

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# В процессе

SmileDirectClub, Inc (SDC)

Потенциал роста: -  
Целевая цена: -  
Диапазон размещения: -

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Стоматологические услуги

обзор перед IPO

## 190% роста выручки на исправлении зубного прикуса



Выручка, 2018 (млн USD)	423,2
EBIT, 2018 (млн USD)	-45,5
Прибыль, 2018 (млн USD)	-74,4
Чистый долг, 2Q19 (млн USD)	22

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-4

Капитализация IPO (млн USD)	—
Акции после IPO (млн шт)	—
Акции к размещению (млн шт)	—
Объем IPO (млн USD)	—
Минимальная цена IPO (USD)	—
Максимальная цена IPO (USD)	—
Целевая цена (USD)	—
Дата IPO	—

Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/sdc**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

**Абдикаримов Ерлан**  
Директор Департамента финансового анализа  
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

**Бектемиров Алем**  
Младший инвестиционный аналитик  
(+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz



**16 августа заявку на IPO подала компания SmileDirectClub, сервис для выпрямления зубов в домашних условиях: компания предлагает прозрачные брекет-системы без необходимости идти в кабинет ортодонта. На последнем инвестраунде компанию оценили в \$3,2 млрд, среди инвесторов - Clayton, Dubilier & Rice, Kleiner Perkins, Align Technologies, Camelot Venture и Spark Capital.**

**Продукт компании.** SDC предлагает 2 варианта получения услуг: (1) запись на прием для получения 3D-изображения прикуса в 300 магазинах компании или (2) заказ слепочного комплекта онлайн. Используя изображение, компания создает предварительный план лечения, который одобряется за 48 часов квалифицированным врачом. Устройство обычно используется до 6 месяцев, при этом клиент должен загружать фотографии и другую информацию в SmileCheck, чтобы лечащий врач мог отслеживать прогресс. Продукт позволяет клиентам экономить до 60% по сравнению с традиционными методами лечения, при этом лечение проходит в среднем до 6 месяцев, когда традиционные методы занимают от 4 до 14 месяцев.

**Потенциальный рынок свыше \$945 млрд.** Мировой рынок ортодонтии большой и недостаточно обслуживаемый. Приблизительно 85% людей во всем мире имеют неправильный прикус, при этом менее 1% лечат его ежегодно. Общий рынок компании составляет более 120 млн человек в США и более 500 млн человек во всем мире, по данным Frost & Sullivan. При этом компания планирует дальнейшее развитие на международных рынках: в ноябре 2018 года был открыт первый магазин в Канаде, а в 2019 году - в Австралии и Великобритании.

**Рост свыше 100% при сокращении расходов и приближении к безубыточности.** В 2018 году темпы роста компании составили 190%, при этом в 1ПГ2019 наблюдается замедление до 113%. Такой рост связан с увеличением заказов на 187%. Валовая маржа с 2017 года демонстрирует рост с 56% до 78% в 1ПГ19. Показатели EBIT-маржи демонстрируют рост с -21% до -4% за этот же период. Основной причиной стало снижение себестоимости и снижение административных расходов.

