



ACCIÓN DE RATING

22 de agosto, 2025

Primera clasificación

RATINGS

Comercial K SpA

Solvencia	A
Bonos	A
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2025

Para mayor información, ir a sección
[Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de bienes de consumo](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8200
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8200
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Jose Delgadillo +56 2 2896 8200
Directora Asociado de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Vicente Escudero +56 2 2896 8200
Analista de Corporaciones
vescudero@icrchile.cl

Javier Maldonado +56 2 2896 8200
Analista de Corporaciones
jmaldonado@icrchile.cl

Comercial K SpA

Informe de primera clasificación

ICR clasifica en categoría A/Estable la solvencia y bonos Comercial K SpA, sustentado en la evaluación realizada a factores relacionados con su modelo de negocios, tales como la fortaleza de su marca, su participación de mercado, su nivel de diversificación, y su escala. Por otra parte, la clasificación asignada pondera su fortaleza financiera, con indicadores crediticios categorizados por ICR como “Adecuados” respecto al riesgo del negocio de la compañía, pero con altas exigencias anuales de flujos procedentes del servicio de la deuda (para financiar compra de inventario) y desde sus accionistas, lo que restringe, de momento, su rating.

Respecto a la evaluación de riesgo del negocio de Comercial K, evaluamos positivamente el cambio significativo en escala que ha logrado sostener de manera estructural a partir de 2021, bajo un modelo de negocios que combina diferentes formatos, canales de comercialización, ubicaciones geográficas y líneas de productos que, en nuestra opinión, facilitan la implementación de estrategias comerciales diferenciadas por segmento objetivo.

En línea con su tamaño relativo, consideramos que si bien su escala es inferior a las grandes cadenas de la industria de mejoramiento del hogar en Chile, su poder de compra y su capacidad para efectuar inversiones en tecnología y marketing se ven potenciadas por la integración de la compañía al Grupo Klipen, favoreciendo las condiciones de compra con grandes proveedores, proporcionando una línea de productos de marca propia, y traspasando conocimiento y experiencia desde un representante regional a la operación local.

En cuanto a lo financiero, destacamos la robustez operacional de Comercial K, aun cuando ha debido enfrentar la contracción del sector construcción en los últimos años y los riesgos característicos en su calidad de importador, esto es, eventuales descalces cambiarios y de incrementos en el costo del flete marítimo, lo que denota una adecuada gestión de esta compañía de los principales ítems de costos y su favorable estrategia de *pricing*, lo que confluente en la generación persistente de altos márgenes del negocio.

Por otra parte, consideramos que sus indicadores de solvencia se ajustan adecuadamente a la evaluación de riesgo del negocio del emisor, pero con una política financiera con altas exigencias de flujos asociadas a la renovación de sus obligaciones de capital de trabajo, sumado a una alta carga financiera y con desembolsos significativos por concepto de dividendos en la trayectoria de la compañía. De este modo, si bien la evaluación de riesgo del negocio indica que el rating de Comercial K debiese inclinarse hacia categoría A+, con ratios de solvencia que se alinean con dicha clasificación, su política financiera restringe, de momento, su evaluación crediticia, explicando su rating en categoría A, y representa a la vez el principal *driver* de mejora para eventuales alzas de su clasificación.

Perfil de la Empresa

Comercial K SpA es una empresa chilena fundada en 1999 por la familia Khamis, dedicada a la importación, comercialización y distribución de productos para el mejoramiento del hogar. Con foco en diseño, decoración y remodelación, la compañía opera bajo un modelo de negocio verticalmente integrado, que abarca desde el desarrollo y abastecimiento de productos hasta la comercialización y servicios de postventa. Su portafolio comprende revestimientos duros y blandos, soluciones hidrosanitarias, cocinas, electrodomésticos y mobiliario, segmentos en los que ha consolidado una posición relevante en el mercado nacional.

La compañía cuenta con 13 tiendas MK, 8 MK Outlet, 1 Studio MK, 1 Espacio MK y una plataforma de *e-commerce*. Su presencia nacional se complementa con acuerdos de distribución con grandes cadenas como Sodimac, Easy, Imperial, Construmart y Chilemat, alcanzando más de 300 puntos de venta. El abastecimiento se apoya en una red diversificada de más de 160 proveedores internacionales —varios con acuerdos de exclusividad— y en el desarrollo de la marca Klipen, impulsada en conjunto con el Grupo Klipen.

En materia de propiedad, Comercial K es controlada en un 100% por la familia Khamis, a través de Inversiones K Ltda., sin que exista un acuerdo de actuación conjunta formalizado entre los accionistas de esta última.

El directorio de Comercial K SpA está conformado por cinco miembros, tres de los cuales pertenecen a la familia Khamis. La presidencia es ejercida por su fundador, Maurice Khamis Massú, empresario con más de cuatro décadas de experiencia en la importación, distribución y comercialización de productos en diversas industrias.

