



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Comercial K SpA

Anual desde Envío Anterior

### ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbastohumphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

### FECHA

Noviembre 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	<b>A</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	30 de junio de 2024

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 1118 de 23.09.22

Estado de resultados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Ingresos ordinarios	87.193.379	89.642.188	162.415.191	180.390.458	167.301.055	81.853.190
Costo de ventas	-51.162.444	-53.432.337	-95.363.658	-110.540.829	-99.552.340	-47.780.756
<b>Ganancia bruta</b>	<b>36.030.935</b>	<b>36.209.851</b>	<b>67.051.533</b>	<b>69.849.629</b>	<b>67.748.715</b>	<b>34.072.434</b>
Gastos de distribución	0	-3.709.353	-5.497.035	-7.201.289	-7.204.597	-3.712.691
Gastos de administración	-30.287.721	-24.917.745	-35.115.396	-43.893.853	-47.319.018	-21.633.763
<b>Resultado operacional</b>	<b>5.743.214</b>	<b>7.582.753</b>	<b>26.439.102</b>	<b>18.754.487</b>	<b>13.225.100</b>	<b>8.725.980</b>
Ingresos y costos financieros	-1.102.448	-4.404.984	3.072.602	-6.604.075	-7.259.310	-1.235.487
<b>Utilidad (pérdida del ejercicio)</b>	<b>1.530.481</b>	<b>3.201.917</b>	<b>16.713.878</b>	<b>8.441.074</b>	<b>3.641.323</b>	<b>4.500.256</b>
EBITDA	8.117.470	10.074.935	29.495.868	22.451.726	18.066.080	10.713.011

Estado de situación financiera IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Activos corrientes	64.150.789	67.459.501	115.119.466	115.498.533	99.772.789	96.621.069
Activos no corrientes	31.369.426	32.449.396	50.447.358	65.903.020	82.537.266	82.462.161
<b>Total de activos</b>	<b>95.520.215</b>	<b>99.908.897</b>	<b>165.566.824</b>	<b>181.401.553</b>	<b>182.310.055</b>	<b>179.083.230</b>
Pasivos corrientes	41.393.873	53.661.764	95.790.653	98.313.663	97.821.222	91.890.447
Pasivos no corrientes	34.676.660	27.259.181	48.558.590	57.781.343	59.540.963	57.744.657
<b>Total de pasivo</b>	<b>76.070.533</b>	<b>80.920.945</b>	<b>144.349.243</b>	<b>156.095.006</b>	<b>157.362.185</b>	<b>149.635.104</b>
Patrimonio total	19.449.682	18.987.952	21.217.581	25.306.547	24.947.870	29.448.126
<b>Total de pasivos y patrimonio</b>	<b>95.520.215</b>	<b>99.908.897</b>	<b>165.566.824</b>	<b>181.401.553</b>	<b>182.310.055</b>	<b>179.083.230</b>
Deuda financiera	58.106.413	44.808.014	60.043.660	112.998.932	112.418.930	105.468.188

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Comercial K SpA** (en adelante **MK**), cuyo origen se remonta al año 1999, se dedica a la importación y venta de artículos para el mejoramiento del hogar en Chile. Dentro de los productos que ofrece destacan revestimientos, cerámicos, porcelanatos, mosaicos, piedras, pisos vinílicos, griferías, sanitarios, pisos de madera, cubiertas, muebles de cocina y sus accesorios.

Durante 2023, **MK** obtuvo ventas por \$ 167.301 millones y un EBITDA de \$ 18.066 millones, mientras que al cierre del ejercicio la deuda financiera alcanzó los \$ 112.419 millones. Durante el primer semestre de 2024, muestra ingresos por \$ 81.853 millones, un EBITDA de \$ 10.713 millones y una deuda financiera de \$ 105.468 millones.

Dentro de las principales fortalezas, que dan sustento a la clasificación de la línea de bonos de **MK** en "Categoría A", destaca la extensa red de comercialización que le permite ofrecer sus productos desde Arica a Chiloé. También se reconoce la variedad de productos comercializados dentro de su "nicho" mejoramiento del hogar (pisos duros, pisos blandos, hidrosanitarios y muebles de cocina).

Otro elemento favorable considerado en la clasificación es la diversificación y atomización de clientes. Este elemento reduce el impacto por pérdida de clientes relevantes y limita la exposición del patrimonio ante incumplimiento por parte de los deudores. Se destaca también, la amplia base de proveedores con los que opera, que le permite mantener una buena posición competitiva y acota el riesgo de quiebre de inventarios.

De forma complementaria, se incorpora como elemento positivo el hecho de que la empresa posee ejecutivos profesionales con experiencia en el sector y que han mostrado una gestión y estrategia de desarrollo que ha sido acertada en el tiempo. Asimismo, se considera como elemento positivo el apoyo y compromiso de la propiedad con la empresa, lo cual se ha materializado a través de múltiples acciones, por ejemplo, al cierre de 2021 se llevó a cabo una capitalización de gran parte de las ganancias acumuladas (\$ 16.949 millones). Complementariamente, el análisis incorpora el *know how* y capacidad de importación de Klipen, lo cual apoya la competitividad de la empresa en términos de disponibilidad de *stock*, compra de productos a precios convenientes, y mejora continua.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la exposición a variables externas como el tipo de cambio. Sin embargo, la sociedad contrata derivados para protegerse de estas fluctuaciones. Por otro lado, variaciones en las tarifas navieras o en los gastos de despachos y fletes a clientes, eventualmente podrían repercutir en el nivel de precio de venta y, por ende, en la cantidad demandada.

También se ha establecido como riesgo la concentración de abastecimiento en el mercado asiático, considerando que parte importante de las importaciones se realizan desde China. Lo anterior, da cuenta que frente a situaciones desfavorables en dicho mercado -por ejemplo, disminución de producción, problemas de despacho u otros-, se podría tener un efecto directo en los márgenes de la compañía.

La evaluación considera, además, la exposición a empresas sensibles a ciclos económicos. No obstante, se

reconoce que **MK** posee un adecuado grado de diversificación, considerando que además de inmobiliarias ofrece proyectos para obras públicas y mandantes corporativos. Asimismo, en sus otros segmentos, la empresa vende a distribuidores y clientes particulares.

Otro elemento que restringe la clasificación asignada a **MK** es el riesgo de crédito al que se encuentra expuesta la compañía, considerando la posibilidad de que un grupo de clientes no cumpla con sus obligaciones contractuales. Sin embargo, el riesgo se atenúa dado que la empresa contrata seguros de crédito y se encuentra adecuadamente diversificado.

Finalmente, se reconoce que, para el cumplimiento de los pasivos de corto plazo de la compañía, dado su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>1</sup>), se requiere de la realización oportuna de los inventarios; no obstante, según estimaciones de **Humphreys** se exhiben holguras en los indicadores relevantes (como la rotación de inventarios) que permiten presumir que, bajo eventos adversos razonables, sería posible de alcanzar un nivel de venta acorde con el ciclo de pago de la deuda corriente. En casos extremos subsistiría el riesgo de refinanciamiento.

La tendencia de la clasificación se califica como “*Estable*” ya que, en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía. Cabe mencionar que para la mantención de la clasificación se espera que la compañía exhiba mejoras en las mediciones de rentabilidad sobre activo y patrimonio y siga reduciendo sus indicadores de endeudamiento relativo, ya que se estima que, con leves incrementos, la clasificación podría desviarse de los rangos compatibles con su *rating* actual.

En términos ESG, la sociedad cuenta con la certificación compromiso Pro de la Cámara<sup>2</sup> y desde 2022 cuenta con una política de sostenibilidad. Al respecto, para dar cumplimiento a su estrategia, coordinar y hacer seguimiento y supervisar la política y proyectos, durante 2023 se creó la Subgerencia de Sostenibilidad y Prevención de Riesgos, como parte de la Gerencia de Personas. Complementariamente, el centro de distribución de **MK** posee certificación *LEED Gold (Leadership in Energy and Environmental Design)*; que es un sistema de certificación multicriterio, que cubre distintos elementos de sustentabilidad, enfocándose en los beneficios sociales, económicos y en el uso eficiente de recursos.

---

<sup>1</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

<sup>2</sup> La Cámara Chilena de la Construcción entrega este reconocimiento a las empresas del sector que se comprometen a cambiar su manera de trabajar en beneficio de los trabajadores, vecinos, medio ambiente, entre otros.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Extensa red de comercialización.
- Amplio *mix* de productos de mejoramiento del hogar.
- Diversificación de clientes y proveedores.

### Fortalezas complementarias

- Experiencia en el rubro y adecuada administración.

### Fortalezas de apoyo

- *Know how* y capacidad de importación (Klipen).

### Riesgos considerados

- Exposición a variables externas; tipo cambio y tarifas navieras.
- Concentración de abastecimiento (mercado chino).
- Exposición a empresas sensibles a ciclos económicos.
- Riesgo de crédito.
- Riesgo de refinanciamiento.