## SmileDirectClub: финансовые показатели

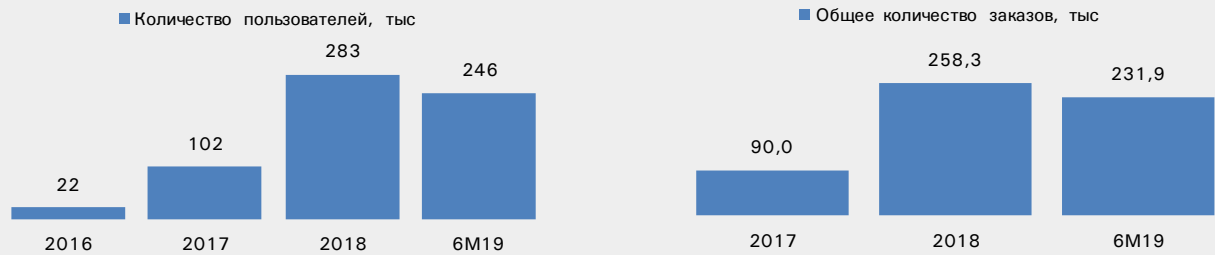
Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	6M19
<b>Выручка</b>	<b>146</b>	<b>423</b>	<b>374</b>
Себестоимость	64	134	84
<b>Валовая прибыль</b>	<b>82</b>	<b>289</b>	<b>290</b>
Продажи и маркетинг	64	213	209
G&A	48	122	96
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(28)</b>	<b>(37)</b>	<b>(6)</b>
Амортизация	3	9	10
<b>ЕБИТ</b>	<b>(31)</b>	<b>(46)</b>	<b>(16)</b>
Процентные расходы	(2)	(14)	(7)
Погашение долга	0	0	(30)
Прочие расходы	0	(15)	(0)
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(33)</b>	<b>(59)</b>	<b>(23)</b>
Налог	0	(0)	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(33)</b>	<b>(59)</b>	<b>(23)</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Темпы роста выручки	-	190%	113%
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	56%	68%	78%
ЕБИТДА маржа	-19%	-9%	-2%
ЕБИТ маржа	-21%	-11%	-4%
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-22%	-14%	-6%
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
<b>CFO</b>	<b>(30)</b>	<b>(115)</b>	<b>(98)</b>
D&A	3	9	10
<b>CFI</b>	<b>(10)</b>	<b>(42)</b>	<b>(38)</b>
CapEx	(7)	(27)	(38)
<b>CFF</b>	<b>38</b>	<b>466</b>	<b>(29)</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>(2)</b>	<b>310</b>	<b>(165)</b>
Наличность на начало года	6	4	314
Наличность на конец года	4	314	149
<b>Справочные данные</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Акции в обращении, млн штук	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	7	27	38
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-

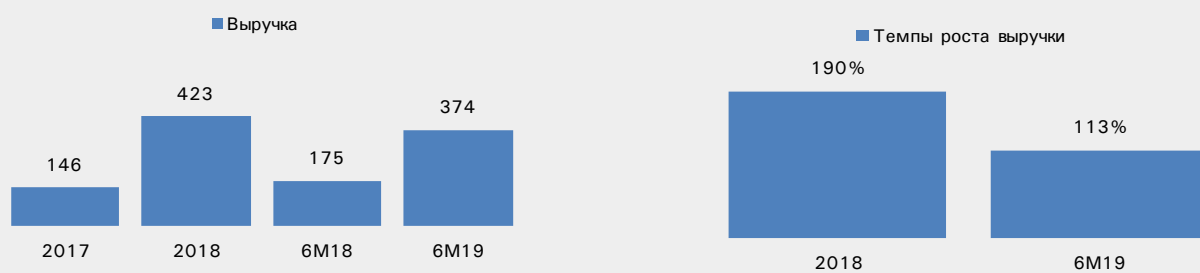
Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	6M19
Наличность	4	314	149
Дебиторская задолженность	34	114	182
ТМЗ	3	9	14
Прочие активы	2	6	12
<b>Текущие активы</b>	<b>43</b>	<b>442</b>	<b>356</b>
Счета к получению	12	60	93
ОС	12	53	87
Прочие активы	0	0	6
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>23</b>	<b>113</b>	<b>186</b>
<b>Активы</b>	<b>66</b>	<b>555</b>	<b>543</b>
Кредиторская задолженность	8	25	50
Начисленные обязательства	14	35	64
Связанные стороны	15	20	3
Отложенный доход	12	19	21
Текущий долг связанных сторон	15	16	4
<b>Текущие обязательства</b>	<b>64</b>	<b>116</b>	<b>142</b>
Долг	0	137	171
Долг связанных сторон	35	2	0
Прочие долгосрочные обязательства	1	1	1
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>36</b>	<b>140</b>	<b>172</b>
<b>Всего обязательства</b>	<b>100</b>	<b>255</b>	<b>314</b>
<b>Конвертируемые акции</b>	<b>0</b>	<b>389</b>	<b>425</b>
<b>Капитал</b>	<b>-34</b>	<b>-90</b>	<b>-226</b>
<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>66</b>	<b>555</b>	<b>543</b>
<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICTO, x	-	-	-
AICTO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	121%	111%	104%
WCTO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	0,67	3,83	2,51
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	0%	25%	32%
Долг/собственные средства, x	0%	44%	115%
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	6%	57%	27%
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
<b>Мультипликаторы</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

