	27,7	27,4	27,2	27,0	26,8	26,5
Discounted Adjusted FCF	0,0	(5,3)	(2,7)	1,4	3,8	7,0	9,0	9,1	8,3	7,3	6,4	5,6	4,9	4,2	3,6	3,1	2,7	2,3	2,0	1,7
Valorisation																				
NPV (Σ Discounted Adjusted FCF)	74,7																			
WACC	15%																			
Entreprise Value	74,7																			

Source : Portzamparc

5.1.4 Valorisation du programme dans les chocs anaphylactiques

Epinéphrine (M€)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Nb patients adressables (k)	840	845	851	857	862	866	871	875	880	884	887	890	893	895	898	900	903	905	907	909
Ramp-Up	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%	95%	94%	93%
Nb de Zeneo Adultes USA (k)	0	0	41	157	431	708	829	865	877	883	887	890	893	886	880	874	867	860	854	847
CA Adultes USA	0,0	0,0	10,5	40,3	110,5	181,5	212,6	221,8	224,9	226,4	227,4	228,2	229,0	227,2	225,6	224,1	222,3	220,5	219,0	217,2
CA Partners USA (M€)	0,0	0,0	10,5	40,3	110,5	181,5	212,6	221,8	224,9	226,4	227,4	228,2	229,0	227,2	225,6	224,1	222,3	220,5	219,0	217,2
CA Crossject USA (M€)	0,0	0,0	3,1	11,8	32,5	53,4	62,6	65,3	66,2	66,6	66,9	67,2	67,4	66,9	66,4	66,0	65,4	64,9	64,5	63,9
Nb patients adressables (k)	393	394	395	396	397	398	399	400	401	401	402	402	403	403	403	403	404	404	404	404
Ramp-Up	0%	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	97%	96%	95%	94%	93%
Nb de Zeneo Adultes Europe (k)	0	0	0	19	73	199	326	381	396	400	402	402	403	399	395	391	388	384	380	376
CA Adultes Europe	0,0	0,0	0,0	2,9	11,0	29,9	48,9	57,2	59,4	60,0	60,3	60,3	60,5	59,9	59,3	58,7	58,2	57,6	57,0	56,4
CA Partners Europe (M€)	0,0	0,0	0,0	2,9	11,0	29,9	48,9	57,2	59,4	60,0	60,3	60,3	60,5	59,9	59,3	58,7	58,2	57,6	57,0	56,4
CA Crossject Europe (M€)	0,0	0,0	0,0	1,1	4,4	11,9	19,6	22,9	23,8	24,0	24,1	24,1	24,2	23,9	23,7	23,5	23,3	23,0	22,8	22,6
CA Partners TOTAL (M€)	0,0	0,0	10,5	43,1	121,5	211,4	261,5	278,9	284,3	286,4	287,7	288,5	289,4	287,0	284,9	282,8	280,5	278,1	276,0	273,6
CA Crossject TOTAL	0,0	0,0	3,1	13,0	36,9	65,4	82,1	88,1	89,9	90,6	91,1	91,3	91,6	90,8	90,1	89,4	88,7	87,9	87,3	86,5
R&D		(3,0)	(6,0)																	
G&A				(0,9)	(2,6)	(4,6)	(5,7)	(6,2)	(6,3)	(6,3)	(6,4)	(6,4)	(6,4)	(6,4)	(6,3)	(6,3)	(6,2)	(6,2)	(6,1)	(6,1)
EBIT	0,0	(3,0)	(2,9)	12,1	34,3	60,8	76,4	82,0	83,7	84,3	84,7	84,9	85,2	84,5	83,8	83,2	82,5	81,8	81,1	80,4
Taxes	0,0	0,0	0,0	(3,0)	(8,6)	(15,2)	(19,1)	(20,5)	(20,9)	(21,1)	(21,2)	(21,2)	(21,3)	(21,1)	(21,0)	(20,8)	(20,6)	(20,4)	(20,3)	(20,1)
NOPAT	0,0	(3,0)	(2,9)	9,1	25,7	45,6	57,3	61,5	62,7	63,2	63,5	63,7	63,9	63,3	62,9	62,4	61,9	61,3	60,9	60,3
D&A	1,0	1,0	0,7	3,0	8,5	14,8	18,3	19,5	19,9	20,0	20,1	20,2	20,3	20,1	19,9	19,8	19,6	19,5	19,3	19,2
Capex	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(3,0)	(8,5)	(14,8)	(18,3)	(19,5)	(19,9)	(20,0)	(20,1)	(20,2)	(20,3)	(20,1)	(19,9)	(19,8)	(19,6)	(19,5)	(19,3)	(19,2)
Working Capital				1,1	4,3	12,1	21,1	26,1	27,9	28,4	28,6	28,8	28,9	28,7	28,5	28,3	28,1	27,8	27,6	27,4
Var WC				(1,1)	(3,3)	(7,8)	(9,0)	(5,0)	(1,7)	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCFF	0,0	(3,0)	(4,2)	5,8	17,9	36,6	52,3	59,7	62,2	63,0	63,4	63,6	63,8	63,6	63,1	62,6	62,1	61,6	61,1	60,6
Step	Pivot	Pivot	Filling	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market
Likehood	100%	100%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Adjusted FCF	0,0	(3,0)	(3,4)	4,6	14,3	29,3	41,8	47,8	49,8	50,4	50,7	50,9	51,0	50,9	50,5	50,1	49,7	49,3	48,9	48,4
Discounted Adjusted FCF	0,0	(2,4)	(2,4)	2,8	7,6	13,6	16,8	16,7	15,2	13,4	11,7	10,2	8,9	7,7	6,6	5,7	4,9	4,3	3,7	3,2