## Hechos recientes

### Resultados junio 2024

En términos nominales, durante el primer semestre de 2024 los ingresos alcanzaron los \$ 81.853 millones, lo que representa una baja de 3,0% respecto del mismo periodo del año anterior. La disminución se explica por menores ventas en proyectos, compensado en parte, por alzas en el segmento de ventas *retail*, y distribución.

El costo de venta alcanzó \$ 47.781 millones, exhibiendo una disminución de 10,5% respecto del primer semestre de 2023. Los gastos de administración presentaron una disminución de 6,2% respecto del mismo período anterior, totalizando \$ 21.634 millones.

En consecuencia, el EBITDA exhibió un aumento de 64,7% en comparación con los niveles registrados durante el mismo periodo del año anterior, al situarse en \$ 10.713 millones.

De esta manera, la compañía registró una disminución de 10,0% de sus utilidades con respecto al mismo periodo anterior, alcanzando los \$ 4.500 millones.

Por su parte, los activos alcanzaron los \$ 179.083 millones, los cuales fueron financiados por \$ 149.635 millones de pasivos (la deuda financiera fue de \$ 105.468 millones), y \$ 29.488 millones de patrimonio.

### Resultados diciembre 2023

En términos nominales, durante 2023, los ingresos de **MK** totalizaron \$ 167.301 millones, disminuyendo un 7,3% respecto de 2022. La disminución se debe a menores ventas en los segmentos proyectos, *retail*, y distribución, lo que estuvo levemente compensado por aumentos en Otros, que incluye fletes y recargo a clientes. El costo de ventas alcanzó los \$ 99.552 millones, lo que representó una disminución de 9,9% en relación con el ejercicio anterior, explicado principalmente por el menor volumen de venta en los segmentos mencionados, además de contracciones en los costos de venta asociados al segmento de otros

costos de explotación y distribución. El costo de venta sobre los ingresos disminuyó pasando de 61,3% en 2022 a 59,5% en 2023. Los gastos de administración aumentaron 7,8% con respecto a 2022 alcanzando los \$ 47.319 millones, debido principalmente a mayor gasto en deterioros clientes e indemnizaciones al personal.

Producto de lo anterior, el EBITDA exhibió un decrecimiento de 19,5% en comparación con los niveles registrados durante el año anterior, al situarse en \$ 18.066 millones. Las ganancias del ejercicio se redujeron en 56,9% totalizando \$ 3.641 millones.

Por su parte, los activos alcanzaron los \$ 182.310 millones, los cuales fueron financiados por \$ 157.362 millones de pasivos (la deuda financiera fue de \$ 112.419 millones), y \$ 24.948 millones de patrimonio.

## Definición de categoría de riesgo

### 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Extensa red de comercialización: MK** administra una red de 15 *showrooms* atendidos por equipos técnicos altamente calificados que ofrecen asesoría experta (ubicados en Antofagasta, Calama, Iquique, La Serena, Temuco, Viña del Mar, Concepción, Chillán, Osorno, Puerto Montt, Rancagua y Talca), ocho *outlets* (Región Metropolitana y Viña del Mar) un centro de distribución (Región Metropolitana), que le permite ofrecer sus productos en las zonas norte, centro y sur del país y 4 *Hub* (Antofagasta, La Serena, Concepción y Puerto Montt). Adicionalmente, la compañía cuenta con venta no presencial a través de *e-commerce*, venta telefónica y venta a distribuidores que participan en *retail*, ampliando de esta manera sus canales de ventas.

**Amplio mix de productos de mejoramiento del hogar:** La empresa tiene como modelo de negocios la venta al por menor y al por mayor de materiales de construcción, productos de mejoramiento y decoración para el hogar. Dentro de este y considerando sus limitantes, logra ofrecer una amplia gama de insumos que abarca una solución completa para proyectos. Los productos que vende se clasifican en pisos duros (cerámica, porcelanato y piedra), pisos blandos (madera, vinílico, caucho, entre otros), hidrosanitarios (muebles, espejos, toallero, grifo de baño, entre otros), muebles de cocina junto con sus accesorios y despachos.

En la misma línea, destacan los esfuerzos de la compañía por diversificar su oferta de productos,

considerando que ha migrado desde ofrecer productos en la categoría de pisos duros a soluciones para abarcar un proyecto completo. En los hechos, en 2024, un 46,5% de las ventas se atribuyeron a pisos duros, un 21,8% a pisos blandos, un 23,3% a hidrosanitarios, un 6,0% a cocina y un 2,4% a despachos.

**Diversificación de clientes y proveedores:** MK presenta una cartera de clientes atomizada. Lo anterior se evidencia al observar que, en promedio, durante los últimos cinco años el principal cliente representó menos del 5,3% de los ingresos. Este elemento reduce el impacto por pérdida de clientes relevantes y limita la exposición del patrimonio ante incumplimiento por parte de los deudores.

Además, la firma posee una amplia base de más de 250 proveedores ubicados en los cinco continentes que permiten enfrentar de mejor manera complicaciones por origen o servicio naviero. De esta manera, en promedio, durante los últimos cinco años, ningún proveedor representó más del 7,7% del costo de ventas.

**Experiencia en el rubro y adecuada administración:** El equipo de profesionales de MK tienen más de 45 años de experiencia en el sector con una gestión y estrategia que ha sido acertada en el tiempo. Ello se refleja en los resultados financieros favorables obtenidos aún en condiciones de mercado difíciles.

En los hechos, presentó un fuerte crecimiento en las ventas desde el año 2008 (en términos nominales), incluso en periodos de crisis, a excepción de 2023 donde se exhibió una contracción de 7,3% y a junio de 2024 con una caída de 3,0%, respecto a igual periodo de los años anteriores, respectivamente. Lo que se explica en parte por contracciones en la demanda a partir del fuerte dinamismo que exhibió el mercado a finales de 2021-comienzos de 2022.

Cabe mencionar que la sociedad se ha mantenido operando con ganancias en los últimos cinco años, demostrando la capacidad de adaptarse a escenarios económicos complejos, donde se ha visto fuertemente golpeado el correcto funcionamiento de la cadena de suministro mundial. Además, se demuestra compromiso con la sociedad considerando la capitalización de parte de las ganancias acumuladas en 2021, para así mantener una posición financiera sólida.

**Know how y capacidad de importación (Klipen):** Se incorpora como elemento positivo el *know how* y capacidad de importación de Klipen, que compra productos bajo acuerdos OEM<sup>3</sup> en más de 150 fábricas en todo el mundo (más 50 fábricas de otras marcas). Esta marca fundada en 2006, se compone de una cooperativa de compañías latinoamericanas que decidieron asociarse para comprar insumos de mejoramiento del hogar a gran escala en todo el mundo. Adicionalmente, para cada producto MK existe una alternativa Klipen.

De esta manera, se constituye una ventaja competitiva en el abastecimiento en términos de disponibilidad de *stock*, compra de productos de calidad a precios convenientes y mejora continua (considerando que incorpora innovación y mejores prácticas del comité compuesto por las compañías asociadas en cada país).

---

<sup>3</sup> Los contratos OEM son acuerdos entre la empresa que va a comercializar el producto bajo su marca, con la empresa que lo fabrica.

## Factores de riesgo

**Exposición a variables externas:** Considerando que los productos que vende la empresa son importados desde muchos países (Italia, Alemania, Suiza, entre otros), se genera una exposición de tipo de cambio (variación entre la moneda local y la moneda extranjera respectiva, siendo el dólar la principal moneda de importación). En consecuencia, durante 2023 las diferencias de cambio representaron un 12,4% del patrimonio (8,9% en 2022). Por el otro lado, hay alzas sostenidas en los costos de distribución, que son fletes y despacho a clientes, siendo un 28,9% del patrimonio en 2023 (21,7% en 2022). En cambio, los gastos de operador logístico han disminuido, llegando a un 2,4% del patrimonio en 2023 (4,4% en 2022).

Sin perjuicio de lo anterior, se reconoce que el impacto de estas variables se reduce en gran parte, dado que **MK** es capaz de traspasar los mayores costos a precios finales, considerando que una porción importante de las ventas se realiza en canales propios. Adicionalmente, respecto a la exposición a riesgo cambiario, la sociedad contrata derivados, cubriendo una parte de los pasivos en moneda extranjera con activos en la misma moneda y posee un modelo de cobertura automatizado *Value at Risk* por Monte Carlo que le permite monitorear la exposición cambiaria diariamente.

**Concentración de abastecimiento:** Si bien la empresa posee una adecuada atomización de proveedores, se exhibe una concentración de abastecimiento en el mercado asiático, ya que el 48,5% de las importaciones (en valor) fueron desde China durante el año 2023 (49,2% en 2022). Lo anterior, da cuenta que frente a condiciones adversas en ese mercado (disminución de producción, problemas de despacho u otros), se podría tener un efecto directo en la capacidad de generación de flujos.