## SmileDirectClub: ключевые цифры

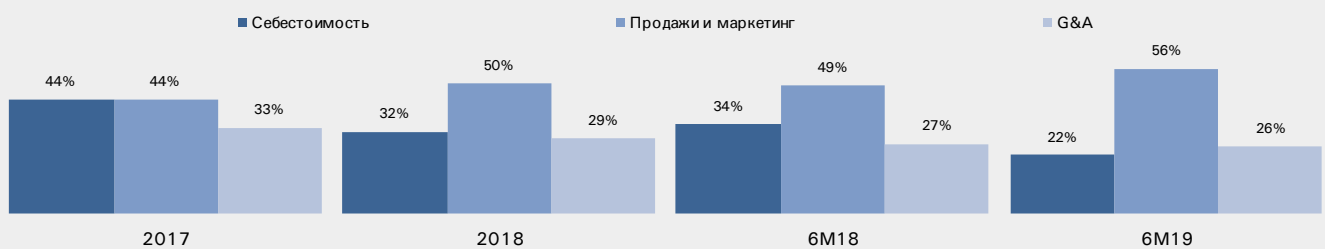
### Операционная метрика



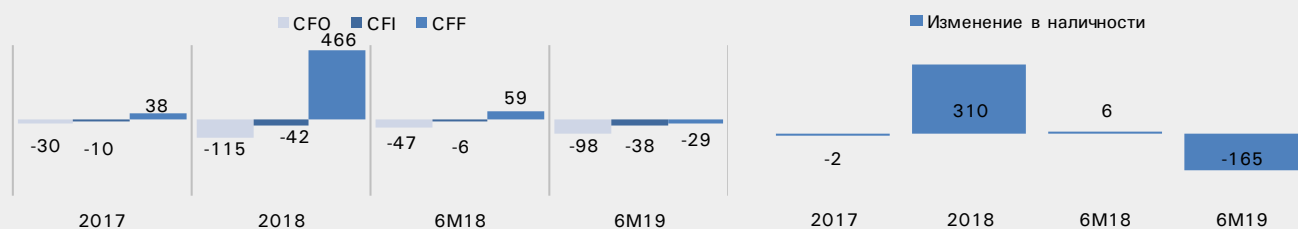
### Выручка и темпы роста



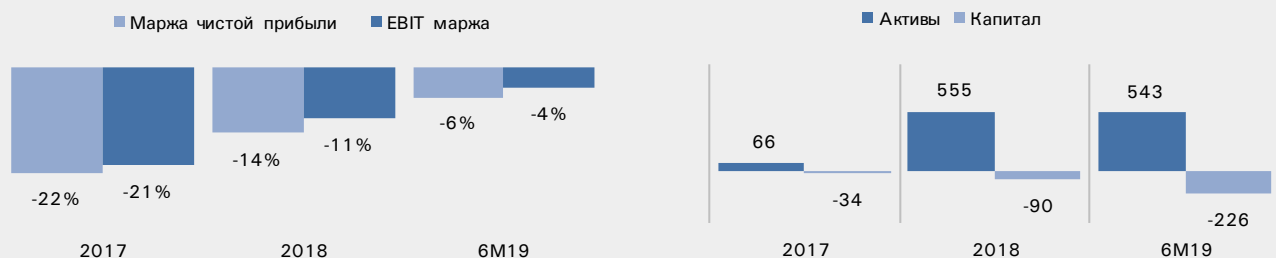
### Расходы и их структура



### Денежные потоки



### Маржа и активы



## SmileDirectClub: ключевые факты

**SmileDirectClub – это сервис для выпрямления зубов в домашних условиях: компания предлагает прозрачные брекететы без необходимости идти в кабинет ортодонта.** Компания предлагает свои услуги в США, Канаде, Австралии и Великобритании.

SmileDirectClub была основана в 2013 году как первая медтехническая платформа для преобразования «улыбок». На данный момент у SDC есть 300 фирменных магазинов под названием “SmileShop”. В данных магазинах пользователи могут больше узнать о компании и её продукции, также получить бесплатное 3D-изображение зубов.

