



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Cruzados S.A.D.P.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Ignacio Muñoz Quezada

Paula Acuña López

Aldo Reyes Díaz

ignacio.munoz@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Mayo 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	Diciembre 2023

Número y fecha de inscripción de emisores de deuda

Línea de bonos	N°1103 de 01.06.2022
Serie UC (BCRUZ-UC)	Primera emisión
Serie UCBC (BCRUZ-UCBC)	Convertibles en acciones

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	15.577.589	15.221.189	14.081.358	23.521.065	14.294.338
Costo de ventas	-12.590.740	-13.718.204	-15.550.899	-18.460.404	-16.090.264
Ganancia bruta	2.986.849	1.502.985	-1.469.541	5.060.661	-1.795.926
Gastos de administración	-1.766.637	-1.637.065	-1.712.302	-2.392.084	-2.470.234
Costos financieros	-94.472	-88.793	-149.384	-323.559	-175.650
Ganancia antes de impuestos	2.581.746	-533.463	-3.538.301	1.251.440	-2.070.007
Utilidad del ejercicio	2.581.746	-533.463	-3.538.301	1.251.440	-2.070.007
EBITDA ¹	5.487.556	3.277.511	1.018.953	4.692.872	-323.419

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Activos corrientes	9.687.728	10.140.660	8.127.453	39.092.878	18.367.441
Activos no corrientes	14.571.927	14.428.999	16.441.787	19.014.369	35.805.244
Total activos	24.259.655	24.569.659	24.569.240	58.107.247	54.172.685
Pasivos corrientes	3.209.062	3.403.321	6.683.103	8.472.770	5.542.647
Pasivos no corrientes	4.690.197	5.339.405	5.597.505	26.707.032	27.047.600
Patrimonio	16.360.396	15.826.933	12.288.632	22.927.445	21.582.438
Total patrimonio y pasivos	24.259.655	24.569.659	24.569.240	58.107.247	54.172.685
Deuda financiera	0	1.016.921	763.151	22.192.427	22.821.792

¹ Considera ganancia bruta – gastos de administración + otros ingresos por función – otros gastos por función + depreciación y amortización.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Cruzados S.A.D.P. (Cruzados) es una sociedad anónima deportiva creada en 2009. Su objetivo es organizar, producir, comercializar y participar en actividades deportivas de carácter profesional relacionadas exclusivamente con el fútbol, ello a través de un contrato de concesión de derechos y arrendamiento de bienes del Club Deportivo Universidad Católica de Chile, con vigencia hasta 2069.

Los principales accionistas de la compañía son Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa con un 45,42%, BTG Pactual Chile con 18,57% e Inversiones Auguri Dos SPA con un 10,13%.

Al cierre de 2023, **Cruzados** tuvo ingresos de actividades ordinarias por \$14.294 millones y pérdidas de \$2.070 millones; explicado principalmente por la baja en la venta de jugadores y menos ingresos por concepto de derechos de televisión. A la misma fecha, la deuda financiera alcanza los \$22.822 millones y un patrimonio de \$21.582 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación en “*Categoría A*” de los títulos de deuda de **Cruzados**, se han considerado como elementos relevantes, la amplia experiencia y *know how* que posee la compañía y el buen posicionamiento del club deportivo dentro del fútbol nacional.

Cruzados presenta una trayectoria consolidada en el rubro del fútbol mediante la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile, mostrando en los años en los que ha operado resultados satisfactorios, tanto deportivos como financieros, en particular si se le compara con otras instituciones deportivas de relevancia nacional. En lo deportivo, se agrega que Club Universidad Católica es el tercer equipo más importante del país tanto en popularidad como en número de campeonatos ganados en el torneo nacional.

En opinión de **Humphreys**, la globalización del fútbol, reflejada, entre otros aspectos, en la transmisión de los partidos de las principales ligas del mundo y en la rápida salida al extranjero de deportistas con mayores habilidades, es un hecho ya consolidado. Por lo tanto, se puede presumir razonablemente que el fútbol chileno y sudamericano, en conjunto con su institucionalidad, ya está adaptada a dicha coyuntura, constatándose que su funcionalidad nunca ha estado en entredicho, así como tampoco su capacidad de generar negocios. En este contexto, se aprecia mejor la estabilidad de las fortalezas enunciadas para **Cruzados** y su capacidad de generar los flujos necesarios para responder a sus obligaciones.

