



JOURNAL DE BORD

CAP SUR... RAYSEARCH

Visiter les sociétés dans lesquelles nous sommes actionnaires, ou susceptibles de l'être, et échanger avec des opérationnels, et pas seulement avec le top management, fait partie intégrante de notre philosophie d'investissement chez Cogefi Gestion. Dans ce « Journal de bord », cap sur Stockholm : nous avons profité d'un séminaire Valeurs Moyennes pour rendre visite à RaySearch, éditeur de logiciels dans le domaine de la santé. Au programme : réunion avec le Directeur Financier et démonstration de leur logiciel « RayStation ».

RaySearch est un éditeur de logiciels, fondé en 2000, qui conçoit et commercialise un système de planification des traitements (« TPS » ou *Treatment Planning Systems*) pour la radiothérapie et la protonthérapie en cancérologie : associé aux progrès de l'imagerie médicale, ce logiciel baptisé RayStation, qui est composé d'un algorithme de calcul de dose et d'une méthode d'optimisation, détermine les paramètres d'irradiation les mieux adaptés au patient (position de la source, orientation des faisceaux, calcul des doses...) pour délivrer la dose optimale à la tumeur tout en sauvegardant les tissus sains. Fin 2017, un second logiciel, RayCare, a été lancé : cet « OIS » (*Oncology Information System*), sorte d'ERP pour les services de cancérologie, vise à optimiser leurs processus internes en fluidifiant la circulation des données relatives aux patients et aux traitements.



RAYSEARCH EN BREF

- 286 employés (au 30/06/2018), dont 149 (soit 52%) en R&D
- CA 2017 de 61 M€ en croissance annuelle moyenne de +26% sur 5 ans
- Marge opérationnelle 2017 de 29%
- Endettement net négatif
- Johan Löf, fondateur, PDG et premier actionnaire avec 20% du capital



THÈMES ABORDÉS

- Offre et développements produits : **RayStation** et **RayCare**
- **RayStation** : potentiel de marché et stratégie commerciale (« **Total Market Approach** »)
- **RayCare** : premiers retours clients depuis le pré-lancement fin 2017
- **Investissements** et **dépenses** (marketing, R&D)

Les échanges avec nos interlocuteurs nous ont permis d'apprécier le potentiel de développement tant pour RayStation que pour RayCare. Nous retenons notamment les principaux éléments suivants :

- Le marché adressable est particulièrement vaste : RaySearch estime à environ 8 000 le nombre d'hôpitaux et de cliniques de cancérologie dans le monde, et à peine 500 environ sont équipés de RayStation aujourd'hui. Parmi les concurrents que sont Philips et les fabricants d'équipements Elekta et Varian (qui proposent leur propre logiciel de TPS *packagé* avec l'équipement), Varian semble être le concurrent le plus sérieux pour RaySearch mais cette concurrence ne paraît pas devoir remettre en cause ses solides perspectives de croissance. Ceci d'autant plus que l'effort commercial de RaySearch a seulement visé jusqu'à présent les gros établissements d'Europe et d'Amérique du Nord : les parts de marché à conquérir au niveau mondial restent donc substantielles.
- La technologie RayStation est différenciante et apporte un vrai bénéfice aux centres de traitement. RaySearch, pure-player de l'édition de logiciels, a développé une solution dont les fonctionnalités et les modalités de traitement couvertes sont les plus complètes du marché, tout en étant simple d'utilisation et adaptable à tous les équipements existants. Avec RayStation, les cliniques et les hôpitaux équipés connaissent des gains de productivité allant jusqu'à 50% !
- La stratégie qui consiste désormais à adresser aussi avec RayStation les plus petits centres de cancérologie nous paraît crédible et riche de promesses. Le groupe investit significativement dans son réseau commercial et marketing pour pénétrer cette nouvelle clientèle, fort du constat suivant : aux Etats-Unis, qui concentre une part importante de ce segment de marché, le taux de conversion des prospects pour RaySearch dès lors qu'une démonstration est menée chez le client est proche de 100% ! Par ailleurs, les grands centres (tels Gustave Roussy en France) – qui plébiscitent le produit RayStation – jouent indirectement un rôle appréciable de prescripteur en définissant des procédures et des protocoles adaptés aux différentes typologies de cancer, qui font référence et qui ont donc tendance ensuite à être adoptés par les plus petits établissements disposant d'un service de cancérologie.
- In fine, la société dispose de 3 relais de croissance puissants pour les années à venir : 1/ RayStation pour les petits centres de traitement non adressés aujourd'hui ; 2/ RayCare : lancé fin 2017 avec un nombre encore limité de fonctionnalités, il semble déjà susciter un intérêt marqué de la part des clients de RayStation, ce qui laisse supposer un potentiel de *cross selling* significatif, sachant que le prix d'une solution RayCare est 30/40% plus élevé que celui de RayStation ; 3/ la Chine : le groupe estime pouvoir obtenir l'agrément de mise sur le marché dans les 12 mois et, en prévision, y a déjà implanté sa propre filiale.



CONCLUSION / NOTRE CONVICTION

RaySearch est une position initiée fin août dans le fonds Cogefi Prospective, dans la foulée de la publication semestrielle de la société. *Challenger* innovant sur un marché à fort potentiel au niveau mondial, dont la valeur ajoutée de ses solutions logicielles RayStation et RayCare pour les centres de cancérologie s'apprécie tant sur le plan thérapeutique qu'économique, la société fait indéniablement partie de ces pépites dans le domaine de la santé dont la Suède est riche.

Après quelques trimestres ternes sur les plans commercial (les commandes ont marqué le pas) et fondamental (les investissements ont impacté les marges), le 2^{ème} trimestre a montré une inflexion bienvenue. Certes, le cycle d'investissement – dans le réseau commercial, en R&D – est loin d'être terminé et la nature du business model (reconnaissance précoce du CA et donc BFR élevé) doit aussi inciter à quelque prudence, mais nous sommes convaincus que les résultats devraient renouer avec une très forte croissance dès 2019. Hâte d'y être !



NOUS CONTACTER

Benjamin ROUSSEAU | Gérant
b.rousseau@cogefi.fr



Rémy STAUBLE | Analyste
r.stauble@cogefi.fr

AVERTISSEMENT : Cette publication n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de quelque instrument financier que ce soit. Les références à des valeurs mobilières spécifiques et à leurs émetteurs répondent uniquement à un but d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations d'achat ou de vente de ces valeurs. Cette communication, à caractère promotionnel, n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. COGEFI Gestion n'est pas soumis à une interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments financiers concernés avant ou durant la diffusion de cette publication.



11 rue Auber – 75009 Paris
www.cogefi.fr – contact@cogefi.fr
01 40 06 02 22