

# TESIS DE INVERSIÓN EN ALIGN TECHNOLOGY



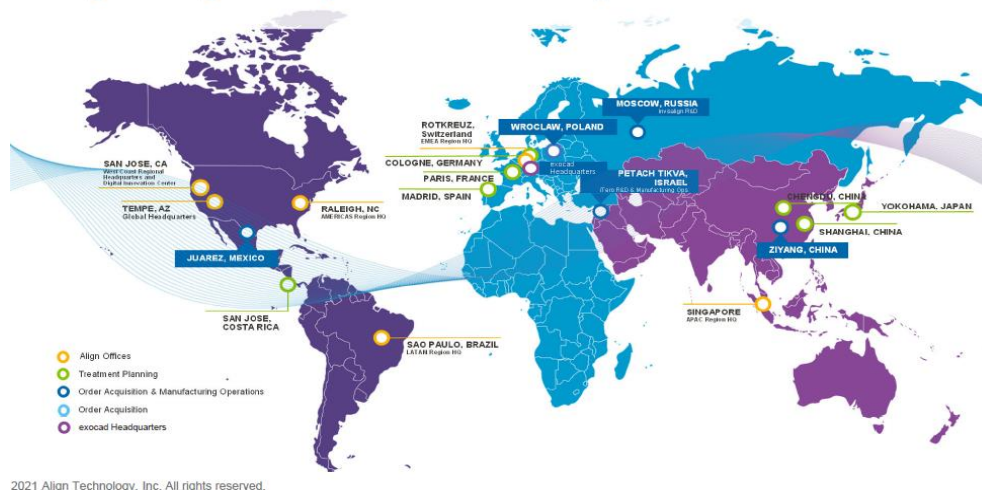
## 1. La empresa

La empresa Align Technology es una empresa de cuidados de la salud que cuenta con una historia de más de 25 años. Actualmente es la empresa líder de dispositivos médicos dedicados al diseño, fabricación y comercialización que facilitan el alineamiento dental de los pacientes mediante sus alineadores transparentes. Esto lo consigue mediante un proceso de escaneo 3D y la creación de un plan de tratamiento personalizado basado en toda su tecnología y sus servicios digitales de OrthoCAD.



Cuando un paciente decide proceder con el tratamiento, primero se le realiza un escáner 3D de su dentadura mediante la tecnología iTero. Seguidamente la impresión es enviada a Invisalign donde se crea un tratamiento personalizado mediante la tecnología ClinCheck. Con la aprobación del cliente, se envía la alineador transparente al medico para el seguimiento del tratamiento.

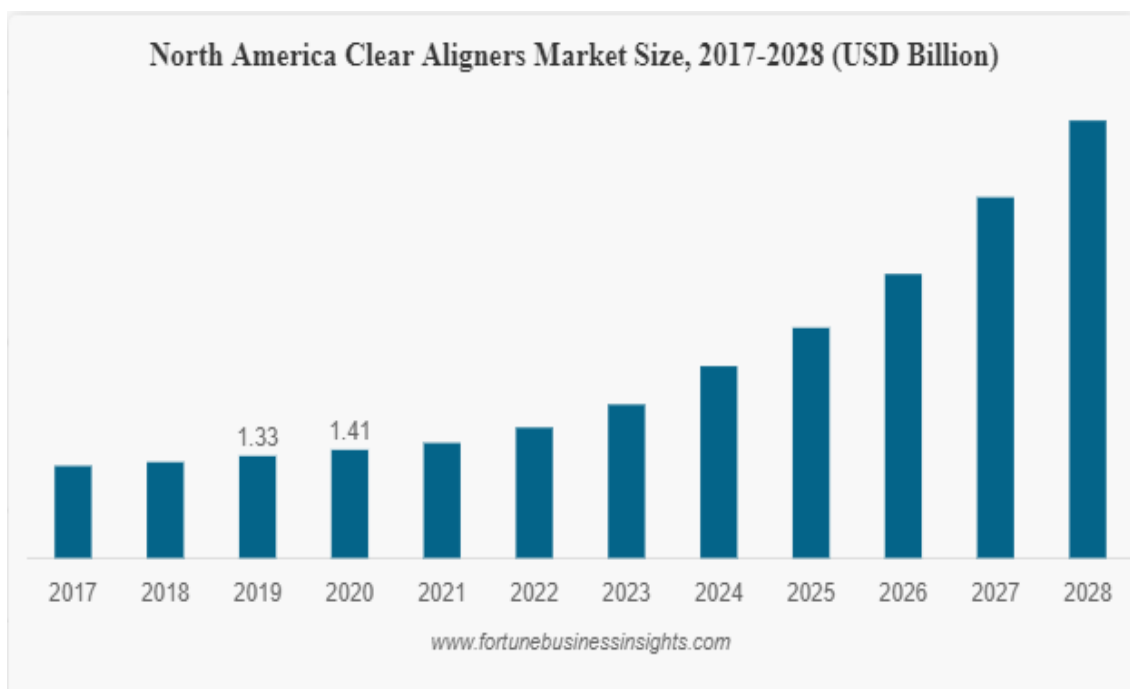
### Integrated global operations and capabilities