Con respecto a lo anterior, se reconocen los esfuerzos de la compañía por diversificar los orígenes de suministro, considerando que, en 2020, las importaciones de China alcanzaban un 57,9%. Asimismo, durante 2020, bajo un contexto de interrupción de las cadenas de suministro a nivel global, no se exhibieron mayores dificultades en la obtención de mercadería; a partir de la diversificación de proveedores, estrategia de compra y relación de largo plazo, elementos que permitieron mantener una capacidad de respuesta satisfactoria en términos de *stock* de productos y cumplimiento de órdenes de compra.

Complementariamente, se valora la posición de liderazgo<sup>4</sup> que ocupa la sociedad en la importación de insumos de mejoramiento del hogar desde otros destinos distintos al mercado asiático (tales como Perú, México, España Brasil, entre otros).

**Exposición a empresas sensibles a ciclos económicos:** **MK** presenta cierto grado de exposición a empresas que son sensibles a ciclos negativos de la actividad económica. En los hechos, durante 2020 un 44,8% de los ingresos fue explicado por el segmento proyectos, que redujo sus ventas un 18,9% ese año ante la baja en el sector construcción por la crisis sanitaria. No obstante, se reconocen los esfuerzos por diversificar la fuente de ingresos, de modo que este segmento que representaba un 60,1% de las ventas en 2017, alcanzó una importancia relativa de 41,3% en 2023 y 41,0% en 2024 (últimos doce meses terminados en junio).

Adicionalmente, la firma posee un adecuado grado de diversificación que le permite reducir la exposición

---

<sup>4</sup> De acuerdo con estimaciones de la firma emisora.



a los sectores más sensibles al ciclo económico (como construcción), ya que además de ofrecer productos al sector inmobiliario, también vende a particulares y está presente en proyectos para mandantes corporativos (centros comerciales, cadenas de *retail*, farmacias, automotoras, hotelería, minería, entre otros) y obras públicas (aeropuertos, hospitales, municipios, jardines, Junji, juzgados, entre otros).

**Riesgo de crédito:** Como riesgo inherente del segmento comercial del negocio, está la posibilidad de no pago por parte de los clientes (a junio de 2024 las cuentas por cobrar representaron 80,8% del patrimonio). Al respecto, si bien se exhibe una cartera atomizada de clientes, es posible que, frente a situaciones adversas, el no pago de un conjunto de cuentas termine consumiendo una porción no menor de la generación anual del flujo de caja. Con todo, el riesgo se atenúa considerando que la empresa opera con seguros de crédito (Orsan Seguros de Crédito y Garantía).

**Riesgo de refinanciamiento:** La deuda financiera de **MK** se encuentra concentrada en el corto plazo, la cual estaría financiando la compra de inventario y se pagaría en la medida que se venden las existencias. No obstante, lo anterior al contrastarse con los flujos anuales, evidencia la existencia de riesgo de refinanciamiento, sobre todo frente a escenarios de contracciones en las ventas. Este tipo de riesgo queda sujeto a las condiciones de mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento.

Al respecto, **Humphreys** estima que la rotación de inventarios debiese llegar a niveles en torno a la unidad (en 2023 se presentó el menor nivel en comparación a los últimos cinco años alcanzando las 1,25 veces en términos nominales) para presentar problemas en los pagos de los compromisos contraídos, lo cual se estima tiene una acotada probabilidad de ocurrencia (en lo más reciente se exhibió una importante recuperación al alcanzar las 1,47 veces).

## Antecedentes generales

### La compañía

**MK**, fundada en 1999 por la familia Khamis (quienes cuentan con más de 45 años de experiencia en la industria), es una empresa que se dedica a la importación y venta de productos para el mejoramiento del hogar en Chile, ofreciendo todo tipo de pisos (cerámicas, pavimentos, piedras, porcelanatos, mosaicos, pisos de madera), además de grifería, sanitarios, pizarras y muebles de cocina.

La compañía inició sus operaciones con un *showroom* de terminaciones con 1.000 m<sup>2</sup>. Durante 2004 comenzó su expansión regional con la inaugurando *showrooms* fuera de la Región Metropolitana (en Rancagua, Concepción y Viña del Mar) y desarrolló un plan de diversificación y ampliación de portafolio de productos (pisos blandos, hidrosanitarios, muebles de cocina y closet, cubiertas) soportando grandes marcas. Durante el año 2007 se fundó el grupo Klipen, conformado por empresas líderes en el mercado de la decoración y construcción de Latinoamérica, para crear una marca a nivel internacional. En 2021 lanzó una plataforma de *e-commerce* para extender la base de clientes.

### Estructura societaria

La participación societaria de **MK** se reparte en 1.867.761 acciones, siendo Inversiones K Limitada el dueño del 100% de ellas.

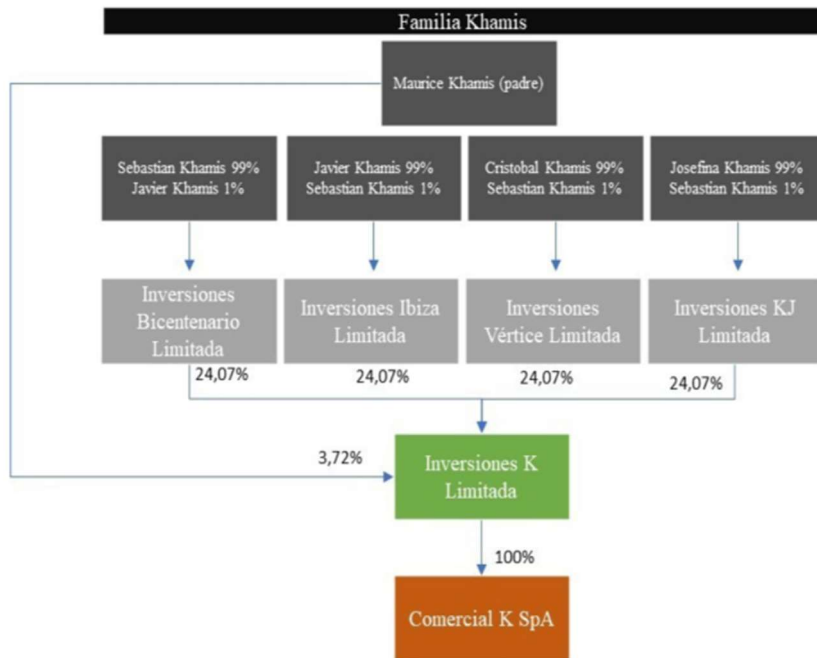


Ilustración 1: Estructura Societaria MK<sup>5</sup>

## Composición de los flujos

**MK**, opera principalmente a través de tres líneas de negocios: proyectos, *retail* y distribución. Adicionalmente, genera ingresos por concepto de fletes y recargo a clientes, descuentos comerciales y devoluciones, entre otros.

Dentro de las líneas de negocios, en términos de ingresos, destaca por su elevada importancia el segmento de *retail*, que representó un 48,9% de las ventas en 2023 (últimos doce meses terminados en junio), mientras que las líneas de proyecto y distribución representaron un 41,0% y 8,3%, respectivamente, en el mismo año. Por su parte, el segmento “Otros” corresponde a una porción marginal de los ingresos (1,8% en el mismo periodo). En términos de EBITDA, el área de *retail* fue la que tuvo mayor importancia relativa con 49,4% durante junio de 2024 (UDM), seguido del segmento proyectos (41,1%) y distribución (9,4%).

<sup>5</sup> Según información proporcionada por la compañía.