Последний раз компанию оценили в \$3,2 млрд. Всего компания привлекла \$ 393 млн. Среди инвесторов числятся Clayton, Dubilier & Rice, Kleiner Perkins, Align Technologies, Camelot Venture и Spark Capital.

**Продукт компании.** SDC предлагает 2 варианта получения услуг.

(1) Запись на прием для получения 3D-изображения прикуса в 300 магазинах компании. Прием идет примерно 30 минут, при приеме используется камера, которая делает 6 тысяч снимков в секунду, что позволяет создать очень подробную цифровую «карту» клиента.

(2) Заказ слепочного комплекта онлайн, который прописан врачом, впоследствии он будет доставлен прямо до двери клиента.

### Иллюстрация 1. Примеры заказов выравнивателей зубов SDC



Источник: на основе данных компании

Используя изображение, компания создает предварительный план лечения, который демонстрирует, как будут «двигаться» зубы во время прохождения процедуры выравнивания. Затем план лечения отправляется квалифицированному врачу в системе компании. В течение 48 часов он рассматривает план лечения.

После всех процедур SDC отправляет полный комплект изготовленных на заказ прозрачных выравнивателей клиенту. Устройство обычно используется до 6 месяцев, при этом клиент должен загружать фотографии и другую информацию в SmileCheck, чтобы лечащий врач мог отслеживать прогресс.

Компания также предлагает ежемесячный план платежей, получивший название SmilePay. В рамках SmilePay потребители платят \$250 авансом и около \$85 в месяц.

Также SDC предоставляет клиентам гарантию на товар и услуги. Если клиент в течение первых 30 дней не доволен прогрессом, то компания возмещает часть затрат или же бесплатно предоставляет дополнительные услуги. После завершения лечения клиенты обычно приобретают различные фиксаторы каждые полгода или же дополнительные средства по уходу за полостью рта.






**Иллюстрация 2. Клиенты компании и результаты лечения**



Источник: на основе данных компании

По заявлению компании, благодаря их услугам клиенты экономят до 60% средств, при этом процедура в среднем проходит быстрее, чем при стандартном лечении, занимающем от 4 до 14 месяцев.

**Иллюстрация 3. Примеры преимуществ SDC перед стандартным лечением**

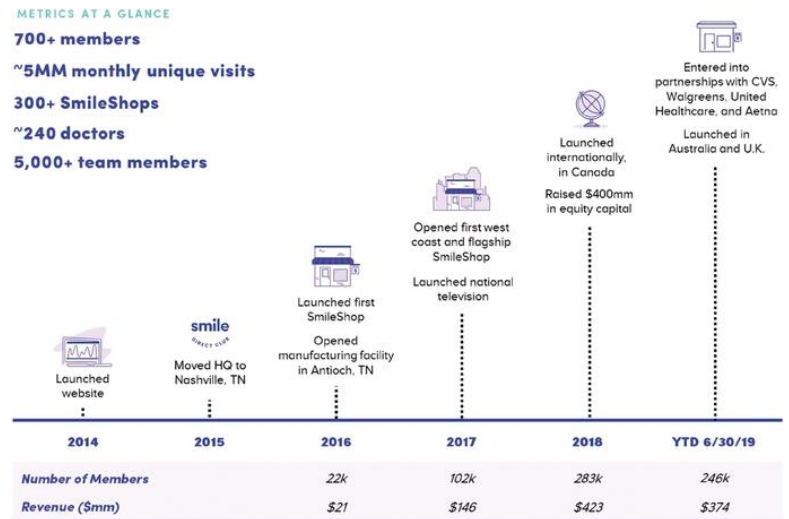
Traditional orthodontic model		smile DIRECT CLUB
<b>Cost</b>		
\$5,000 – \$8,000		\$1,895
<b>Convenience</b>		
10 – 15 orthodontist visits		Doctor-directed remote teledentistry Zero in-office visits required
12 – 24 months		5 – 10 months
<b>Access</b>		
Limited access to treatment (Only 40% of U.S. counties have orthodontists)		Access across U.S., Canada, Australia, and U.K. with impression kits and 300+ SmileShops
<b>Financing</b>		
Limited by poor credit		Captive financing for accessible credit

Источник: на основе данных компании

С момента основания в 2014 году компания обслужила уже более 700 тысяч человек в 50 штатах США, Пуэрто-Рико, Канаде, Австралии и Великобритании. Access Dental Lab, дочернее предприятие, полностью принадлежащее SDC, отвечает за производство компонентов фирмы.