Industria inmobiliaria y mejoramiento del hogar en Chile

Contracción del sector inmobiliario privado —con incidencia negativa en industria de mejoramiento del hogar—, mitigado parcialmente por la inversión activa en vivienda pública y subsidiada

El mercado inmobiliario en Chile ha completado varios años de condiciones adversas, las que han mermado su nivel de ventas respecto a los rangos que habitualmente mantenía hasta antes del año 2020. Factores como el encarecimiento de los costos de construcción, las restricciones en el acceso al financiamiento hipotecario, la menor capacidad de ahorro de los hogares, y los mayores plazos en la obtención de permisos son algunos de los factores que han mantenido la actividad sectorial por debajo de su promedio histórico.

En este contexto, y según cifras de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) en su informe MACH 68, se prevé que la recuperación sectorial continuaría siendo paulatina, con una inversión en vivienda que presenta un crecimiento proyectado de 2% para 2025, pese a que los niveles de inversión y ventas de 2024 reflejan una baja base de comparación.

De todos modos, es importante señalar que el comportamiento de inversión en vivienda ha sido heterogéneo dentro de las ramas que lo componen, teniendo en cuenta que, si bien el sector privado se ha contraído, la inversión en vivienda pública y con subsidio se ha mantenido activa. En particular, el Plan de Emergencia Habitacional registra a abril de 2025 un avance cercano al 71% de su meta, reflejando tanto la ejecución de proyectos en curso como la sostenida demanda por programas habitacionales subsidiados.

ACCIONISTAS DE COMERCIAL K

Accionista	%
Inversiones K Ltda.	100%

Fuente: CMF.

DIRECTORIO

Maurice Khamis M.	Presidente
Gonzalo Fanjul D.	Director independiente
Daphne Basiliu C.	Director independiente
Javier Khamis J.	Director
Cristóbal Khamis J.	Director

Fuente: La compañía, agosto 2025.

SEGMENTOS DE PRODUCTOS

Revestimientos duros: Incluye azulejos de porcelana, azulejos de gres, azulejos de cerámica, azulejos de mosaico, suelos arquitectónicos de hormigón y roca.

Revestimientos blandos: Incluye suelos laminados, suelos de madera, laminados, suelos orgánicos, alfombras, murales de papel y césped sintético.

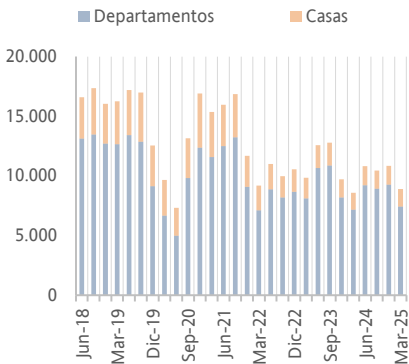
Hidrosanitarios: Incluye sistemas de inodoros y lavabos, grifos y accesorios, muebles de baño, receptáculos, cabinas y espejos.

Cocinas, electrodomésticos y otros: Incluye muebles de cocina, encimeras, campanas extractoras, frigoríficos, hornos, estufas, lavadoras y secadoras.

Fuente: La compañía.

Industria: Niveles de venta de viviendas se mantendrían acotados en el corto plazo

Evolución ventas trimestrales de viviendas en Chile hasta marzo de 2025 (unidades)



Fuente: CChC.

La vivienda social se ha visto favorecida por un mayor respaldo fiscal e incentivos, lo que ha permitido sostener la inversión y contribuir a mitigar parcialmente el déficit habitacional cuantitativo estimado en más de 550 mil viviendas (informado por Minvu en base a datos de Casen 2022). Dicho déficit representa una oportunidad relevante para la industria del mejoramiento del hogar, ya que cada nueva vivienda incorpora demanda por terminaciones, equipamiento y remodelaciones progresivas.

En síntesis, estimamos que si bien la industria del mejoramiento del hogar se ha visto afectada por la menor actividad inmobiliaria privada —lo que continuaría dentro del corto plazo—, dicha contracción ha sido mitigada parcialmente por la inversión pública en vivienda, mientras que el déficit habitacional actual representa un pilar fundamental de crecimiento para el sector en la medida que las políticas públicas se dirijan a subsanarlo.

Crecimiento del consumo podría mitigar menor demanda mayorista de productos de mejoramiento para el hogar, pero también enfrenta un escenario desafiante dentro del corto plazo

Las ventas del sector de mejoramiento del hogar no están ligadas únicamente al ciclo inmobiliario y de la inversión en vivienda, ya que parte importante de la demanda también procede de compradores que buscan efectuar remodelaciones, mejoras y reposición de equipamiento en sus viviendas actuales. De este modo, también resulta relevante para las perspectivas de la industria la dinámica del consumo minorista y las variables que lo determinan.