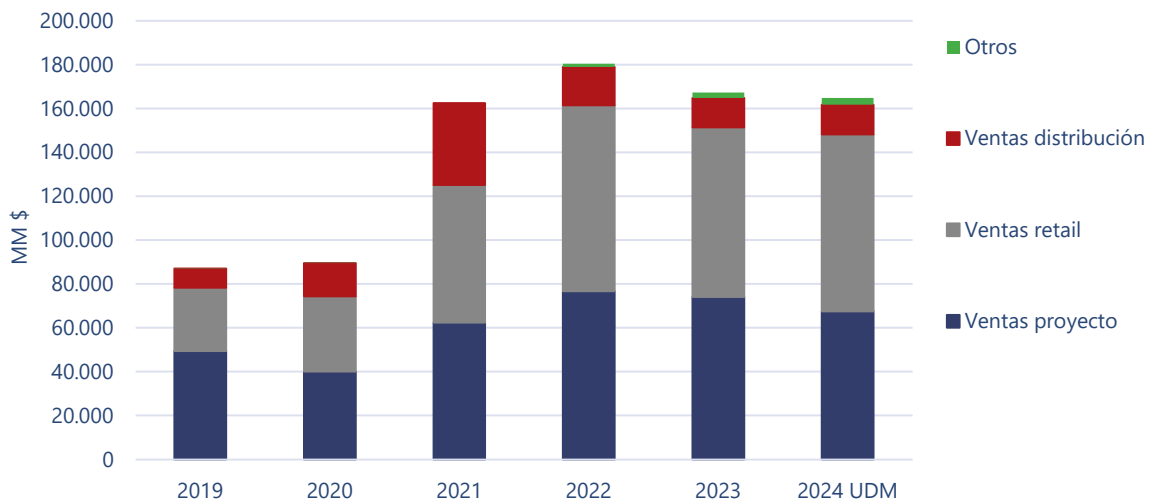


Ilustración 2: Estructura Ingresos MK

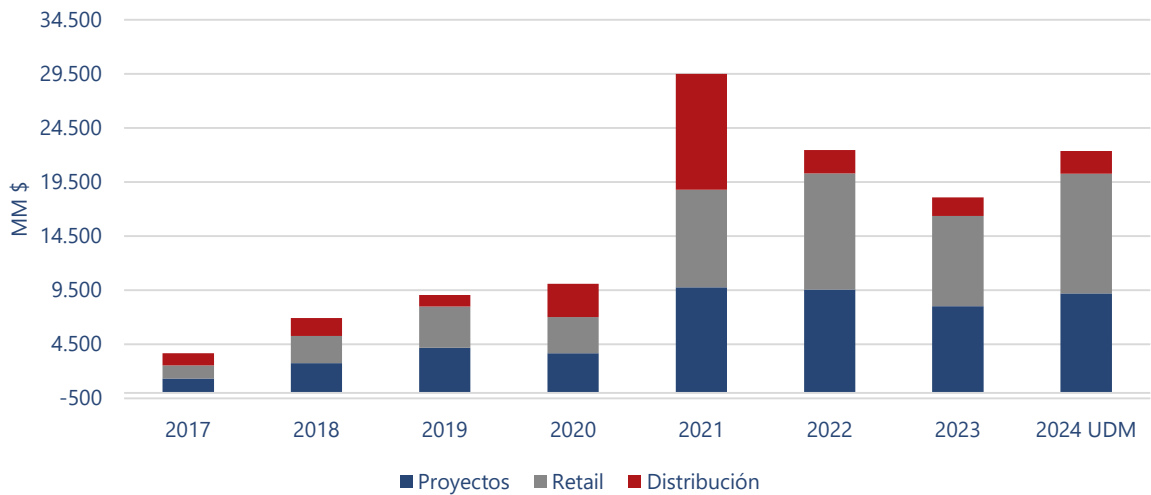


Ilustración 3: Estructura EBITDA MK

## Cadena de suministro

### Abastecimiento

Una vez que se recibe una orden de compra de un proyecto, se ingresan los requerimientos de insumos al sistema de la compañía y, posteriormente, se solicita al cliente un calendario de entrega mensual. Con esto el sistema calcula cada SKU (*Stock-keeping unit*) hacia el futuro, comparándolo con el *stock* de materia prima que se posee a la fecha y con lo que se ha vendido, para estimar la factibilidad de la entrega a tiempo. Para lo anterior, la empresa se abastece con una anticipación de seis meses (en promedio) para cumplir con los requerimientos del cliente.

**MK** cuenta con una red de *partners* estratégicos a nivel mundial, líderes en cada una de sus categorías de productos de Europa, América y Asia, según lo informado por la empresa. En cuanto a las importaciones (según valor), durante 2023 el 48,5% provino desde China, mientras que el resto de las importaciones se realizaron desde España, Brasil, Alemania, Turquía, México, Argentina, Italia, Perú, entre otros.

Adicionalmente, según declaraciones de la administración, la entidad representa a las principales marcas mundiales de sus categorías, como Porcelanite, Portobello, tarkett, Marazzi, Roca, Hansgrohe, Kaindl, aran, Duravit, Bosch, Teka, Pamesa, Docol, American Standard, de modo que en la gran mayoría cuenta con la exclusividad para el territorio nacional.

### Importaciones

Cabe mencionar, que cerca del 56% del abastecimiento, **MK** lo realiza a través de la marca Klipen, que es una asociación con empresas latinoamericanas (Chile, Perú, Colombia, Bolivia, Uruguay, Guatemala, Salvador y Nicaragua) líderes en el rubro. Esta marca se desarrolló con el objetivo de comprar insumos a gran escala, aprovechando los descuentos por volumen que se generan por comprar bajo esta modalidad. A través de Klipen, los socios desarrollan productos para Latinoamérica, a la medida del requerimiento de cada país, en términos de precio, diseño, y orígenes de producción.

Para la mayor parte de los productos de **MK** se tiene una alternativa Klipen. De esta manera, Klipen otorga redundancia y desarrollo de producto en otros países, de tal forma que, si se presentan dificultades de abastecimiento, la compañía se puede proveer de igual forma.

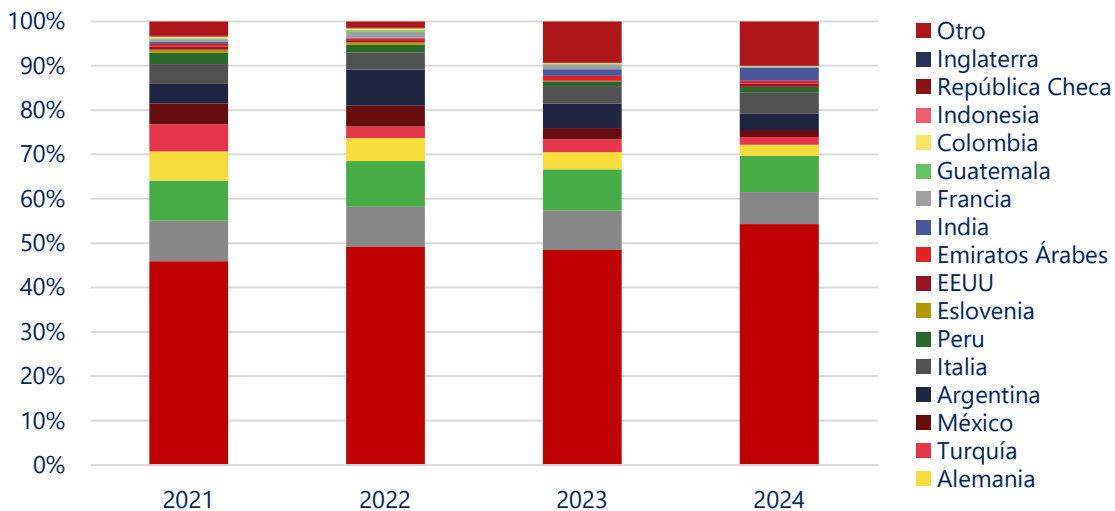


Ilustración 4: Importaciones

### Almacenaje

Para la recepción y el almacenamiento, la firma cuenta con un centro de distribución de 110.000 m<sup>2</sup> ubicado en la Región Metropolitana, y además cuenta con cuatro *Hub* regionales, que actúan como bodega de productos ya vendidos a espera del envío de última milla. La capacidad instalada de **MK**, le permite la recepción de alrededor de 60 contenedores por día.

Adicionalmente, la firma posee sistemas de gestión de almacenes (*WMS: warehouse management system*) de clase mundial para la gestión operativa asociadas al almacenaje y la preparación de pedidos. La preparación de las órdenes incluye la oferta y venta de servicios de distribución a clientes y la coordinación de servicios de valor agregado a la medida (paletizado, etiquetado, entregas *just in time*).

## Distribución

La distribución se realiza a través de una red de más de 170 camiones arrendados a 28 empresas de transporte distribuidas por zona geográfica, que poseen contratos de largo plazo y cláusulas de exclusividad (que restringen el transporte de otros productos, lo cual permite entregar mayor seguridad para el transporte de los productos **MK** que tienden a ser irregulares, frágiles y pesados). Adicionalmente, la compañía controla la planificación y el diseño de rutas, la adherencia y su seguimiento.

# Descripción líneas de negocio

## Proyectos

El segmento de proyectos comprende ventas a inmobiliarias (desde segmento subsidio hasta segmento lujo), ventas a mandantes corporativos (centros comerciales, cadenas de *retail*, farmacias, automotoras, hotelería y minería) y obras públicas (aeropuertos, hospitales, municipios, jardines, Junji, juzgados, entre otros).

### Evolución ingresos y EBITDA

Proyectos representó aproximadamente el 44,3% de los ingresos en 2023 y el 41,0% en 2024 (UDM), en comparación al 58,3% de 2018 y 56,7% de 2019. Lo anterior, refleja los esfuerzos de la administración por lograr una mayor diversificación en la generación de flujos, potenciando los otros segmentos en términos de *mix*, marca y propuesta de valor. En 2024 (UDM), los ingresos totalizaron \$ 67.517 millones, exhibiendo una tendencia al alza desde el 2018 (a excepción de 2020 donde hubo una baja de 18,9% respecto 2019, por la contracción de la actividad en el sector inmobiliario a causa de la crisis sanitaria).