2021 Align Technology, Inc. All rights reserved.

## 2. Sector y mercado

La empresa estima que el 60-75% de la población mundial se ve afectada en algún grado de maloclusión dental. El mercado potencial es de más de 500M de pacientes a nivel mundial. Tan solo en Norte América, el potencial de crecimiento estimado para los próximos años contempla tasas de crecimiento superiores al 29% en el mercado de alineadores dentales transparentes.

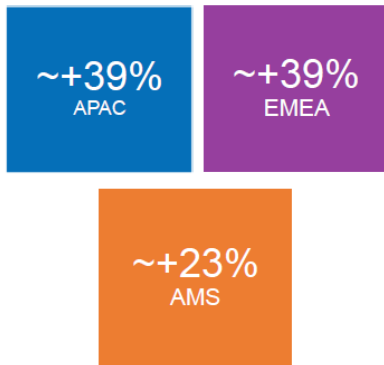


Actualmente, el mercado de los alineadores transparentes tan solo representa en 20% de los tratamientos de alineación dental que normalmente se hacen con alineadores de metal. De esta población objetivo para el tratamiento, el 75% son adolescentes. Sin embargo, para Align los adolescentes sólo representan el 32% de los casos.

La empresa lleva ahora mismo en marcha 21M de ortodoncias, con más de 2M médicos con un scanner iTero. Alrededor del 10% de estos clientes han sido nuevos en mercados de expansión para la empresa. Los crecimientos potenciales en otros mercados fuera USA y Canada son importantes; las tasas de crecimiento están siendo por encima del 30%.

### High growth & geo-diversity

39%+ growth outside of AMS



### Market & operational expansion

#### New markets

- Entered directly: Ghana
- Entered via distributor: Serbia, Uzbekistan, Georgia, Nigeria, Kenya, Egypt
- Took over from distributor: Vietnam, Romania, Morocco

#### New operations

- Treat France
- Treat Poland (expanded)
- AFAB China (replaced first facility)
- AFAB Poland (in progress)

El crecimiento del mercado de ortodoncia es del 3%-4% anual. Sin embargo, el crecimiento de Align es mucho mayor. En los últimos 5 años la tasa de crecimiento de pacientes enviados a tratamiento por Align ha sido del 12% anual en América, del 26% anual en EMEA y del 34% en Asia Pacífico. Todo esto en un mercado con expectativas de crecimiento del 15% anual a nivel global para los próximos 5 años.



### 3. Competencia

Hasta 2017, la competencia de Align era reducida debido a las patentes que mantenía. A partir de ese año las patentes caducaron, pero Align ya había conseguido una importante cuota de mercado tanto en pacientes como doctores.

Las principales empresas en el negocio de tratamientos con alineadores transparentes son:

- Align Technology
- Dentsply Sirona
- Patterson Companies Inc.
- Danaher Corporation
- Henry Schein Inc.