Al respecto, el Banco Central en su Informe de Política Monetaria de junio de 2025 proyecta un crecimiento en el consumo privado en torno al 2%, lo que, pese a reflejar una cifra positiva, aún captura variables de incertidumbre que restringen mayores niveles de actividad. Consideramos que las expectativas para el consumo ponderan factores económicos positivos como la evolución de los ingresos laborales reales y la estabilización de la inflación, lo que es contrarrestado por la incertidumbre que generan los niveles crecientes de desempleo, junto a expectativas de los consumidores que se mantienen negativas respecto a las perspectivas económicas del país.

En esta línea, si bien estimamos que el crecimiento proyectado para el consumo permitiría proyectar una demanda por productos de mejoramiento del hogar que logre compensar parcialmente las menores ventas ligadas al desarrollo inmobiliario, se debe tener en cuenta que también es susceptible a reducirse considerando la serie de factores que determinarían su comportamiento dentro del corto y mediano plazo, incluyendo tanto elementos de la economía local como del contexto comercial internacional.

Clasificación de riesgo del negocio: **A+**

Evaluación del negocio de Comercial K pondera un nivel de ventas relativamente estable posterior a 2021, año en que se produjo un cambio significativo en su escala

Para el período 2021 – 2024, Comercial K evidenció ventas que promediaron cerca de \$170.000 millones, lo que difiere significativamente del nivel de escala observado previamente, con ingresos que se ubicaban bajo los \$90.000 millones, siendo el resultado de un aumento de capacidad operativa en su centro de distribución, un plan acelerado de crecimiento en tiendas MKO y el lanzamiento de la plataforma e-commerce. Si bien hay períodos que incorporan efectos extraordinarios de mayor liquidez en la economía relacionados con la pandemia, estimamos que ventas anuales en torno a \$150.000 millones o superiores representarían un nivel estructural para la compañía, al menos en el horizonte de corto y mediano plazo. De este modo, nuestra evaluación respecto al

MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE COMERCIAL K

Pilar	AA	A	BBB	BB	B
Fortaleza de la marca					
Market share					
Diversificación	No aplica				
Economías de escala / tamaño relativo	No aplica				

Fuente: Metodología de clasificación de industria de bienes de consumo

ESTRATEGIA DE VENTA MULTICANAL

Retail: Canal de comercialización que considera la venta a clientes particulares a través de la cadena de tiendas MK, MK Outlet y una plataforma de e-commerce.

Proyectos: Canal enfocado en la venta a inmobiliarias, obras públicas y mandatos corporativos.

Distribución: Canal dirigido a la venta por medio de cadenas de ferreterías, tiendas especialistas, y distribuidores de grandes superficies.

Fuente: La compañía.

DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA Y POR FORMATO

FORMATO	UBICACIONES
Tiendas MK (13):	Santiago, Calama, Iquique, Antofagasta, La Serena, Viña del Mar, Rancagua, Talca, Chillán, Concepción, Temuco, Osorno y Puerto Montt.
MK Outlets (8):	Noviciado, Huechuraba, Peñalolén, Vitacura, La Fábrica, Maipú, La Florida y Viña Park.
Studio MK (1):	Las Condes.
Espacio MK (1):	Vitacura.

Fuente: La compañía.

nivel de ventas de Comercial K considera su cambio estructural en escala a partir de 2021, pero también las variaciones más acotadas en ventas de años posteriores, que incluyen decrecimientos que paulatinamente han tendido a posicionar los ingresos de la empresa en el rango de \$150.000 - \$160.000 millones.

Opinamos que la capacidad para sostener su tamaño relativo actual en un escenario sectorial complejo ha sido resultado de una profundización de su posicionamiento de mercado dentro de su segmento objetivo, con canales de distribución bien definidos, sumado a altos niveles de reconocimiento de marca y valor percibido por parte de los clientes. No estamos considerando, por el momento, cambios materiales en la estrategia de posicionamiento de Comercial K dentro de sus canales de distribución, ni tampoco en su tamaño relativo, implicando que nuestra evaluación de los pilares asociados a **Fortaleza de la Marca** y **Participación de Mercado** debiese mantenerse estables dentro del horizonte de 12 a 18 meses.

Comercial K cuenta con adecuados niveles de diversificación por productos, canales de distribución y presencia geográfica

Consideramos que los niveles de diversificación por producto que presenta Comercial K brindan ciertas ventajas competitivas dentro de su segmento objetivo al permitir que los clientes puedan efectuar una compra que incluye varias categorías de productos en un mismo lugar. Si bien la oferta de productos no es tan diversa como las que presentan las empresas líderes del sector mejoramiento del hogar en Chile, el mix ofrecido responde al mercado objetivo al que apunta Comercial K mediante sus distintos canales de comercialización, con un fuerte foco de posicionamiento en diseño y decoración, y con alta presencia en revestimientos duros y blandos.

Por otra parte, mediante sus canales de comercialización, la empresa logra mitigar parcialmente el riesgo de exposición concentrada en un sector económico específico, ya que por una parte está ligada a la dinámica del consumo (canales Retail y Distribución), mientras que otra fracción de su demanda está asociada a la inversión en construcción pública y privada (canal Proyectos).