Valorisation	
NPV (Σ Discounted Adjusted FCF)	148,3
WACC	15%
Entreprise Value	148,3

Source : Portzamparc

5.1.5 Valorisation du programme dans les crises surrénales aiguës

Hydrocortisone (M€)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Nb patients adressables (k)	45	46	46	46	46	46	47	47	47	47	47	47	47	48	48	48	48	48	48	48
Ramp-Up	0%	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Nb de Zeneo (k)	0	0	0	2	8	23	38	45	46	47	47	47	47	48	48	48	48	48	48	48
CA USA	0,0	0,0	0,0	1,2	4,8	13,8	22,7	26,9	27,5	28,1	28,1	28,1	28,1	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7
CA Eton USA (M€)	0,0	0,0	0,0	1,2	4,8	13,8	22,7	26,9	27,5	28,1	28,1	28,1	28,1	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7
CA Crossject USA (M€)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	1,4	2,3	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Nb patients adressables (k)	44	44	44	44	44	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Ramp-Up	0%	0%	0%	0%	5%	18%	50%	82%	95%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Nb de Zeneo (k)	0	0	0	0	2	8	22	36	43	44	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
CA Europe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	2,4	6,6	10,8	12,9	13,2	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
CA Partners Europe (M€)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	2,4	6,6	10,8	12,9	13,2	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
CA Crossject Europe (M€)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,7	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Milestones				0,5	1,5	2,0														
CA Partners TOTAL (M€)	0,0	0,0	0,0	1,2	5,4	16,2	29,3	37,7	40,4	41,3	41,6	41,6	41,6	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
CA Crossject TOTAL	0,0	0,0	0,0	0,6	2,0	3,6	2,9	3,8	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
R&D				(3,0)	(6,0)															
SG&A					(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
EBIT	0,0	0,0	(3,0)	(5,4)	1,9	3,4	2,7	3,5	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Taxes	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,5)	(0,8)	(0,7)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
NOPAT	0,0	0,0	(3,0)	(5,4)	1,4	2,5	2,0	2,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
D&A	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,1	2,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Capex	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(2,1)	(2,6)	(2,8)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)
Working Capital				0,1	0,5	1,6	2,9	3,8	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Var WC				(0,1)	(0,4)	(1,1)	(1,3)	(0,8)	(0,3)	(0,1)	(0,0)	0,0	0,0	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	0,4	0,4	(2,6)	(5,1)	1,4	1,8	0,7	1,8	2,5	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Step	Pivot	Pivot	Pivot	Filling	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market	Market
Likelihood	100%	100%	100%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Adjusted FCF	0,4	0,4	(2,6)	(4,1)	1,1	1,5	0,6	1,4	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Discounted Adjusted FCF	0,4	0,3	(1,8)	(2,5)	0,6	0,7	0,2	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Valorisation																				
NPV (Σ Discounted Adjusted FCF)	2,7																			
WACC	15%																			
Entreprise Value	2,7																			