En términos de ingresos, en el periodo de análisis se evidencia una tendencia alcista, con una contracción de 18,9% en 2020 respecto 2019, a causa de los efectos de la crisis sanitaria y alzas en 2021 y 2022. Cabe mencionar que el incremento de 2022 se debe principalmente a la ejecución de obras habitacionales de segmento inmobiliario y subsidio, como también la ejecución de obras públicas en salud e infraestructura pública (aeropuertos, edificios municipales, justicia, y otros), y producto del alza de proyectos de renta residencial. Sin embargo, en los periodos posteriores (2023 y 2024) se exhibieron caídas que se atribuyen al contexto económico del país caracterizado por un bajo dinamismo en el sector.

En términos de EBITDA, resaltan los elevados niveles exhibidos en 2021 y 2022, aunque en 2023 se presentó una caída importante que tendió a revertirse en 2024. De esta manera, en lo más reciente (junio de 2024 UDM) el EBITDA alcanzó un valor de \$ 9.198 millones (\$ 8.000 millones en 2023).

El margen EBITDA alcanzó un 13,6% en junio 2024 UDM (10,8% en 2023). Cabe mencionar, que, en el periodo de evaluación, este *ratio* fluctuó entre 8,4% (2019) y 15,7% (2021).

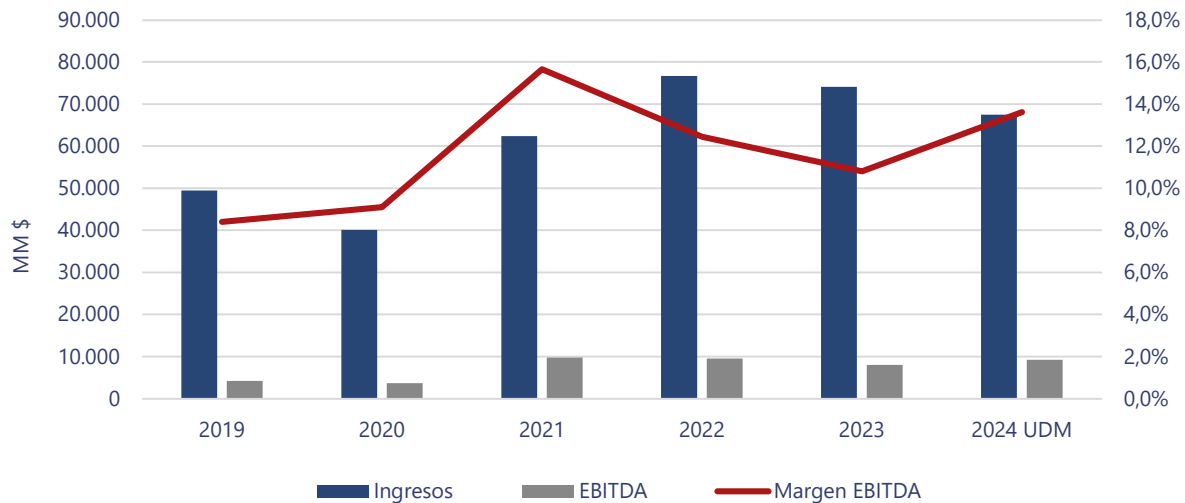


Ilustración 5: Ingresos, Margen EBITDA y EBITDA proyectos

## Retail

El segmento *retail* se dedica a la venta minorista a través de la cadena de tiendas propias (MK y MKO). La compañía cuenta con una red de 15 *showrooms*, ocho *outlets*, cuatro *HUB* (centro logístico) y un centro de distribución con equipos de venta especializados para ofrecer soluciones específicas de acuerdo a las necesidades del cliente a lo largo de todo el país.

### Evolución ingresos y EBITDA

El segmento *retail* representó aproximadamente el 48,9% de los ingresos totales de la compañía en el año 2024 UDM (46,2% en 2023), alcanzando los \$ 80.570 millones (\$ 77.330 millones en 2023). Las ventas de *retail* aumentaron fuertemente en relación con los niveles exhibidos en 2019, presentando una tendencia al alza que se aceleró en 2021 y 2022, manteniéndose en niveles más estables desde 2022 a la fecha, en términos nominales (destaca la contracción en 2023, aunque las ventas permanecieron en niveles elevados en relación con el comportamiento histórico; de todas formas, los ingresos tendieron a repuntar en 2024). Lo anterior, se explica en parte, por la revalorización que tomó el hogar producto de las cuarentenas debidas a la pandemia, junto con los planes de liquidez del gobierno que impulsaron la demanda por los bienes de mejoramiento del hogar.

El EBITDA exhibió alzas en 2021 y 2022, para contraerse en 2023 como consecuencia de una menor demanda en el rubro a partir del contexto macroeconómico del país. En 2024 se presentó el valor más alto en este segmento en términos nominales, alcanzando \$ 11.051 millones (\$ 8.351 millones en 2023). Lo anterior se explica por un aumento en la demanda en consideración con las nuevas estrategias de venta para este canal específico.

El margen EBITDA ha fluctuado en torno al 12,5% desde 2019, alcanzando un 13,7% en lo más reciente. (el *peak* fue durante 2021 con 14,4%).

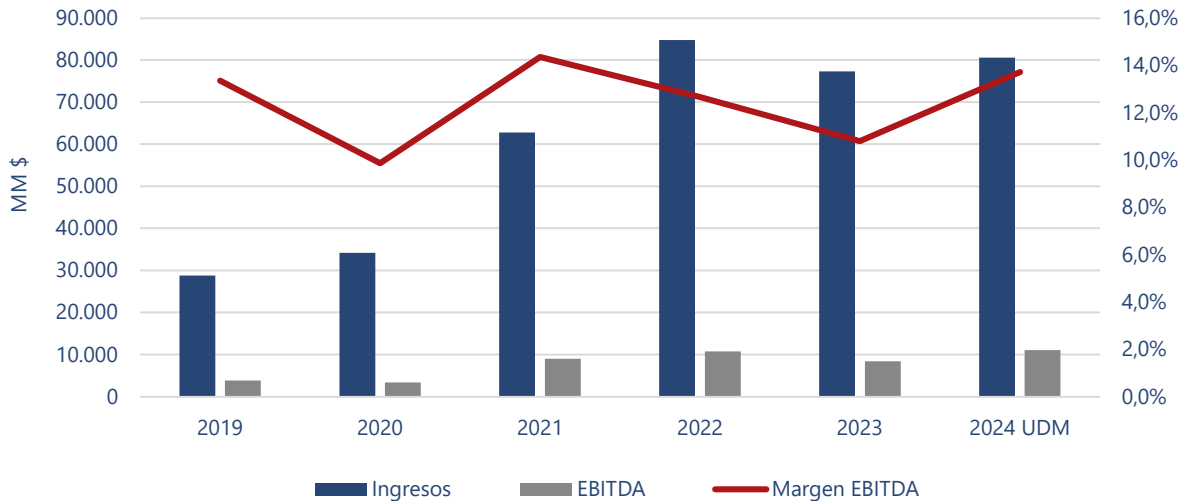


Ilustración 6: Ingresos, Margen EBITDA y EBITDA retail

## Distribución

El segmento distribución corresponde a la venta por medio de cadenas de ferreterías (163 tiendas), tiendas especialistas en el mejoramiento del hogar (31 tiendas), y distribuidores de grandes superficies (108 tiendas). Los locales de los distribuidores se encuentran ubicados a lo largo de todo el país, lo cual permite a **MK** participar activamente en el diseño de los espacios de exhibición de las tiendas, y en la estrategia general de la cartera de productos.

### Evolución ingresos y EBITDA

El segmento distribución representó aproximadamente el 8,3% de los ingresos totales de la compañía en el año 2024 UDM (8,0% en 2023), alcanzando \$ 13.653 millones (\$ 13.368 millones en 2023). La tendencia de los flujos fue al alza hasta 2021, con un mayor incremento ese año, lo que, en parte, se sustenta, como se mencionó anteriormente, por la revalorización que tomó el hogar por la pandemia, junto con los planes de liquidez del gobierno que impulsó la demanda por los bienes de mejoramiento del hogar. No obstante, en 2022, 2023 y 2024 (UDM), se exhibieron ventas inferiores explicado principalmente por una alta base comparativa debido a compras realizadas por los clientes mayoristas el 2021 fruto de la escasez en la cadena de suministro, y dado que, en 2022, los clientes experimentaron sobre *stock* de productos, deteniendo la recepción de despachos en sus centros de distribución durante varios meses del año.

En términos de EBITDA, al igual que los ingresos, se exhibieron fuertes caídas en 2022 y 2023, lo que podría explicarse en parte por la alta base comparativa de 2021 (año con exceso de liquidez en el mercado) y los ajustes en los inventarios por parte de los mayoristas a partir del contexto macroeconómico de bajo dinamismo. En 2024 se exhibió cierto repunte de modo que el EBITDA alcanzó un valor de \$ 2.113 millones (\$ 1.715 millones en 2023).

El margen EBITDA llegó a su *peak* en 2021 con 28,7%, mientras que en los periodos posteriores se

alcanzaron valores en torno a 12% en 2022 y 2023, y de 15,5% en junio 2024 (UDM).