Es verdad que Align cotiza actualmente a múltiplos superiores a la media del sector

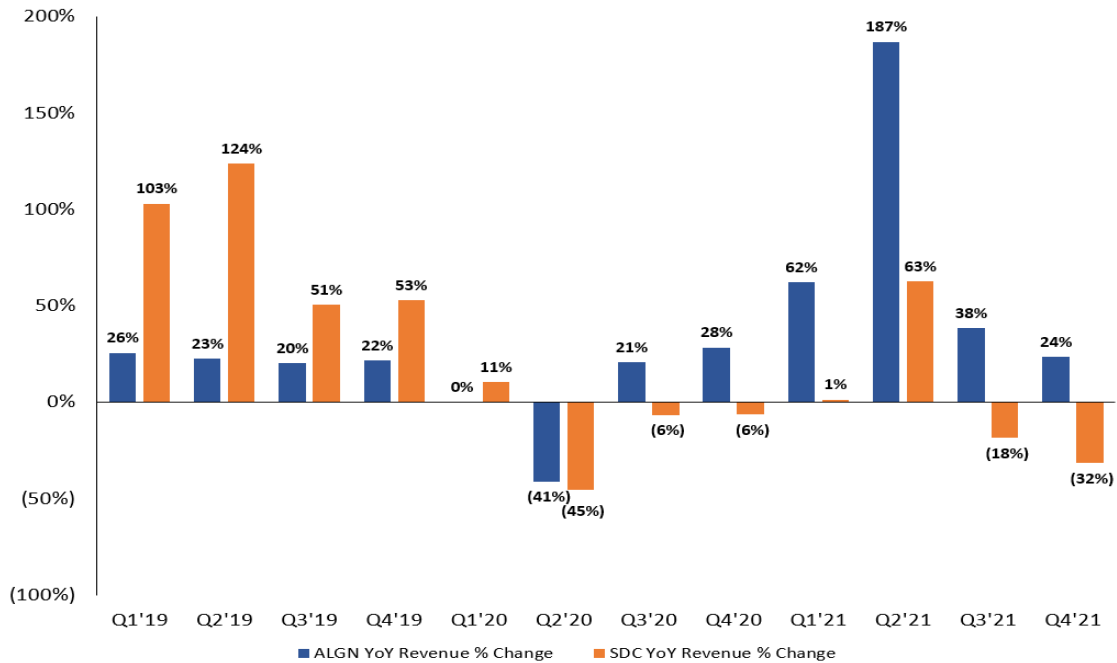
Ticker	Last Price	% Change	NTM TEV/EBITDA	NTM P/E	Market Cap	TEV	Delete Ticker
<a href="#">ALGN</a>	256,11	(0,78 %)	16,52x	23,50x	20,18 US\$B	19,19 US\$B	
<a href="#">XRAY</a>	37,68	3,57 %	10,76x	14,60x	8,12 US\$B	10,12 US\$B	
<a href="#">PDCO</a>	30,38	0,76 %	10,07x	13,73x	2,97 US\$B	3,50 US\$B	
<a href="#">DHR</a>	237,11	(1,39 %)	18,40x	23,06x	169,75 US\$B	192,18 US\$B	
<a href="#">MMM</a>	146,41	(1,82 %)	9,97x	13,53x	83,32 US\$B	97,63 US\$B	
<a href="#">HSIC</a>	84,53	(0,04 %)	12,10x	17,25x	11,67 US\$B	14,01 US\$B	

ACTIVE WATCHLIST DELETE WATCHLIST

Summary Statistics	% Change	NTM TEV/EBITDA	NTM P/E
Mean	0,05 %	12,97x	17,61x
Median	(0,41 %)	11,43x	15,93x
High	3,57 %	18,40x	23,50x
Low	(1,82 %)	9,97x	13,53x
Standard Deviation	1,96 %	3,61x	4,59x
Count	6	6	6

© 2019 - 2022, TIKR Inc. [Terms](#) [Privacy](#)

Además, han surgido algunas empresas como alternativas al tratamiento de Invisalign. Se trata de empresas como Straight My Teeth o Smile Direct Club. Éstos ofrecen un tratamiento a un precio menor a costa de tener que realizar el tratamiento cada persona en su casa con un seguimiento online por parte del médico. Pero estos tratamientos sólo se ofrecen en situaciones de baja o moderada maloclusión dental. Además, los crecimientos de estas compañías de bajo coste están sufriendo en los últimos trimestres comparados con los crecimientos de Align.