Source : Portzamparc

5.2. Synthèse

Sur la base des hypothèses retenues, notre valorisation de Crossject ressort à 355M€ pour une Entreprise Value de 317M€, intégrant l'exercice intégral des BSA, une AK de \$20M bruts en 2026 et de \$10M bruts en 2027. Notre objectif de cours s'établit ainsi à 4,5€.

en M€	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Nb de Zeneo vendus (k)	50	109	245	513	1 086	1 595	2 018	2 183	2 234	2 253	2 262	2 268	2 273	2 256	2 239	2 220	2 203	2 186	2 168	2 150
CA Partenaire (hors Barda)	0	4	30	107	261	430	530	569	581	586	588	590	591	587	583	579	574	570	566	562
CA Crossject	17,5	19,4	32,9	55,7	106,3	137,8	167,7	179,5	183,1	184,6	185,2	185,8	186,2	184,8	183,4	181,8	180,4	179,0	177,5	176,1
COGS (BARDA uniquement)	(1,5)	(3,0)	(4,5)	(4,5)	(4,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
R&D + Lancement commercial	(19,8)	(27,1)	(15,6)	(6,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
G&A	(0,5)	(0,6)	(1,2)	(3,0)	(6,5)	(9,6)	(11,7)	(12,6)	(12,8)	(12,9)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(12,9)	(12,8)	(12,7)	(12,6)	(12,5)	(12,4)	(12,3)
EBIT	(4,4)	(11,3)	11,6	42,3	95,1	128,2	156,0	166,9	170,3	171,7	172,3	172,8	173,2	171,9	170,6	169,1	167,8	166,5	165,1	163,7
Taxes	(0,5)	(2,5)	(5,5)	(11,9)	(23,8)	(32,0)	(39,0)	(41,7)	(42,6)	(42,9)	(43,1)	(43,2)	(43,3)	(43,0)	(42,6)	(42,3)	(41,9)	(41,6)	(41,3)	(40,9)
NOPAT	(4,9)	(13,8)	6,1	30,3	71,3	96,1	117,0	125,2	127,7	128,7	129,2	129,6	129,9	128,9	127,9	126,8	125,8	124,9	123,8	122,8
D&A	5,2	5,3	5,3	9,9	20,5	30,0	37,1	39,8	40,7	41,0	41,2	41,3	41,4	41,1	40,8	40,5	40,2	39,9	39,6	39,3
Capex	(4,8)	(4,9)	(5,2)	(9,5)	(20,1)	(29,6)	(37,1)	(39,8)	(40,7)	(41,0)	(41,2)	(41,3)	(41,4)	(41,1)	(40,8)	(40,5)	(40,2)	(39,9)	(39,6)	(39,3)
Working Capital	1,7	2,1	5,1	12,9	28,4	43,0	53,0	56,9	58,1	58,6	58,8	59,0	59,1	58,7	58,3	57,9	57,4	57,0	56,6	56,2
Var WC	0,0	(0,4)	(3,0)	(7,7)	(15,5)	(14,6)	(10,0)	(3,9)	(1,2)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
FCFF	(4,5)	(13,8)	3,3	23,0	56,2	81,9	107,0	121,3	126,5	128,2	129,0	129,4	129,7	129,3	128,3	127,3	126,2	125,3	124,3	123,2
Adjusted FCF	(4,7)	(12,1)	3,3	19,6	46,2	65,8	85,6	97,1	101,2	102,6	103,2	103,5	103,8	103,4	102,7	101,8	101,0	100,2	99,4	98,6
Discounted Adjusted FCF	(4,4)	(9,8)	2,3	12,0	24,6	30,5	34,5	34,0	30,8	27,2	23,8	20,7	18,1	15,7	13,5	11,7	10,1	8,7	7,5	6,5
Conso deficit fiscaux	(1,2)	(4,7)	6,8	22,1	48,5	65,1	79,0	(57,7)												
Discounted deficit fiscaux	(0,3)	(0,9)	1,2	3,4	6,5	7,5	8,0	(5,1)												
Royalties financing	(0,9)	(1,0)	(1,6)	(2,0)	(3,7)	(3,4)	2,2													
Discounted Royalties financing	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	0,2													