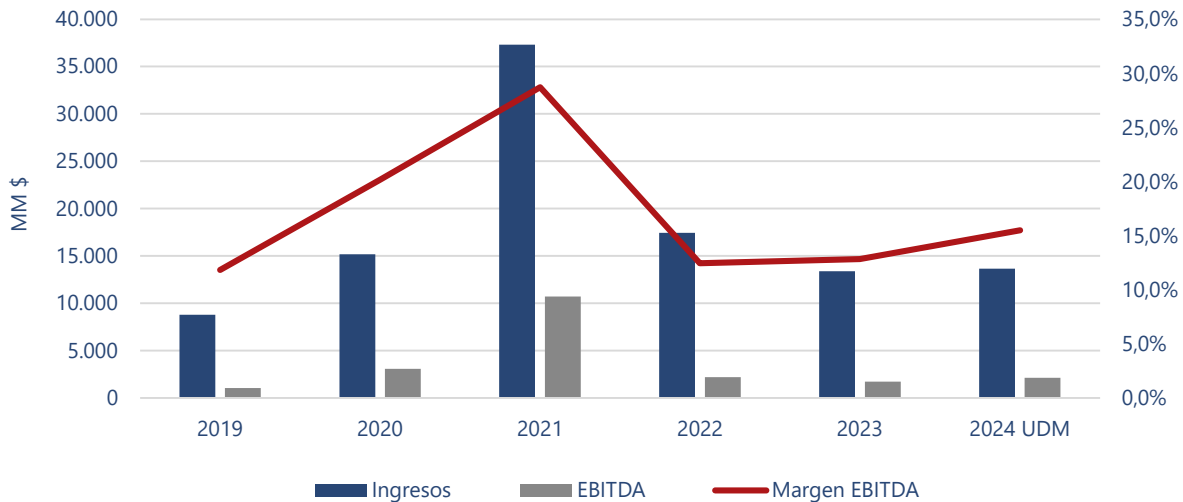


Ilustración 7: Ingresos, Margen EBITDA y EBITDA distribución

## Análisis financiero<sup>6</sup>

### Evolución ingresos, EBITDA y flujo operacional

En términos reales, los ingresos de **MK** exhibieron una tendencia al alza hasta 2021, con niveles estables en 2022 y bajas en los periodos posteriores (aunque manteniéndose por sobre los niveles históricos).

Los incrementos de las ventas en 2020 y 2021 se explican por un crecimiento en todos los segmentos (excepto proyectos, que en 2020 tuvo una contracción por los efectos de la pandemia, compensado por los otros negocios, lo cual significó un crecimiento en términos agregados). De acuerdo con declaraciones de la administración, la compañía fue capaz de capturar el crecimiento del mercado, entre otras razones, por una mayor visibilidad de marca (**MK** destacó por no presentar quiebre de *stock* durante tiempos de escasez global de mercancías), apertura de tiendas, y mayor diversificación en la generación de flujos. Posteriormente, luego de mantenerse estables las ventas en 2022 (\$ 201.656 millones), se presentaron fuertes contracciones en 2023 y 2024 (últimos doce meses terminados en junio), alcanzando los \$ 173.783 millones y \$ 167.563 millones, respectivamente, que responden a un menor dinamismo en la actividad que afectó la venta de todos los segmentos, especialmente en el segmento de *retail* y distribución (ajustes en los inventarios por parte de los mayoristas a partir del contexto macroeconómico) en 2023 y el segmento de proyectos en 2024.

Por su parte, el EBITDA exhibió un comportamiento similar a los ingresos, exhibiendo un *peak* en 2021 (\$

<sup>6</sup> Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.



36.818 millones), y contracciones en 2022 y 2023 (hasta un mínimo de \$ 18.679 millones). Lo anterior responde a las contracciones de ingresos (explicado anteriormente) y presiones en los costos y en los gastos de administración producto de los contratos de arriendo reajustables por inflación, reajustes salariales, implementación de nuevos puntos de venta y la actualización del organigrama en función de la estrategia de la empresa. No obstante, en lo más reciente se presentó una recuperación, alcanzando un EBITDA de \$ 22.650 millones, con un repunte en todos los segmentos (especialmente en *retail*) a partir de la normalización del negocio y la industria, por la estabilización del tipo de cambio y fletes internacionales lo que llevó al ingreso de mercadería con un mejor margen de competitividad de mercado.

De esta manera, el margen EBITDA de la compañía ha fluctuado entre 18,2% en su *peak* (2021) y 10,7% en su punto más bajo (2023), alcanzando un 13,5% en lo más reciente (últimos doce meses terminados en junio de 2024).

Por su parte, el flujo proveniente de actividades operacionales exhibió un comportamiento volátil, obteniendo valores negativos en 2019 y 2022 de \$ 35.268 millones y \$ 12.713 millones, respectivamente, y valor de \$ 6.768 millones y \$ 5.063 millones en 2023 y 2024, respectivamente. Cabe mencionar, que el valor negativo de 2022 se explica principalmente por un incremento en las compras de mercadería, alza en pago de impuestos, habilitación de nuevos locales, incremento de gastos financieros y mayor pago de arriendos por indexación a la inflación anual. Por otro lado, el alto valor exhibido en 2023 (siendo el *peak*) responde a la contracción en los pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios.

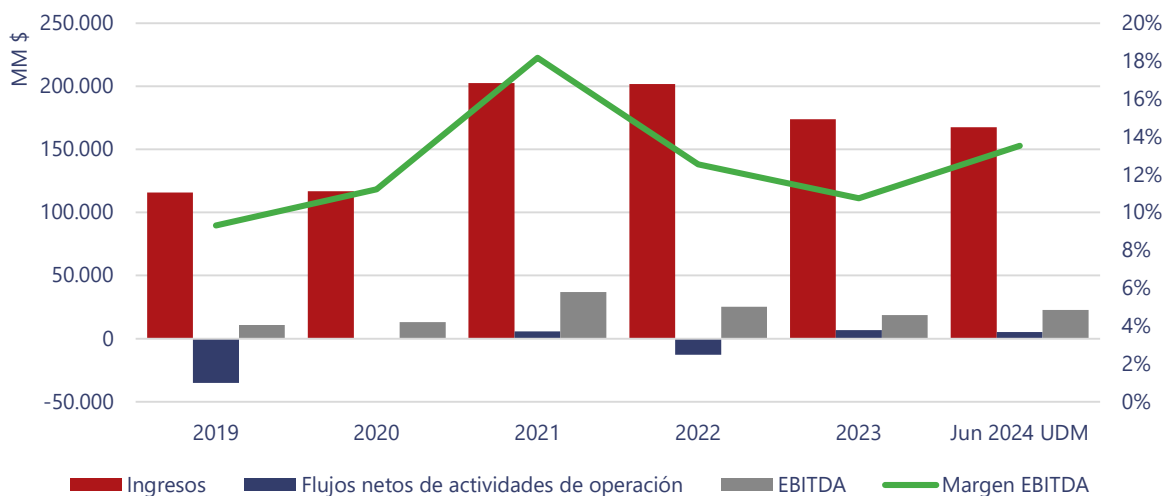


Ilustración 8: Ingresos, EBITDA, flujo de actividades operacionales

## Evolución endeudamiento

El *ratio* pasivo exigible sobre patrimonio evidencia incrementos hasta 2021 hasta alcanzar las 6,8 veces, ejercicio donde se presentaron alzas en las obligaciones con bancos corrientes, cuentas por pagar y en las cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corriente. Posteriormente, el indicador comenzó a presentar bajas (en 2022 por la contracción de las cuentas por pagar y las cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corriente y en 2024 por menor nivel de pasivos financieros corrientes y no corrientes)

hasta alcanzar las 5,1 veces, en lo más reciente. Cabe mencionar que el patrimonio exhibió crecimientos desde 2021 a la fecha, alcanzando su nivel máximo en 2024 con \$ 29.448 millones (\$ 25.680 millones en 2021) a partir de la recurrente obtención de utilidades (reflejado en los resultados acumulados).