#### 4. Equipo Gestor

Joseph M. Hogan es el actual Presidente y CEO de la compañía desde 2015, y la mayoría de su equipo de directores están en la compañía antes que él. En cuanto a su salario, tan sólo el 25% es en forma salario en efectivo, el 75% restante de su salario está ligado a la evolución de la cotización de la compañía y sus resultados.

Además, el pasado 2 de Mayo de 2022 la compañía anunció un acelerado programa de recompra de acciones de \$200M que se añade al programa anterior que tenía de \$1B desde Mayo del 2021. El nuevo programa de recompra espera estar finalizado para Julio de 2022.

















En el mismo comunicado, la compañía anunció que su CEO Joe Hogan tiene la intención de comprar \$2M de acciones de la compañía. Dicha compra se realizó posteriormente el 4 de Mayo a un precio de \$298 por acción (precio superior al cotizado actualmente).

Notification date	Transaction date	Transaction type	Insider and/or position	Number of shares	Price	Total value	Details
May 5, 2022	May 4, 2022	Purchase	HOGAN JOSEPH M President and CEO Executive Director	6,700 +4.0%	298.48	1,999,842 USD	<a href="#">📄</a> <a href="#">🔗</a>
Nov. 12, 2021	Nov. 10, 2021	Sale	Thaler Warren S Non-Executive Director	5,000 -9.7%	703.06	3,515,294 USD	<a href="#">📄</a> <a href="#">🔗</a>
Nov. 9, 2021	Nov. 8, 2021	Sale	Morici John Chief Financial Officer Officer	3,000 -78.4%	699.08	2,097,240 USD	<a href="#">🔗</a>
Aug. 6, 2021	Aug. 4, 2021	Sale	Coletti Julie Ann SVP, Chief Legal & Regulatory Officer	782 -96.8%	710.00	555,220 USD	<a href="#">🔗</a>
Aug. 3, 2021	Aug. 3, 2021	Sale	Thaler Warren S Non-Executive Director	5,000 -8.1%	701.90	3,509,481 USD	<a href="#">📄</a> <a href="#">🔗</a>
Aug. 3, 2021	Aug. 2, 2021	Sale	MORROW GEORGE J Non-Executive Director	252 -1.9%	708.93	178,651 USD	<a href="#">📄</a> <a href="#">🔗</a>
Aug. 3, 2021	Aug. 2, 2021	Sale	MORROW GEORGE J Non-Executive Director	3,248 -20.0%	707.95	2,299,422 USD	<a href="#">📄</a> <a href="#">🔗</a>

## 5. Comportamiento en crisis

En un principio, deberíamos pensar que el comportamiento de la compañía debería de sufrir en momentos de crisis. Este razonamiento lo basaría en el componente cíclico atribuible al sector por la dependencia de la confianza del consumidor y su predisposición a asumir un gasto importante en mejorar su salud.

Sin embargo, cuando analizamos los resultados de la compañía en la última crisis del 2007-2009, vemos que los ingresos de la compañía continuaron creciendo de manera consistente durante toda la crisis. Tan sólo hubo una pequeña reducción del crecimiento en 2008-2009 que paso a crecer por debajo del doble dígito que venía creciendo. Su beneficio se triplico desde 2007 a 2010, y su margen operativo también se duplico en dicho período.