Bridge	€M
Entreprise Value	317,9
- Net Debt 2024	14,0
+ Carryloss forward	20,3
+ Royalties financing	-1,7
+ Premium BSA 2024	10,2
+ Prochaine AK 2026 et 2027	23,1
Equity Value	355,8
Outstanding shares (diluted)	78,3
Stock Value	4,50

Source : Portzamparc

	BARDA	Midazolam Status Epilepticus	Prolonged Seizure	Epinephrine Anaphylaxis	Hydrocortisone Adrenal crisis
Population éligible USA	NA	133 173	266 345	2 487 859	113 737
Population éligible Europe	NA	133 055	266 110	1 150 319	110 675
TOTAL (2026)	NA	266 228	532 455	3 638 178	224 412
Lancement commercial USA	NA	2027	2028	2028	2029
Prix estimé USA \$	NA	455	455	300	700
Prix estimé Europe €	NA	200	200	150	300
Année du pic de vente (USA + Europe)	NA	2038	2036	2037	2038
Pic de ventes (M€)	NA	116	144	289	42
Probabilité de succès	90%	80%	80%	80%	80%
EV (M€)	28,3	64,0	74,7	148,3	2,7
EV / action (€)	0,36	0,82	0,96	1,89	0,03
% EV	9%	20%	24%	47%	1%

Source: Portzamparc

6. Annexes

6.1. Historique

Date	Evènement
2001	• Création de Crossject
2005	• Réussite du premier essai clinique avec un vaccin contre la grippe
2006	• 11,9M€ de financement dans la série A dirigée par Rothschild & Co
2010	• Création de ZENEO avec l'ergonomie actuelle
2014	• Introduction en bourse • Développement de 7 médicaments dont 6 pour des situations d'urgence
2015	• 6,7M€ de financement de Bpifrance pour développer ses nouveaux médicaments d'urgence • Accord de partenariat pour ZENEO® Méthotrexate en Chine avec Xi'an Xintong Pharmaceutical Research
2016	• Inauguration de l'unité de production située à Gray (Haute-Saône) • Partenariat avec CENEXI qui prend en charge les opérations de remplissage et d'assemblage de Zeneo • Lancement de la production du PARC (Prêt à Remplir Crossject) à Dijon
2017	• Augmentation de capital de 4,98M€ • Reçoit 567k€ pour un programme dédié à l'urgence
2019	• Accord de distribution de ZENEO® Midazolam en Allemagne
2020	• ZENEO® reçoit la mention honorable du 19ème Stanley Caplan User Centered Product Design Award (UCD) • Accord de licence aux États-Unis et au Canada avec Eton Pharmaceuticals pour ZENEO® Hydrocortisone
2021	• Renforcement du partenariat avec CENEXI qui remplira ZENEO® et sera capable de prendre en charge les 8 molécules dédiées aux situations d'urgence • Récompensé de 6,9M€ par le gouvernement français dans le cadre du plan France 2030 pour accélérer le développement de ZENEO® Adrenaline
2024	• Termine une augmentation de capital réservée et garantit l'émission d'environ 7,2M€ • Engage Syneos Health pour le lancement commercial du ZEPIZURE® aux États-Unis • Augmentation de capital de 5,7M€
2025	Extension du financement R&D de 11,3M€ dans le cadre de son contrat avec le Gouvernement Américain. • Nouvelle ligne de crédit de 750K€ d'un nouveau partenaire bancaire