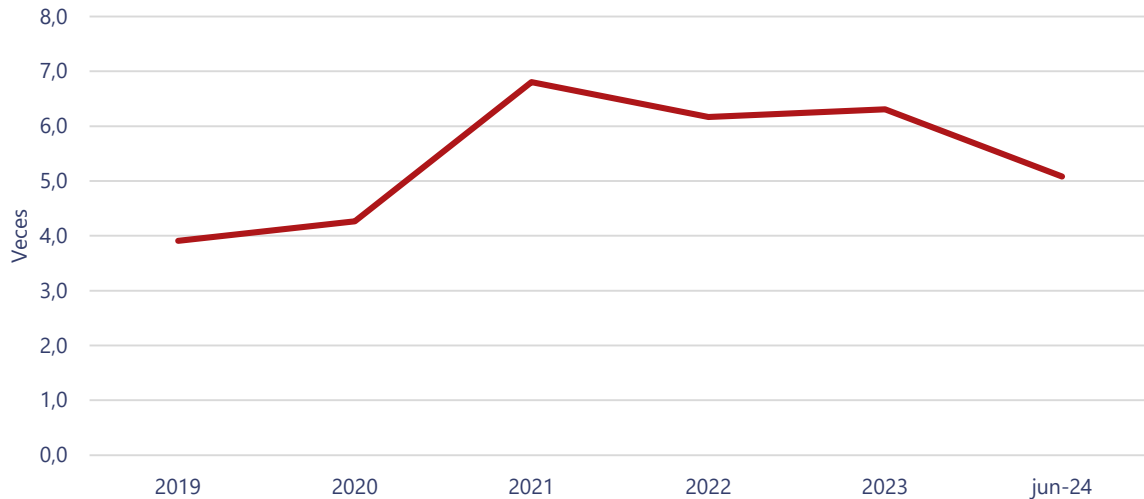


Ilustración 9: Pasivo total sobre patrimonio

El endeudamiento relativo medido como deuda financiera sobre EBITDA y deuda financiera sobre FCLP (Flujo de Caja de largo Plazo) exhibe un comportamiento variable, con un *peak* de 7,2 veces para ambos indicadores en 2019. Cabe mencionar, que a partir de la mayor capacidad de generación de flujos en 2020 y 2021 los indicadores evidenciaron fuertes bajas, alcanzando en su punto más bajo las 2,0 veces y 3,8 veces, respectivamente. No obstante, en 2022 y 2023 se exhibieron alzas a partir de contracciones en los flujos (explicado en el apartado anterior) y mayores niveles de deuda financiera en relación con lo exhibido históricamente.

No obstante, en 2024, se presentaron mejoras en los indicadores deuda financiera sobre EBITDA y deuda financiera sobre FCLP alcanzando las 4,7 veces y 6,6 veces, respectivamente (en relación a las 6,1 veces y 6,8 veces de 2023, respectivamente).

A lo anterior se le debe agregar que si se ajusta el indicador de deuda financiera / FCLP, incorporando la deuda con entidades relacionadas<sup>7</sup>, modificando la tasa ponderada a su promedio histórico<sup>8</sup> y sustrayendo una porción de la deuda de corto plazo susceptible de pagar con la venta de inventarios el *ratio* se mantendría en torno a las 4,6 veces en 2024 (últimos doce meses terminados en junio). Por otro lado, este mismo indicador podría rondar las 3,9 veces si se incorpora la reducción esperada de la deuda según

<sup>7</sup> Cabe mencionar que a partir de 2020 la entidad comenzó a registrar montos de deuda en la deuda con entidades relacionadas que previamente se encontraban dentro de los pasivos por arrendamiento, alcanzando un *peak* de \$ 47.114 millones en esta cuenta en 2021, lo cual se redujo en los periodos posteriores en la medida que se vendieron los activos de la sociedad relacionada "Desarrollo y Bodegas". De esta manera la deuda con entidades relacionadas no corriente se mantuvo en torno a los \$ 16.165 millones a la fecha.

<sup>8</sup> La tasa del último periodo se mantuvo en su *peak* histórico, y considerando dado que las tasas ya han evidenciado bajas, esto debiese reflejarse en los estados financieros posteriores.

declaraciones de la administración y considerando la salida de la rentabilidad anual de los activos de 2020 que es acotada en relación con lo exhibido en los últimos años, lo cual favorecería al Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>9</sup>.

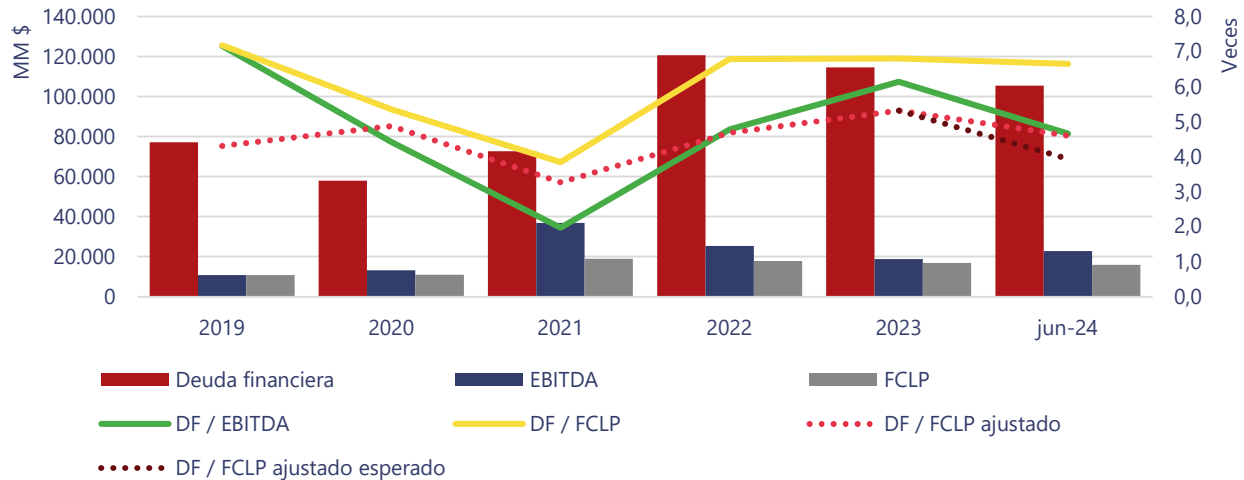


Ilustración 10: Deuda financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo

En cuanto al calendario de vencimientos de **MK** se observa que la deuda financiera se encuentra concentrada en el corto plazo, la cual estaría financiando la compra de inventario y se pagaría en la medida que se venden las existencias. No obstante, lo anterior al contrastarse con los flujos anuales, evidencia la existencia de riesgo de refinanciamiento, sobre todo frente a escenarios de contracciones en las ventas. Para el resto de los años se evidencia un mayor nivel calce con los flujos actuales (sin crecimiento). Al respecto, según declaraciones de la administración, la sociedad mantiene dentro de sus planes la emisión de un bono para refinanciar los vencimientos de corto plazo y estructurarlos en el largo plazo.

Cabe mencionar que el vencimiento total de corto plazo es de \$ 50.080 millones, mientras que el inventario alcanzó los \$ 62.248 millones y la caja los \$ 3.945 millones.

<sup>9</sup> El Flujo de Caja de Largo Plazo considera el promedio de las rentabilidades anuales de los activos de los últimos cinco años en su cálculo.

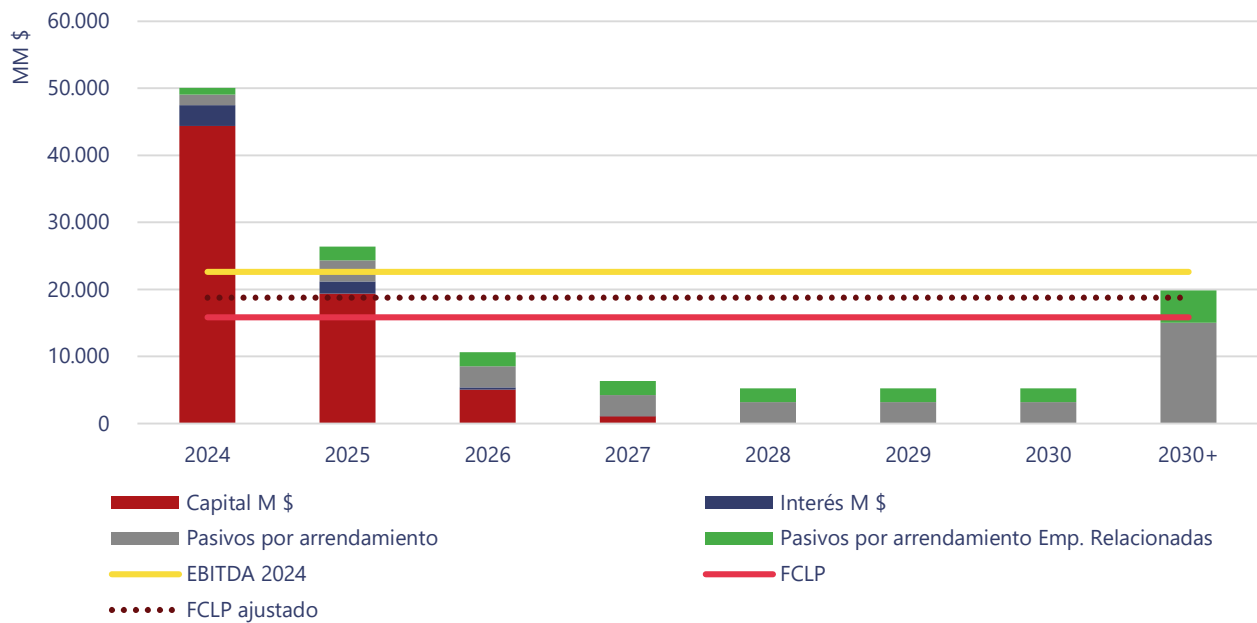


Ilustración 11: Calendario de Vencimientos MK

## Evolución de la liquidez

La liquidez se mantuvo sobre la unidad durante todo el periodo de evaluación, pero con una tendencia a la baja (pasó de 1,5 veces en 2019 a 1,1 veces en lo más reciente). Cabe mencionar, que la baja de 2020 y 2021 se explica principalmente por mayores préstamos con bancos, mientras que la caída de 2023 (periodo donde se alcanzó el punto más bajo con 1,0 veces) responde a menor nivel de cuentas por cobrar e inventarios. En 2024 se presentó un repunte en el indicador a partir de caídas en los compromisos financieros.