Income Statement	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10
Revenues 	206,35	284,33	303,98	312,33	387,13
<b>Total Revenues</b>	<b>206,35</b>	<b>284,33</b>	<b>303,98</b>	<b>312,33</b>	<b>387,13</b>
% <b>Change YoY</b> 	<b>(0,4 %)</b>	<b>37,8 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>23,9 %</b>
Cost of Goods Sold 	(64,78)	(75,04)	(78,85)	(72,68)	(82,91)
<b>Gross Profit</b> 	<b>141,58</b>	<b>209,30</b>	<b>225,13</b>	<b>239,66</b>	<b>304,22</b>
% <b>Change YoY</b> 	<b>(1,2 %)</b>	<b>47,8 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>26,9 %</b>
% <b>Gross Margins</b> 	<b>68,6 %</b>	<b>73,6 %</b>	<b>74,1 %</b>	<b>76,7 %</b>	<b>78,6 %</b>
Selling General & Admin Expenses 	(146,30)	(153,11)	(175,50)	(174,26)	(178,80)
R&D Expenses 	(18,47)	(25,73)	(26,17)	(22,25)	(26,00)
<b>Other Operating Expenses</b>	<b>(164,77)</b>	<b>(178,84)</b>	<b>(201,67)</b>	<b>(196,51)</b>	<b>(204,80)</b>
<b>Operating Income</b> 	<b>(23,19)</b>	<b>30,46</b>	<b>23,46</b>	<b>43,15</b>	<b>99,42</b>
% <b>Change YoY</b> 	<b>(1048,2 %)</b>	<b>231,3 %</b>	<b>(23,0 %)</b>	<b>83,9 %</b>	<b>130,4 %</b>
% <b>Operating Margins</b> 	<b>(11,2 %)</b>	<b>10,7 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>25,7 %</b>
Interest Expense 	(0,30)	(0,34)	(0,02)	(0,09)	
Interest And Investment Income	3,18	4,20	3,05	0,58	0,56
Income (Loss) On Equity Invest. 					
Currency Exchange Gains (Loss) 	1,10	(0,10)	(0,70)	(0,30)	0,60
Other Non Operating Income (Expenses)	(0,58)	(0,66)	(0,77)	(0,08)	(1,89)
<b>EBT Excl. Unusual Items</b>	<b>(19,79)</b>	<b>33,55</b>	<b>25,02</b>	<b>43,26</b>	<b>98,69</b>
Merger & Restructuring Charges			(6,23)	(1,32)	
Impairment of Goodwill					
Gain (Loss) On Sale Of Investments					
Asset Writedown 			(1,71)		
Insurance Settlements		1,60			8,67
Legal Settlements 	(14,34)	1,80		(75,84)	(5,35)

© 2019 - 2022, TIKR Inc.

Por lo tanto, podemos extrapolar que la compañía ofrece cierta resistencia a las crisis económicas. Quizá al ser un tema de salud, la necesidad de realizar estos tratamientos reste esa ciclicidad que hemos asumido en la evolución de la compañía.

## 6. Análisis Resultados

Durante los últimos 10 años, Align se ha gastado 46% de su capital en Capex (el cual se utiliza principalmente en la construcción de fábricas de producción), 38% en I+D (para expandir los diferentes niveles de maloclusión susceptibles de tratamiento) y 16% en adquisiciones (siendo la principal la adquisición de Cadent, creador del escaner iTero, y Exocad en 2020).

Durante los últimos años, la compañía ha mantenido unos ritmos de crecimiento medio de doble dígito en sus ventas, margen operativo y flujos de caja. Estos crecimientos se vieron afectados el año pasado a causa de los diferentes confinamientos debido al COVID. Pero la empresa esperaba volver sus crecimientos de doble dígito en 2022 si no existía nuevos confinamientos o problemas en la cadena de suministro.



1. Based on 2016 actuals and mid-point of guidance for the full year 2021, as of Oct 27th, 2021  
 2. CAGR based on mid-point of guidance for full year 2021 on Revenue, Operating Income, and Cash flow from operations

El pasado 27 de abril de 2022, la empresa presentó resultados del Q12022, donde presentó decrecimientos con respecto al Q42021 (aunque mantiene crecimientos Y/Y). Los recientes conflictos bélicos en Ucrania, los confinamientos en China debido a su política de COVID cero, las presiones inflacionarias y la menor confianza del consumidor han provocado esta ralentización en el crecimiento de los resultados.