6.2. Equipe dirigeante

Patrick ALEXANDRE, Fondateur & PDG

Patrick ALEXANDRE est le Fondateur et le Président du Directoire de CROSSJECT. Diplômé de SUPÉLEC, il a dirigé des équipes de R&D dans le domaine de la sidérurgie pendant plus de 10 ans, puis a travaillé pendant plus de 15 ans dans l'industrie pharmaceutique. Patrick ALEXANDRE a mené la conception et le développement de la technologie de l'injection sans aiguille au sein des LABORATOIRES FOURNIER dès 1997. Cette activité a été transférée à CROSSJECT lors de sa création en 2001. Patrick ALEXANDRE a occupé des fonctions de directeur général avant d'être nommé, en 2012, Président du Directoire.

Isabelle LIEBSCHUTZ, Directrice Qualité & Réglementaire

Isabelle LIEBSCHUTZ a rejoint CROSSJECT en 2013, après plus de 17 ans d'expérience dans l'industrie pharmaceutique. Isabelle LIEBSCHUTZ a exercé pendant 5 ans au sein de l'équipe « Formulation & Développement » des LABORATOIRES FOURNIER et pendant 7 ans en tant que Responsable Assurance Qualité pour la fabrication de dispositifs transdermiques, produits sous-traités et systèmes qualité pour le compte des LABORATOIRES FOURNIER / SOLVAY, sur les marchés européens et américains. Entre 2008 et 2013, Isabelle LIEBSCHUTZ occupait les fonctions de Pharmacien Responsable au sein d'une CMO spécialisée dans l'industrialisation et la fabrication de produits pharmaceutiques et dispositifs médicaux.

Didier MORIN, Directeur Industriel

Didier MORIN a rejoint CROSSJECT en 2023. Il apporte une solide expérience à son équipe dans les opérations et la production industrielles, ainsi qu'en R&D, et excelle dans la gestion d'équipes pluridisciplinaires pour le déploiement de stratégies industrielles globales dans de nombreux secteurs d'activité, dont les dispositifs médicaux, l'automobile et l'alimentation. Précédemment, Didier MORIN a occupé pendant 10 ans le poste de Directeur d'Usine et Directeur Général chez IDS et AXESS VISION, deux sociétés spécialisées dans les dispositifs médicaux, où il a considérablement amélioré la production et l'efficacité opérationnelle. Il est titulaire d'une maîtrise en ingénierie de l'École National de Belfort.

Marianne SVENSSON, Directrice Administrative et Financière

Marianne SVENSSON a évolué pendant plus de 25 ans dans le secteur de la Finance et de l'administration au sein de multiples secteurs. Avant de rejoindre CROSSJECT en 2022, elle a dirigé les opérations administratives et financières de la société internationale d'emballage DS SMITH, basée à Londres. Marianne SVENSSON a également assuré la gestion de tous les aspects relatifs aux locaux commerciaux du DUCHE DE BOURGOGNE à Dijon et a occupé le poste de contrôleur financière au sein de la société de solutions de chaîne d'approvisionnement SAVOYE. Marianne SVENSSON est titulaire d'une maîtrise de la GÖTEBORG BUSINESS SCHOOL et d'un double diplôme en sciences mention « Monnaie, Banque, Finance » de l'UNIVERSITÉ DE BOURGOGNE.

Olivier LACOMBE, Directeur Développement Pharmaceutique

Olivier LACOMBE dispose de plus de 20 ans d'expérience dans la R&D pharmaceutique, avec une expertise significative dans la gestion de projets pluridisciplinaires et des interactions avec les autorités réglementaires et les partenaires. Il a occupé des postes de direction dans plusieurs grandes sociétés pharmaceutiques, notamment FOURNIER, SOLVAY, ABBOTT et, plus récemment, INVENTIVA, où il a été Directeur de Projets de Recherche en phase clinique et non clinique. Il a également dirigé des services opérationnels, rejoint des comités de pilotage, et participé à plusieurs projets internationaux travaillant sur différents aspects du développement de médicaments. En tant que Directeur du Développement Pharmaceutique, Olivier LACOMBE est l'un des principaux interlocuteurs des partenaires de CROSSJECT. Il est titulaire d'un doctorat en pharmacologie/pharmacocinétique de l'UNIVERSITÉ PAUL SABATIER TOULOUSE.

