

Beltrán Palazuelo sobre Intercos

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión es obtenida de una carta trimestral del fondo DLTV Europe.

* * *

Intercos [BIT: ICOS] es uno de los líderes mundiales en la formulación, marketing y producción de productos de maquillaje (60% de las ventas), productos de cuidado de la piel (16%) y productos para el cuidado del cabello y cuerpo (23%). Fundada en 1972 por Darío Ferrari, esta empresa italiana cuenta con su fundador como principal accionista, con un 32.2% de las acciones.

Sus principales competidores son dos empresas coreanas: Cosmax y Kolmar. A pesar de tener un tamaño similar al de Intercos, estas compañías están enfocadas en las marcas chinas y el mercado masivo. Su ventaja competitiva reside en el precio y la rapidez. En contraposición, Intercos se centra en las marcas occidentales y el segmento “Prestige”, donde la innovación y la calidad es su ventaja competitiva.

En la industria de la belleza y los cosméticos, todas las marcas dependen de socios como Intercos para innovar, formular, producir y acceder a ingredientes patentados, necesarios para ofrecer el mejor producto. Salvo excepciones como L’Oréal, que busca mantener el control total de sus procesos y limita la externalización, el resto del sector tiende cada vez más a externalizar su producción. Esto ha hecho de Intercos un aliado crucial para empresas como Puig Brands (Charlotte Tilbury) y Estée Lauder. Las marcas emergentes y las “Indie brands” difícilmente podrían lanzar productos innovadores de manera continua sin el apoyo de empresas como Intercos.

La trayectoria de Intercos ha sido un verdadero caso de éxito. Desde 2009 hasta 2024 sus ventas y EBITDA han crecido a una tasa anual cercana al 12%. Este éxito ha sido impulsado por una inversión significativa en I+D (equivalente al 5% de las ventas) y por la cercanía de la empresa a sus clientes, proporcionando soluciones a medida. Actualmente, el ROCE de Intercos se sitúa cerca del 13%, y se espera que, con la mejora en la utilización de algunas de sus plantas, este indicador alcance el 14-15%.

El sector de la belleza y los cosméticos tiene un crecimiento proyectado de alrededor del 6% anual en las próximas décadas. Esto se debe al crecimiento de la población mundial y a la naturaleza recurrente y creciente del gasto en productos de belleza en los países desarrollados. En los países en desarrollo, a medida que la población adquiere mayor poder adquisitivo, el gasto en estos productos crece con fuerza.

Dado que Intercos es un líder en la industria y se enfoca en la innovación y la calidad, esperamos que sus ventas aumenten a una tasa de al menos el 8% en las próximas décadas, beneficiándose del crecimiento del mercado, el aumento de la externalización, la mayor presión regulatoria y las oportunidades de adquisiciones complementarias (“bolt-on acquisitions”).

En cuanto a los márgenes, algunas regiones como India, presentan márgenes menores (cerca del 0%), lo que nos lleva a concluir que los márgenes estructurales de Intercos deberían situarse en torno al 17-18%, frente al 14% actual. Esto permitiría que el EBITDA de

Intercos crezca a más del 8% a largo plazo.