Adicionalmente, Comercial K cuenta con puntos de venta distribuidos a lo largo del territorio nacional mediante tiendas propias, pero con una exhibición de productos que se ve potenciada a través de locales de terceros con los que mantiene relaciones comerciales, y que constituyen el canal Distribución.

Con todo, estimamos que Comercial K cuenta con adecuados niveles de diversificación, lo que se mantendría en el horizonte de corto y mediano plazo, justificando nuestras expectativas de estabilidad en la evaluación asignada a los factores del negocio de la compañía asociados a **Diversificación**.

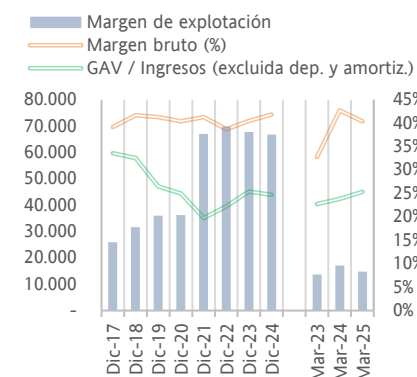
Alianza con Klipen representa un factor positivo en la evaluación del emisor, considerando su impacto favorable en el poder de compra y las sinergias logísticas

Es relevante destacar que la evaluación del emisor contempla una escala relativamente alta si se compara con empresas especializadas en algún producto de mejoramiento del hogar, pero que es inferior si se contrasta con las compañías de mayor tamaño de la industria en Chile. Si bien lo último podría representar ciertas desventajas en términos de poder de compra y aspectos logísticos, estimamos que ello se subsana con la integración de Comercial K al Grupo Klipen, correspondiente a una asociación independiente entre empresas latinoamericanas especializadas en el mejoramiento del hogar, funcionando como una cooperativa de compra con grandes proveedores, y también como una marca propia de productos.

De este modo, ponderamos positivamente la alianza con Klipen a través de la evaluación de aspectos del negocio ligados a **Escala / Tamaño relativo**, y su respectivo efecto en

Márgenes de Comercial K se han mantenido consistentemente altos, pese a variabilidades del sector de construcción

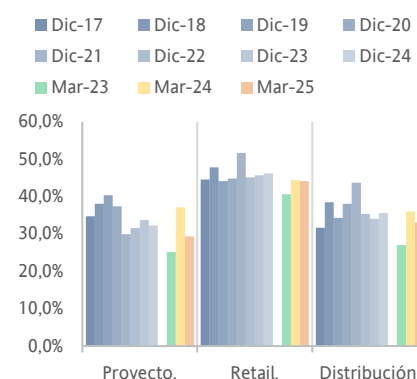
Evolución margen de explotación (MM\$), margen bruto (%) y eficiencia (%)



Fuente: Elab. Propia en base a EEFF

Todos los canales de venta de Comercial K presentan una trayectoria de altos márgenes, siendo Retail el de mayor estabilidad

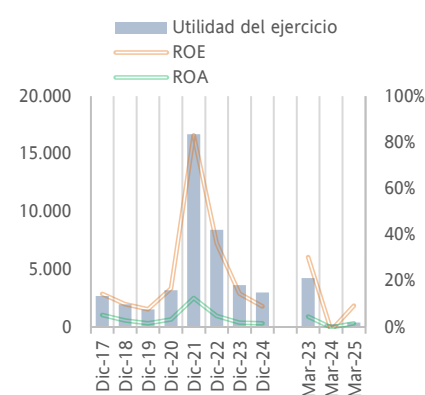
Evolución margen bruto por canal de ventas (%)



Fuente: Elab. Propia en base a EEFF

Altos gastos financieros de Comercial K evitan que su performance operacional se traduzca a mayores rentabilidades

Evolución de Resultado del ejercicio (MM\$) y rentabilidades (%)



Fuente: Elab. Propia en base a EEFF

la capacidad para negociar con proveedores. Por otra parte, opinamos que el tamaño de Comercial K ha sido suficiente para efectuar inversiones en marketing, tecnología y logística, destacando en este último ítem la infraestructura y plataformas relacionadas a su centro de distribución.

Modelo de negocios basado en la importación de productos expone a la compañía a riesgos de tipo de cambio y a las variabilidades en los costos de flete

Dado que los productos comercializados por la empresa son principalmente importados, estimamos que Comercial K está expuesta a factores de riesgo que incluyen variación del tipo de cambio y del costo de flete marítimo. Al respecto, la compañía presenta ciertos mitigantes para la gestión de estos riesgos, incluyendo modelos de coberturas para el tipo de cambio y fletes marítimos. Por otra parte, no identificamos debilitamientos recurrentes y relevantes en márgenes que puedan estar asociados a efectos de mayor costo de flete o descalces cambiarios dentro de un período en particular, lo que denotaría cierta capacidad para alinear los precios de venta al nivel de costos que enfrenta la compañía, sin que ello contraiga significativamente los volúmenes comercializados, aspecto que también es ponderado dentro de los factores que componen el pilar del negocio relacionado a **Economías de escala / Tamaño relativo**.