Tony TIPTON, COO - USA

Fort de plus de 25 ans d'expérience dans les secteurs clés de l'industrie pharmaceutique commerciale, il apporte son expertise en matière de gouvernance et de développement d'entreprise, d'accès au marché, de direction de service commercial, de marketing et d'opérations commerciales. Il rejoint CROSSJECT après avoir occupé le poste de Directeur des Opérations Commerciales chez XEQUEL BIO, où il était en charge de la stratégie de commercialisation et des activités pré-commerciales pour les actifs financés par la BARDA et les INSTITUTS AMÉRICAINS DE LA SANTÉ (NIH), ainsi que les actifs commerciaux acquis. Au cours de sa carrière, il a occupé plusieurs postes de direction commerciale au sein de grandes sociétés pharmaceutiques internationales spécialisées, notamment Directeur Commercial États-Unis par intérim et Vice-Président Accès au Marché et Canaux Commerciaux chez SANTEN PHARMACEUTICALS, suite à l'acquisition de EYEVANCE PHARMACEUTICALS. À ce poste, Tony TIPTON a assumé plusieurs fonctions commerciales pour la région États-Unis et généré un chiffre d'affaires brut de plus de 70 millions de dollars pour l'activité commerciale aux États-Unis. Il a également occupé la fonction de Directeur de Comptes pour SUNOVION PHARMACEUTICALS, où il était notamment responsable des systèmes de santé intégrés et où il a lancé un nouveau médicament dédié à la prise en charge de l'épilepsie, APTIOM. Chez GALDERMA LABORATORIES, il a occupé plusieurs postes au service commercial et marketing.

CROSSJECT

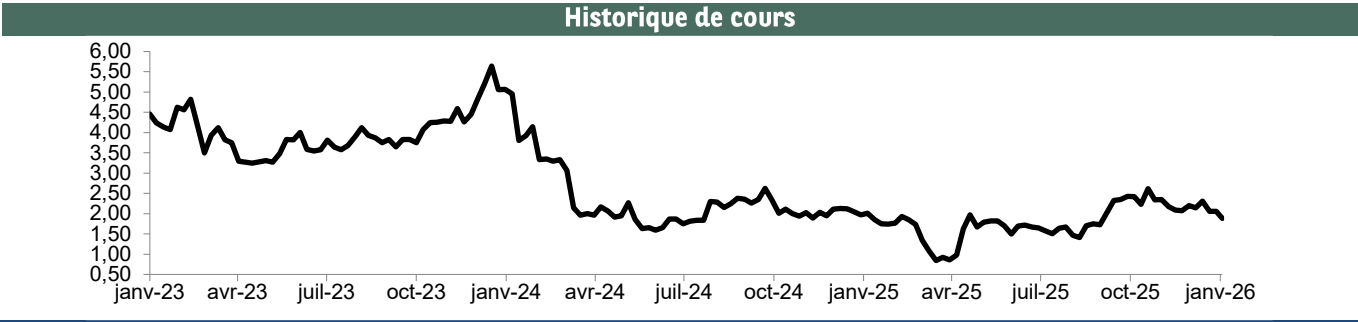
Financement	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
Cash Flow	-5,4	-6,1	-5,1	-6,2	-7,9	-4,8	-7,3	-13,8
Variation BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements industriels	-6,1	-6,7	-6,8	-2,6	-3,4	-2,7	-4,8	-4,9
Cash Flow Libre	-11,5	-12,8	-11,8	-8,8	-11,4	-7,5	-12,2	-18,6
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	0,0	0,0	7,1	0,3	0,9	0,5	15,4	7,7
Autres	11,5	12,2	11,7	-5,6	13,0	0,0	0,0	0,0
Variation Trésorerie	-	1,7	-4,9	-8,1	6,7	-7,0	1,8	-11,0
Trésorerie nette	8,3	10,0	5,1	-3,0	3,7	-3,3	-1,5	-12,4
Exploitation	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
Produit d'exploitation	0,0	0,9	1,0	0,1	0,0	0,0	17,5	19,4
ROP	-10,7	-11,8	-13,3	-11,8	-13,0	-10,3	-11,1	-19,6
CIR	1,6	1,8	2,2	2,9	2,8	3,1	0,0	0,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-10,8	-5,9	-8,1	-8,9	-10,4	-10,7	0,0	0,0
RN Pdg publié	-9,8	-10,8	-11,2	-8,6	-12,8	-9,7	-11,7	-20,1
Frais de personnel	3,7	4,3	5,1	5,3	5,5	0,0	0,0	0,0
Effectif moyen	93	94	93	110	108	0	0	0
Bilan	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
Fonds propres Pdg	5,6	2,8	11,6	2,5	3,6	-5,6	-1,9	-14,3
Autres	11,5	12,3	6,9	-2,9	3,7	-3,3	-1,5	-12,4
Capitaux investis	29,9	28,4	24,8	16,2	21,4	12,1	14,4	2,0
Immobilisations nettes	14,9	17,1	19,0	18,0	15,7	13,1	12,7	12,2
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	0,5	0,8	0,7	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Trésorerie nette	8,3	10,0	5,1	-3,0	3,7	-3,3	-1,5	-12,4
BFR	6,7	1,4	0,7	1,2	2,0	2,3	3,2	2,2
Actif économique	21,6	18,5	19,7	19,2	17,7	15,4	15,9	14,5