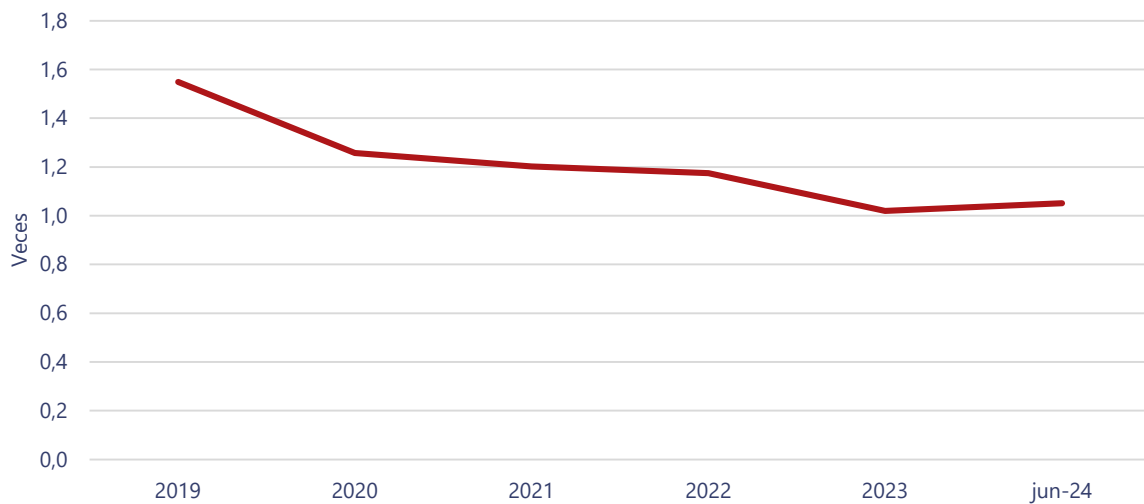


Ilustración 12: Liquidez

### Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

Las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional presentaron crecimientos hasta 2021, que en 2020 se asocia a menores gastos de administración y diferencias de cambio positivas y en 2021 a mayor ganancia bruta. De esta manera, en 2021 los *ratios* de rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional alcanzaron niveles máximos de 12,6%, 82,9% y 28,1%, respectivamente.

En los periodos posteriores y hasta la fecha, la rentabilidad sobre activo y patrimonio exhibieron caídas hasta alcanzar 1,7% y 10,8%, respectivamente en 2024. Lo anterior responde a menores niveles de ganancia bruta, mayores niveles de gastos de administración y costos de distribución, incrementos en los costos financieros e incorporándose en 2024 diferencias de cambio más desfavorables en relación a los años anteriores (compensado en parte por una contracción importante en los costos financieros).

Por su parte, la rentabilidad operacional también presentó caídas luego de 2021 (efecto de menor ganancia bruta, y presiones sobre gastos de administración y costos de distribución) hasta alcanzar 11,3% en su punto más bajo, aunque evidenció un importante repunte en 2024 obteniendo 16,2% (mejora en ganancia bruta y bajas en los gastos de administración y costos de distribución).

<sup>10</sup> Rentabilidad activos = utilidad del ejercicio anual móvil deflactada / activos promedio (junio 2023 y junio 2024);  
 Rentabilidad patrimonio = utilidad del ejercicio anual móvil deflactada / patrimonio total promedio (junio 2023 y junio 2024).  
 Rentabilidad operacional = Resultado operacional / (activos corrientes promedio (junio 2023 y junio 2024) + propiedades planta y equipo promedio)

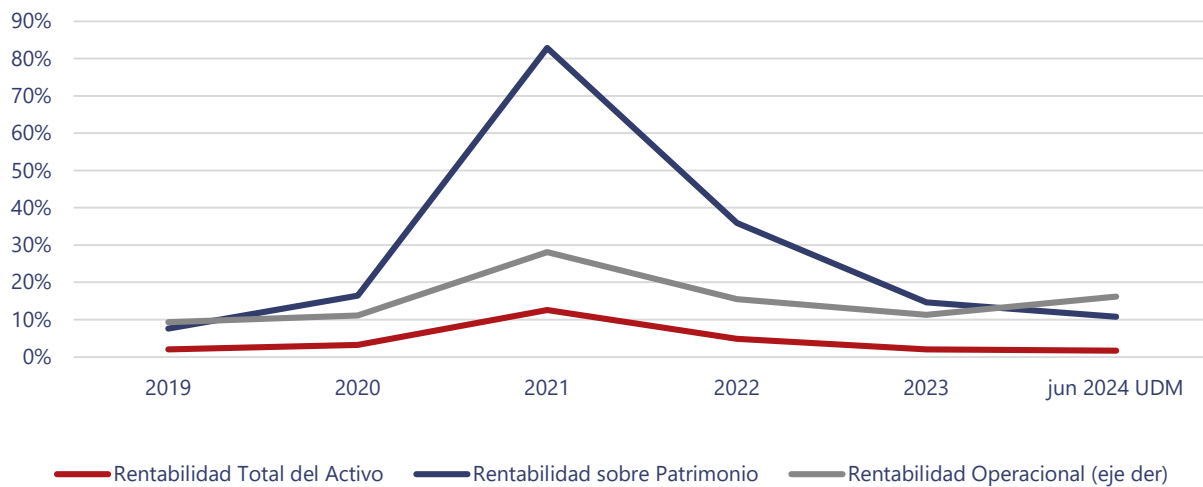


Ilustración 13: Rentabilidad del activo y rentabilidad sobre patrimonio

## Ratios financieros<sup>11</sup>

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Liquidez (veces)	1,79	1,76	1,76	1,69	1,76	1,86
Razón Circulante (Veces)	1,55	1,26	1,20	1,17	1,02	1,05
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,41	1,15	1,20	1,17	0,99	1,02
Razón Ácida (veces)	0,65	0,56	0,34	0,38	0,35	0,37
Rotación de Inventarios (veces)	1,44	1,43	1,60	1,34	1,38	1,53
Promedio Días de Inventarios (días)	253,10	256,00	227,81	272,72	265,18	238,34
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,07	4,58	6,87	6,93	6,48	7,04
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	72,06	79,68	53,11	52,69	56,30	51,83
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,20	3,42	2,79	4,78	3,56	3,48
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	114,01	106,88	130,68	76,34	102,54	104,90
Diferencia de Días (días)	41,95	27,20	77,56	23,65	46,24	53,07
Ciclo Económico (días)	-211,15	-228,80	-150,24	-249,07	-218,94	-185,28

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Endeudamiento (veces)	0,80	0,81	0,87	0,86	0,86	0,84
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	3,91	4,26	6,80	6,17	6,31	5,08
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,19	1,97	1,97	1,70	1,64	1,59

<sup>11</sup> Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Período Pago de Deuda Financiera (veces)	7,16	4,41	1,97	4,77	6,13	4,66
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,14	0,23	0,51	0,21	0,16	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	76,38%	55,37%	41,60%	72,39%	71,44%	70,48%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,91%	22,98%	28,56%	10,75%	11,30%	12,18%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,23	1,04	384,44	1,60	0,55	1,11

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>jun-24</b>
Margen Bruto (%)	41,32%	40,41%	41,30%	38,83%	40,43%	42,97%
Margen Neto (%)	1,76%	3,54%	10,27%	4,69%	2,21%	1,83%
Rotación del Activo (%)	91,28%	90,57%	101,09%	104,10%	93,55%	93,57%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	2,01%	3,23%	12,63%	4,81%	2,04%	1,74%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,01%	3,23%	12,63%	4,80%	2,02%	1,71%
Inversión de Capital (%)	10,81%	14,13%	18,29%	26,45%	38,59%	35,34%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	383,15%	655,80%	865,89%	#####	8738,76%	3542,08%
Rentabilidad Operacional (%)	9,42%	11,07%	28,13%	15,44%	11,29%	15,69%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,64%	16,43%	82,90%	35,89%	14,62%	10,78%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	55,95%	56,83%	56,81%	59,14%	56,68%	53,85%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	58,68%	59,59%	58,70%	61,17%	59,57%	57,03%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	34,74%	27,85%	21,63%	24,34%	28,26%	28,19%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	28,66%	39,27%	131,48%	80,41%	52,10%	60,97%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	9,31%	11,22%	18,18%	12,54%	10,75%	13,52%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."