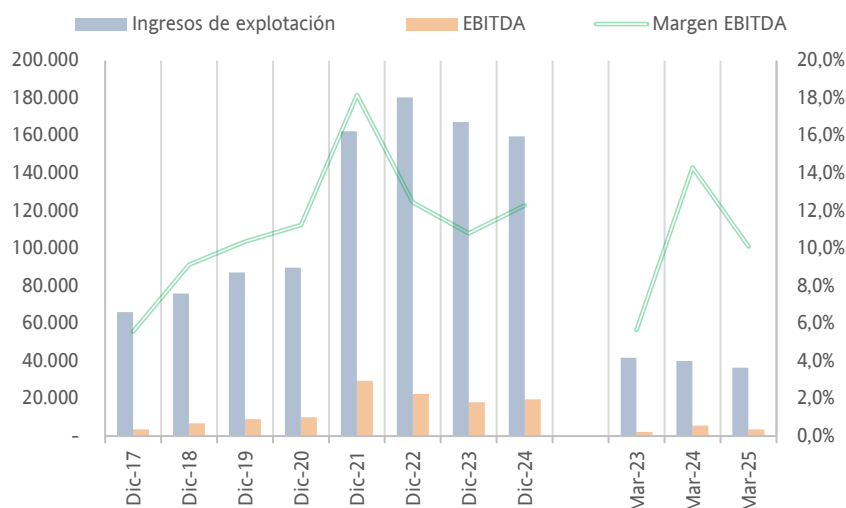
Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

Pese al decrecimiento operacional de Comercial K al 1Q-25, márgenes de sus negocios permanecen sólidos

Comercial K finalizó el primer trimestre de 2025 con una utilidad del ejercicio de \$407 millones, lo que si bien representa un aumento de 62% respecto al mismo período del año anterior, está explicado por el resultado positivo por diferencias de cambio de \$2.552 millones que, además de contrastar muy significativamente con el resultado negativo del período comparable (-\$8.066 millones), compensó del todo la caída del EBITDA y el resultado negativo de las inversiones en derivados de cobertura por tipo de cambio que significó contabilizar un ingreso financiero 82,8% inferior (-\$3.823 millones).

Desempeño operacional de Comercial K se mantiene robusto, incluso bajo un ambiente sectorial debilitado

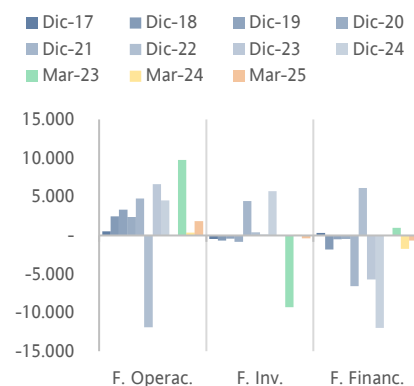
Evolución de ingresos (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros

Flujo de caja al 1Q-25 estuvo determinado por una mejora del flujo operacional y por renovación de deuda de capital de trabajo

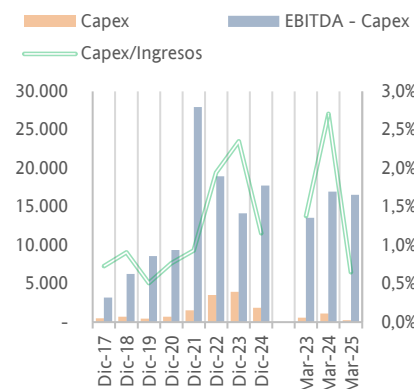
Evolución del Estado de Flujo de Efectivo (MM\$)



Fuente: Estados financieros

EBITDA luego de cubrir inversiones ha sido históricamente superavitario

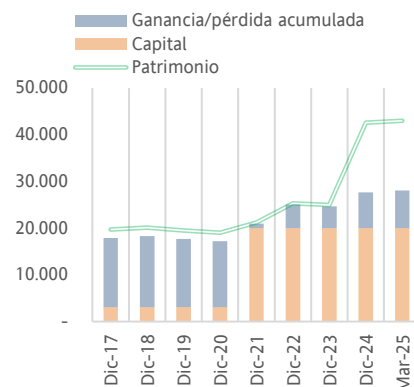
Evolución Capex (MM\$), EBITDA ajustado de Capex (MM\$) y Capex/Ingresos (%)



Fuente: Elab. Propia en base a EEFF

Revalorización de activos influyó en el crecimiento patrimonial muy significativo de 2024

Evolución principales componentes de la estructura patrimonial (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Respecto al EBITDA¹, en particular, su caída de 35,5% al 1Q-25 está explicada por la debilidad del sector construcción que todavía prevalece y que para Comercial K significó una reducción de ingresos de 8,7%. De todas formas, se debe tener en cuenta que este menor desempeño operacional se compara con una base que desde 2021 es estructural y significativamente más alta.