Valorisation NPV

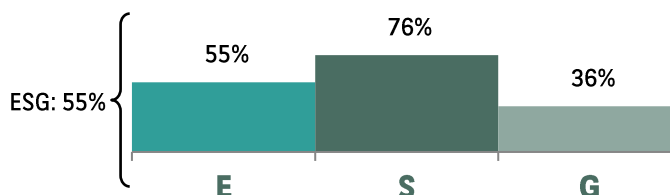
Données par action	20	21	22	23	24	25e	26e	27e
Trésorerie nette / action	0,31	0,29	0,14	-0,08	0,06	-0,04	-0,02	-0,16
CFPA	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Nb de titres (Mio)	23,896	26,044	36,519	36,763	45,539	51,072	51,072	51,072
Nb de titres corrigé (Mio)	26,244	33,812	37,033	37,626	59,097	78,188	78,188	78,188
% de la dilution	10,5%	30,4%	1,7%	2,6%	29,9%	53,2%	53,2%	53,2%

Données intermédiaires	20	21	22	23	24	25
Produit d'exploitation T1	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T2	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation S1	0,0	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
ROP S1	-5,6	-6,2	-7,0	-6,5	-6,7	-5,1
RN pdg publié S1	-5,3	-5,4	-5,9	-4,6	-6,4	-4,9
Trésorerie S1	0,0	0,0	5,8	5,4	6,0	6,3
Produit d'exploitation T3	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T4	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation S2	0,0	0,5	0,5	0,1	0,0	0,0
ROP S2	-5,0	-5,6	-6,3	-5,3	-6,2	-
RN pdg publié S2	-4,6	-5,4	-5,3	-4,1	-6,4	-
Trésorerie S2	8,3	10,0	5,1	-3,0	3,7	-

CROSSJECT



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	n.a.	n.a.	n.a.
Aligné	n.a.	n.a.	n.a.



CROSSJECT

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2022	2023	2024	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Objectifs CO2 validés SBTi	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2022	2023	2024	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	63%	62%	60%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	96	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,0%	2,6%	1,9%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	100%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	0,0%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	0	
Taux d'absentéisme	4,0%	6,3%	4,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,1173	0,1637	0,0968	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2022	2023	2024	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	3	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	ND	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	90%	90%	90%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	ND	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2022	2023	2024	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	80%	

Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1933). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant qu'établissement de crédit et d'investissement, Portzamparc relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible ici : [cliquez ici pour télécharger le document](#) (clientèle institutionnelle).

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible ici : [cliquez ici pour télécharger le document](#) (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Recommandation
30 Jan 26 - 08:24:29	Clément Bassat	4,5	1,888	Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Crossject	6

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08