### Иллюстрация 4. Хронология SDC

## Evolution of SDC

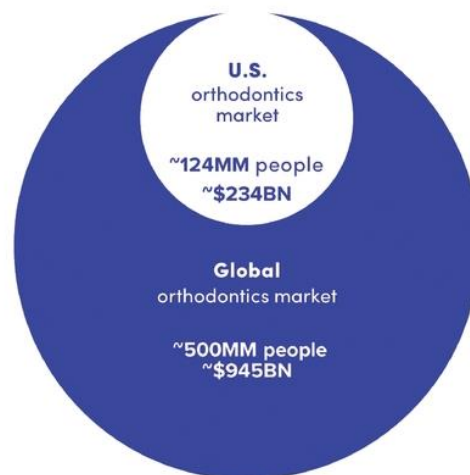


Источник: на основе данных компании

**Потенциальный рынок свыше \$945 млрд.** Мировой рынок ортодонтии большой и недостаточно обслуживаемый. Приблизительно 85% людей во всем мире имеют неправильный прикус, при этом менее 1% лечат его ежегодно.

Общий рынок компании составляет более 120 млн человек в США и более 500 млн человек во всем мире, по данным Frost & Sullivan.

### Иллюстрация 5. Потенциальный адресный рынок компании



Источник: на основе данных компании

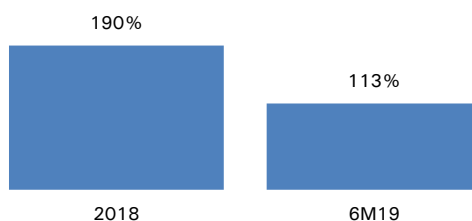
**Стратегия роста.**

- Увеличение спроса: каждый месяц сайт компании посещают до 5 млн человек
- Расширение услуг на международном рынке: в ноябре 2018 года был открыт первый магазин в Канаде, во 2 квартале 2019 года - в Австралии, в 3 квартале 2019 года - в Великобритании.
- Новые продукты: компания уже дифференцирует свое предложение благодаря выпуску новых продуктов по уходу за полостью рта. Также в 3 квартале был выпущен новый продукт Nighttime Clear Aligner.
- Увеличение количества магазинов SmileShop
- Расширение партнёрства

## SmileDirectClub: рост свыше 100% при сокращении расходов и приближении к безубыточности

**Компания растет свыше 100%.** В 2018 году темпы роста компании составили 190%, при этом в 1ПГ2019 наблюдается замедление до 113%. Такой рост связан с увеличением заказов на 187%.

График 1. Темпы роста, %

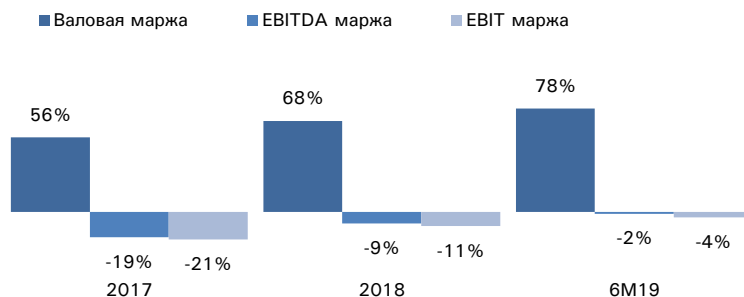


Источник: на основе данных компании

**Основные показатели маржи.** Валовая маржа с 2017 года демонстрирует рост с 56% до 78% в 1ПГ19. Основной причиной роста валовой маржи стало производство на своих мощностях и отказ от аутсорсинга.