Consideramos que una serie de cualidades particulares de Comercial K permiten sostener su robustez operativa pese a la debilidad sectorial, entre ellas, la diversificación de su oferta de productos y servicios, y la gestión de su negocio mediante la segmentación de sus ventas en tres canales que permiten cubrir la demanda mediante estrategias diferenciadas para cada nicho de clientes. Así, mientras en el período comprendido entre 2021 y el 1Q-25 el canal de Distribución es el que más ha caído en ventas, el de Retail permanece sólido y con márgenes brutos que bordean persistentemente el 45%. Para el caso del canal de Proyectos, a marzo 2025 la compañía acumula tres años consecutivos de reducción de ingresos, pero todavía respecto a bases de comparación exigentes.

Consideramos que otros de los aspectos relevantes que definen el rendimiento operativo de Comercial K, corresponden a la gestión de los ítems de costos más relevantes y su estrategia de *pricing*, con los cuales se diluyen volatilidades en margen bruto y en eficiencia. Así, en los últimos nueve años, el margen bruto consolidado de la compañía ha bordeado el 40% en promedio, con un nivel GAV/Ingresos de 26% (excluida depreciación y amortización).

En relación con los principales movimientos del flujo de caja, en el trimestre se observó que el efectivo se incrementó beneficiado de un mayor flujo operacional (+\$1.493 millones) en un período de acotados desembolsos de inversiones y de egresos financieros netos más bajos que el mismo trimestre del año anterior, compuestos básicamente por obligaciones de tipo capital de trabajo y arrendamientos que tendieron a estar calzados con los nuevos giros de deuda del trimestre. El mayor flujo operacional, en particular, se debió a menores pagos a proveedores y a un control del gasto de administración que, en conjunto, fueron lo suficientemente materiales para diluir del todo la menor recaudación tras las menores ventas.

Respecto al nivel de inversiones, particularmente, es relevante de señalar que no deberían producirse desembolsos relevantes en los próximos años, considerando que la capacidad instalada actual permitiría generar una venta potencial 1,3 veces superior a la del año 2024.

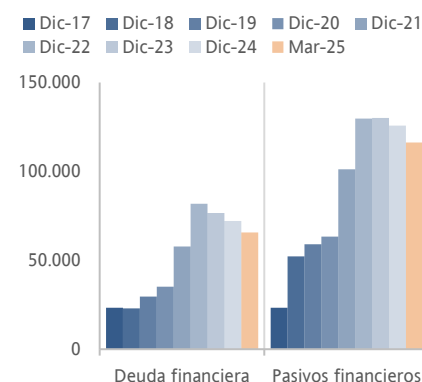
Trayectoria de los indicadores de deuda da cuenta de niveles categorizados por ICR como “Adecuados” respecto al riesgo del negocio de Comercial K

La compañía cerró el primer trimestre de 2025 con una deuda financiera² de \$65.718 millones, (-9,0% respecto al cierre de 2024) y de \$116.286 millones³ si se incluyen las obligaciones por arrendamientos, tanto con terceros como con empresas relacionadas (-7,5% respecto al cierre de 2024). Lo anterior, junto al nivel patrimonial que desde 2024 captura el superávit de revaluación de propiedades, plantas, equipos y derechos de uso, se traduce en un ratio de endeudamiento total de 3,30 veces al 1Q-25, nivel significativamente más bajo respecto a los ejercicios que precedieron la revalorización de activos en los cuales el apalancamiento total de la compañía superaba las 6,0 veces.

Respecto los indicadores de cobertura de gastos financieros netos, de DFN/EBITDA y de pasivos financieros sobre EBITDA, si bien consideramos que son “Adecuados” respecto al riesgo del negocio de la compañía opinamos que tienen espacio de mejora, sobre todo en el caso de la cobertura de gastos financieros, la que captura un costo de financiamiento neto anualizado de \$7.411 millones a marzo de 2025 (\$5.129 millones si se excluye el gasto financiero por concepto de IFRS16, UDM) para un nivel de EBITDA de \$17.562 millones (UDM). Considerando que la administración está en proceso de

La naturaleza del negocio de MK explica la alta exposición a arrendamientos, pero deuda financiera vuelve a reducirse al 1Q-25
Evolución deuda financiera y pasivos financieros (MM\$), donde:

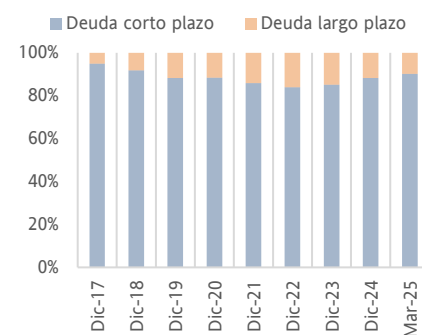
- Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.
- Pasivos financieros = Deuda financiera + obligaciones por arrendamiento (con terceros y con relacionados).