A pesar de todo esto, la empresa mantiene su compromiso de conseguir márgenes operativos del 20% y un Capex de \$300M para el año 2022.



## 7. Valoración y precio objetivo

Para proceder a la valoración y precio objetivo de la compañía nos vamos a basar en las previsiones que presenta la compañía para los próximos tres y cinco años. Estas previsiones fueron presentadas en la presentación de resultados del 2021, y se ajustan bastante a lo conseguido por la compañía en años anteriores.

Reiterating 3–5 year financial model targets

	LTM
REVENUE Y/Y %	20% - 30%
GROSS MARGIN %	73% - 78%
OPERATING EXPENSE %	45% - 50%
OPERATING MARGIN %	25% - 30%
FREE CASH FLOW % <sup>1</sup>	20% - 25%

<sup>1</sup> FCF is a non-GAAP number and is defined as cash flow from operations less purchase of property, plant and equipment

© 2021 Align Technology, Inc. All rights reserved

De este modo vamos a plantear tres escenarios:

- **Escenario Base**

En este escenario consideramos que la Align Technology mantiene un crecimiento de los ingresos en la parte baja de su rango de previsión en el 22% (por debajo de su media de los últimos 5 años), y el mercado la valora a un PER de 35x y a un EV/EBITDA de 20x (estamos asumiendo valoraciones medias de la compañía durante el período 2012-2017 cuando la empresa cotizaba a precios actuales). En este escenario la empresa mantiene su política de recompra de acciones y sus niveles de Capex también.

Con esto obtenemos un precio objetivo a 3 y 5 cinco años de 500€ y 790€ respectivamente, lo que implica una rentabilidad media anual del 24%

- **Escenario Pesimista**

En este escenario consideramos que la Align Technology mantiene un crecimiento de los ingresos por debajo de las previsiones de la compañía y por debajo de lo previsto para este año y lo dejamos en un 15%, y el mercado la valora a un PER de 25x y a un EV/EBITDA de 15x (estamos asumiendo valoraciones actuales donde la acción acumula una caída del 60% en el año 2022). En este escenario la empresa mantiene sus niveles de caja al no tener que hacer adquisiciones e incrementaría su recompra de acciones como ha hecho en la actualidad al ver la infravaloración de la empresa.

Con esto obtenemos un precio objetivo a 3 y 5 cinco años de 300€ y 415€ respectivamente, lo que implica una rentabilidad media anual del 7%

- **Escenario Optimista**

En este escenario consideramos que la Align Technology mantiene un crecimiento de los ingresos en la parte alta de su rango de previsión en el 30%, y el mercado la valora a un PER de 40x y a un EV/EBITDA de 26x (incluso en este escenario estamos asumiendo valoraciones por debajo de la media de la compañía en los últimos 5 años). En este escenario la empresa reduce la recompra de acciones y incrementa su deuda para afrontar nuevas plantas de fabricación.

Con esto obtenemos un precio objetivo a 3 y 5 cinco años de 730€ y 1300€ respectivamente, lo que implica una rentabilidad media anual del 39%

	<b>Crecimiento Ventas</b>	<b>Múltiplo PER</b>	<b>Múltiplo EV/EBITDA</b>	<b>Valor 3 Años</b>	<b>Valor 5 Años</b>	<b>CAGR</b>
<b><u>Optimista</u></b>	30%	40	26	730	1300	<b>38.40%</b>
<b><u>Base</u></b>	22%	35	20	500	790	<b>23.62%</b>
<b><u>Conservador</u></b>	15%	25	15	300	415	<b>7.01%</b>

Como podemos observar, encontramos un alto valor en la valoración de la compañía por el importante colchón de seguridad que nos ofrece. Incluso en un escenario pesimista con un crecimiento en la mitad de lo conseguido y de lo esperado por la compañía, la empresa ofrece un potencial de rentabilidad del 7% anual para los próximos 5 años.