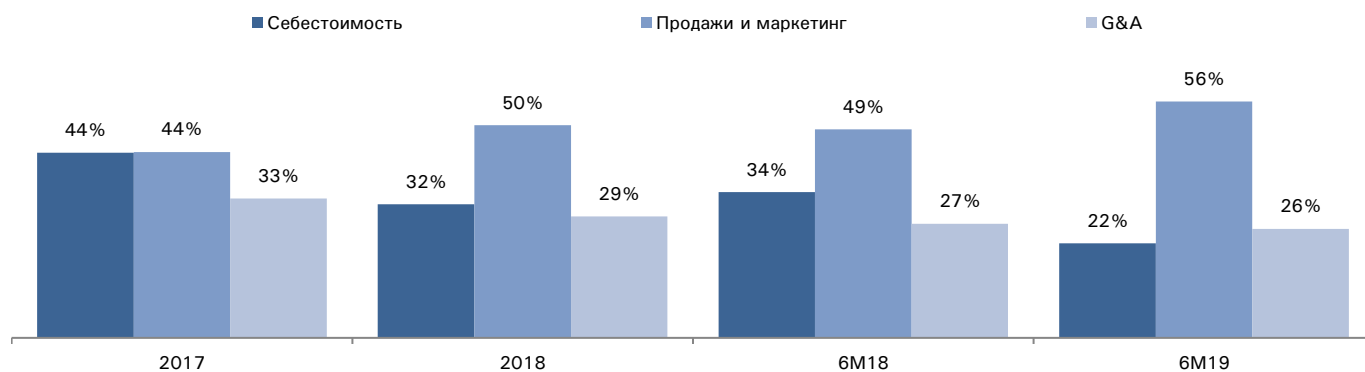
Показатели EBIT-маржи демонстрируют рост с -21% до -4% за этот же период. Основной причиной стало снижение себестоимости и снижение административных расходов.

График 2. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

График 3. Структура расходов SDC за 2017-6М19 гг.

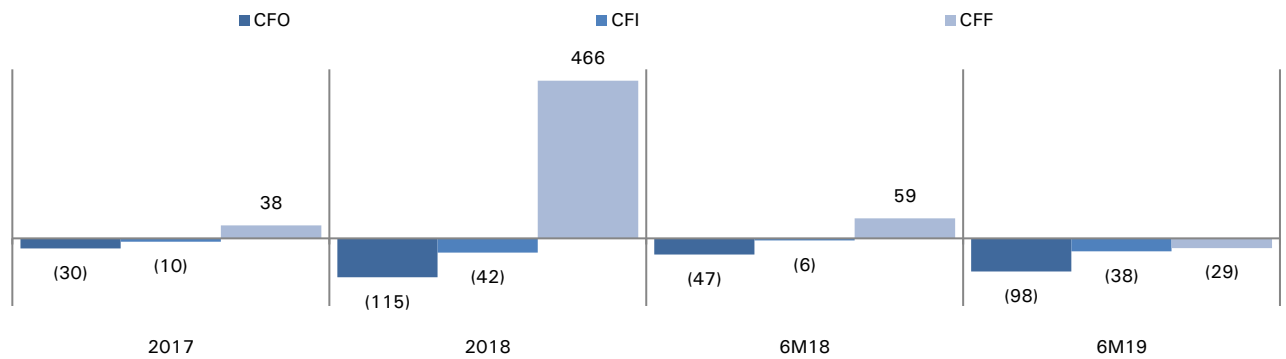


Источник: на основе данных компании



**Денежный поток.** За последние 2 года компания генерирует наличность за счет своей финансовой деятельности, в которую входят инвестраунды.

График 4. Денежный поток SDC 2017 по 6M19 гг.



Источник: на основе данных компании

## Риски: ассоциация, конкуренция и председатель правления

---

**Давление со стороны ассоциации.** Члены Американской ассоциации ортодонттов не согласны с SmileDirectClub, ранее утверждая, что SmileDirectClub нарушает закон, поскольку ее методы, позволяющие людям пропускать личные посещения и рентген, «незаконны и создают медицинские риски».

**Конкуренция.** Компания конкурирует в основном с Candid Co., Smilelove и SnapCorrect. В меньшей степени сталкивается с Align Technology.

**Председатель правления.** Председатель и главный исполнительный директор компании Дэвид Кацман имеет другие деловые интересы за пределами SmileDirectClub. Возможно, он не сможет уделять достаточное количество времени бизнес-операциям компании, что может негативно повлиять на финансовое состояние компании.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.

---