Fuente: Estados financieros

Alta exposición a deuda de corto plazo acota las posibilidades de hacer frente a eventualidades con flujo propio de caja

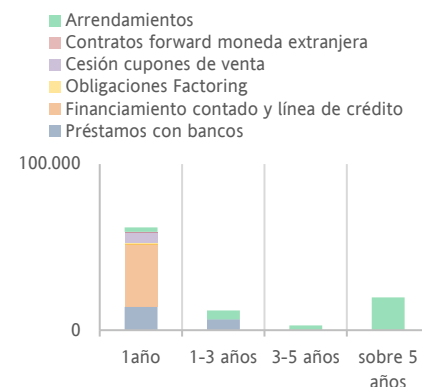
Evolución estructura de la deuda (%). Excluye obligaciones por arrendamientos



Fuente: Elab. Propia en base a EEFF

Calendario de amortización compuesto mayoritariamente por deuda de tipo capital de trabajo

Evolución perfil de amortización al 1Q-25 (MM\$)



Fuente: Estados financieros

formalización de un plan financiero que permita robustecer y diversificar sus fuentes de financiamiento, esperamos que impactos positivos se reflejen en los principales indicadores de solvencia de esta compañía, mayoritariamente de gastos financieros y liquidez.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2020	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Endeudamiento total ⁴	4,26	6,80	6,17	6,33	3,53	3,30
Endeudamiento financiero (sin arrendamiento) ⁵	1,85	2,72	3,23	3,07	1,70	1,53
Endeudamiento financiero (con arrendamiento) ⁶	3,34	4,77	5,13	5,22	2,96	2,71
Endeudamiento financiero neto (sin arrendamiento) ⁷	1,61	2,38	3,16	2,96	1,63	1,48
Endeudamiento financiero neto (con arrendamiento) ⁸	3,10	4,43	5,06	5,10	2,89	2,66
Cobertura gastos financieros ^{9*}	4,09	9,15	3,77	1,84	2,13	1,99
Cobertura gastos financieros netos ^{10*}	4,21	9,27	3,87	2,60	2,72	2,37
Deuda financiera (sin arrendamiento) / EBITDA ¹¹	3,49	1,96	3,64	4,24	3,68	3,74
Deuda financiera neta (sin arrendamiento) / EBITDA ¹²	3,04	1,71	3,56	4,08	3,55	3,63
Deuda financiera (con arrendamiento) / EBITDA ¹³	6,29	3,43	5,78	7,21	6,42	6,62
Deuda financiera neta (con arrendamiento) / EBITDA ¹⁴	5,85	3,19	5,70	7,05	6,28	6,50
Razón circulante ¹⁵	1,31	1,20	1,17	1,02	1,10	1,09
Razón ácida ¹⁶	0,59	0,34	0,38	0,36	0,41	0,42

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros. * Gasto financiero incluye IFRS 16, pero excluye valorización de derivados.

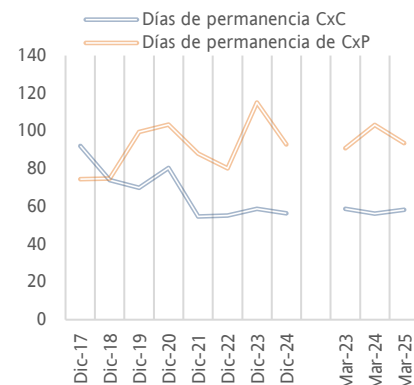
Factores adicionales incluidos en la clasificación: Altas exigencias anuales con acreedores y accionistas, de momento, son variables que restringen el rating de Comercial K

De acuerdo con nuestras estimaciones, con el stock de caja de Comercial K al cierre del 1Q-25 y con la generación operacional proyectada por ICR, la compañía cubriría su servicio de la deuda de los próximos doce meses (incluyendo Capex, impuestos y dividendos), pero con alta exigencia de renovación de sus obligaciones de tipo capital de trabajo. En este sentido, si bien por la naturaleza del negocio de Comercial K, una fracción significativa de su deuda corresponde a obligaciones de tipo *revolving*, lo que justifica que de la deuda financiera (excluidos arrendamientos) el 90% tenga vencimientos menores a un año, opinamos que esta exposición pudiese ser inferior considerando que la empresa presenta un descalce positivo entre los días de pago a sus proveedores y de cobro a sus clientes, aspecto que beneficia su liquidez y que, en consecuencia, debería traducirse en menores requerimientos bancarios.