## 8. Ventajas y Riesgos

Las principales ventajas de Align Technology las podríamos resumir:

- **Posición dominante** en el mercado global de ortodoncia y tratamiento de la maloclusión dental.
- **Creciente número de médicos** entrenados con la tecnología de Align, los cuales han crecido a un ritmo del 21% anual. Además, la tecnología de Invisalign les permite a los doctores incrementar su beneficio vía menos visitas del paciente a la consulta y así la posibilidad de tratar más pacientes.
- Es un negocio que se beneficia de las **economías de escala** aplicadas a su marketing, producción y distribución.
- **Marca líder** en alineadores dentales transparentes; el ratio de satisfacción de sus clientes es el 96% y un crecimiento del 127% en las visitas a su web en 2021.
- **Nuevas patentes**, más de 600 patentes vigentes en US, y 700 en el extranjero.



En relación a los riesgos que vemos en la empresa los podríamos enumerar:

- **La competencia.** Numerosas empresas han entrado en el mercado de alineadores dentales transparentes, y muchos más vendrán. Es verdad que Align mantiene su fortaleza a pesar del vencimiento de las patentes en 2017. La innovación por parte de Align será clave en mantener esa posición de liderazgo.
- **Los alineadores dentales transparentes “low cost”.** Sinceramente, no creo que este sea un riesgo importante a tener en cuenta. Yo puedo probar algo comprado por internet para blanquear mis dientes o incluso para evitar ciertas imperfecciones. Pero creo que cuando se trata de un tratamiento de largo plazo en una corrección de los dientes total, la visita al ortodoncista y la revisión continua por parte del mismo es algo que todo cliente pone en valor.
- **Producción.** En los recientes resultados publicados del Q12022 se ha puesto de manifiesto este importante riesgo para la compañía. Posiblemente los problemas de suministro continúen en el corto plazo, pero es algo que irá solucionándose paulatinamente con la reapertura de China.
- **Inflación.** Otro importante riesgo para la compañía si quiere mantener sus márgenes. Pero también es algo que afectará a todo el sector en general.
- **Ciclicidad.** Al ser un negocio que depende de la capacidad de consumo de la población, puede verse resentido ante momentos como el actual con una decreciente confianza del consumidor. Pero como hemos visto anteriormente, no suele sufrir mucho en momentos de crisis.

## 9. Conclusión

En resumen, encontramos una compañía cotizando actualmente a unos precios atractivos y cumple a la perfección con los criterios que le exigimos a toda inversión de largo plazo:

- I. Empresa que mantiene unos **crecimientos constantes en sus ingresos y en sus márgenes**, y por encima de la media del sector.
- II. Una **ventaja competitiva destacable** que le otorga una diferenciación con respecto a sus competidores.
- III. Un **ROE y ROCE por encima del 20%**
- IV. Empresa de un sector con **poca ciclicidad** y que se comporta bien en momentos de crisis.
- V. **Accionistas y gestores alineados** con la evolución de la empresa.
- VI. Estimaciones de rentabilidad a 3 y 5 años de doble dígito, y con **CAGR superior al 20% en su escenario base.**

## DISCLAIMER

LA INFORMACIÓN AQUÍ CONTENIDA SE EXPONE A TÍTULO MERAMENTE INFORMATIVO Y NO CONSTITUYE UNA RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN, NI INVITACIÓN, OFERTA, SOLICITUD U OBLIGACIÓN POR PARTE DE MI PERSONA PARA LLEVAR A CABO OPERACIÓN O TRANSACCIÓN ALGUNA. DICHA INFORMACIÓN TAMPOCO ES UN REFLEJO DE POSICIONES (PROPIAS O DE TERCEROS) EN FIRME DE LOS INTERVINIENTES EN EL MERCADO DE VALORES. AL REFLEJAR OPINIONES TEÓRICAS, SU CONTENIDO ES MERAMENTE INFORMATIVO Y POR TANTO NO DEBE SER UTILIZADO PARA VALORACIÓN DE CARTERAS O PATRIMONIOS, NI SERVIR DE BASE PARA RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN. NO SE ASUME RESPONSABILIDAD ALGUNA EN RELACIÓN CON DICHA INFORMACIÓN, NI DE CUALQUIER USO NO AUTORIZADO DE LA MISMO.