En base a nuestras estimaciones, si bien consideramos que la compañía cubriría su servicio de la deuda en un contexto exitoso de renovación de capital de trabajo, opinamos que con el actual calendario de pagos las exigencias de liquidez son altas, sobre todo teniendo en cuenta que su trayectoria expone significativos desembolsos de dividendos que incluso han superado las utilidades de algunos ejercicios. Si bien en 2024 se generó la retención de la totalidad de las utilidades del año, consideramos que es

Cartera de clientes de MK representada por días de cobro reducidos e inferiores a los días de pago a proveedores

Evolución días de cobro a clientes y de pago a proveedores (N° de días)



Fuente: Elab. Propia en base a EEFF

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, se utiliza como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

premature asumir este evento como estructural por lo que de momento calificamos la política financiera de la compañía dentro de la categoría de “Muy poco conservadora”, aspecto que acota la clasificación de riesgo, pero que podría ser un inductor de *upside* conforme se diluyan las altas exigencias de caja que presenta anualmente Comercial K, tanto derivadas de su calendario de vencimientos (incluyendo gastos financieros) como de sus accionistas.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

Comercial K mantiene vigentes las líneas de bonos N° 1.118, y N°1.222 (sin series inscritas), según el siguiente detalle:

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 1.118	Línea 1.222
Fecha inscripción	23-nov-2022	22-may-2025
Vencimiento	23-nov-2032	22-may-2035
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	-	-
Series vigentes	-	-
Garantía	No contempla	No contempla
Covenants	(i)	Pasivos financieros / Patrimonio $\leq 1,75$ veces
	(ii)	Patrimonio mínimo \geq \$19.000 millones
	(iii)	EBITDA / Gastos financieros netos $\geq 2,5$ veces

Fuente: Elaboración propia con información CMF a junio de 2025.

En nuestra opinión, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Motivo
22-ago-25	A	A	Estable	Primera clasificación

Fuente: Elaboración propia con información de ICR.

Definición de categorías

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Mar-24	Mar-25
Activos totales	99.909	165.567	181.402	182.945	192.785	182.845	184.847
Efectivo y equivalentes	4.485	7.116	1.780	2.859	1.132	1.518	1.918
Inventarios	37.188	82.943	78.601	65.252	63.775	59.616	59.176
Pasivos totales	80.921	144.349	156.095	157.997	150.230	157.646	141.885
Deuda financiera total	35.128	57.745	81.831	76.593	72.195	78.335	65.718
Deuda financiera neta	30.644	50.542	80.038	73.734	69.521	75.699	63.664
Patrimonio	18.988	21.218	25.307	24.948	42.556	25.199	42.962
Ingresos de explotación	89.642	162.415	180.390	167.301	159.654	39.979	36.488
Ganancia bruta	36.210	67.052	69.850	67.749	66.772	17.073	14.747
Gastos financieros netos ¹⁷	2.396	3.181	5.803	6.959	7.192	1.592	1.811
Utilidad/pérdida del ejercicio	3.210	16.714	8.441	3.641	3.017	251	407
Margen bruto (%)	40,4%	41,3%	38,7%	40,5%	41,8%	42,7%	40,4%
EBITDA	10.075	29.496	22.452	18.066	19.593	5.720	3.689
Margen EBITDA (%)	11,2%	18,2%	12,4%	10,8%	12,3%	14,3%	10,1%
ROE (%)	16,7%	83,1%	36,3%	14,5%	8,9%	-1,3%	9,3%
ROA (%)	3,3%	12,6%	4,9%	2,0%	1,6%	-0,2%	1,7%
Flujo operacional	2.361	4.754	-11.905	6.642	4.508	339	1.832
Flujo de inversión	-837	4.452	414	128	5.726	78	-388
Flujo de financiamiento	-450	-6.584	6.145	-5.701	-11.971	-1.759	-661

¹ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración y ventas + depreciación y amortización.

² Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes.

³ Pasivos financieros = Deuda financiera + pasivos por arrendamientos corrientes + pasivos por arrendamientos no corrientes + cuentas por pagar a entidades relacionadas.

⁴ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁵ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

⁶ Endeudamiento financiero ajustado = Pasivos financieros / Patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – Efectivo y Equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero neto ajustado = (Pasivos financieros – Efectivo y equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁹ Cobertura de gastos financieros = EBITDA anualizado / Gastos financieros anualizados, excluyendo resultado de forward liquidados y valorización de derivados.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA anualizado / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados. Se excluye el resultado de forward liquidados y valorización de derivados).

¹¹ Deuda financiera / EBITDA = Deuda financiera / EBITDA anualizado.

¹² Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes al efectivo – Otros activos financieros corrientes) / EBITDA anualizado.

¹³ Pasivo financiero / EBITDA = Pasivos financieros / EBITDA anualizado.

¹⁴ Pasivo financiero neto / EBITDA = (Pasivos financieros – Efectivo y equivalentes al efectivo – Otros activos financieros corrientes) / EBITDA anualizado.

¹⁵ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁶ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹⁷ Gasto financiero neto incluye IFRS 16, pero excluye valorización de derivados.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.