Es más, la continuidad del fútbol local de los distintos países, en gran parte está asegurada por ser de interés de la Federación Internacional de Fútbol Asociación (FIFA). Y mientras el fútbol esté operativo, es altamente probable que **Cruzados** —por su estilo de administración— destaque a nivel nacional entre las instituciones con mayores logros deportivos y adecuado rendimiento financiero.

Asimismo, en la evaluación se incorpora el hecho que la generación de flujos de largo plazo del emisor es holgada en relación con el perfil de vencimiento de su deuda, con excepción del año 2028 en donde se amortiza un bono *bullet*. Con todo, en opinión de **Humphreys**, la entidad presentaría capacidad de refinanciamiento, dado su perfil crediticio, los excedentes de caja esperados para los años posteriores y un nivel de flujos de largo plazo que supera en más del 50% el servicio de la deuda en 2028, incluso sin

considerar el mayor ingreso asociado al proyecto de ampliación del estadio del club deportivo. Todo ello bajo la premisa que el fútbol nacional y sudamericano, como institucionalidad deportiva, presenta una probabilidad muy alta de mantener su operatividad en el tiempo, permitiendo así, que puedan manifestarse las fortalezas propias de **Cruzados**. A ello se suma que el bono *bullet* es convertible en acciones existiendo la probabilidad de eliminar la presión a la liquidez en 2028 o, en su defecto, reducirla.

Junto con la anterior, la evaluación de la clasificadora incluye como elemento favorable la existencia de flujos relativamente estables, entre ellos los ingresos por abonados, de ANFP y por los derechos de televisión, y los futuros ingresos por *Naming Rights* asociados a la compañía Claro Chile S.A. una vez comience a operar las nuevas instalaciones del estadio.

Además, para efectos de reforzar la liquidez en casos extremos, también está la posibilidad de la venta de “pases” de jugadores, reconociendo que existe cierta relación, entre bajos resultados financieros, mal desempeño deportivo y desvalorización de los “pases” de los jugadores. Sin embargo, se debe mencionar que la compañía ha demostrado la capacidad de vender jugadores en momentos que no necesariamente venían aparejados de éxitos deportivos.

Dentro de los factores desfavorables se ha incluido, la posibilidad del término anticipado de la concesión; sin embargo, dado que ello sólo se puede producir por incumplimientos graves al contrato, se califica como un riesgo con una probabilidad muy baja de ocurrencia. En los hechos **Cruzados** ha dado correcto cumplimiento a los acuerdos establecidos en el contrato de concesión, no existiendo conflictos entre las partes, lo que ha permitido, recientemente, la prórroga por 20 años de contrato, hasta 2069. A pesar de lo anterior, este es un riesgo que de hacerse efectivo generaría efectos severos en el modelo de negocio de la compañía.

Se recoge dentro de la clasificación, como un elemento ajeno a **Cruzados**, la posibilidad de que la Asociación Nacional De Fútbol (A.N.F.P), pueda ser sancionada por la FIFA, lo cual podría influir en los resultados y viabilidad de la compañía. En un caso extremo la FIFA podría desafiliar a la A.N.F.P, impidiendo la participación de equipos nacionales en campeonatos internacionales; con todo, se debe tener en cuenta que es un riesgo de bajísima probabilidad de ocurrencia, considerando que es una sanción aplicada excepcionalmente a muy pocas federaciones en el mundo y que nunca ha incluido al fútbol chileno. Sin embargo, de concretarse este riesgo produciría un efecto severo en la compañía.

Por último, otro elemento que se recoge como desfavorable, es el giro reducido que presenta **Cruzados**, exclusivamente la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile, lo que limita a la sociedad a ampliar sus líneas de ingreso, además de limitar el tiempo de financiamiento de diversos proyectos ya que quedan acotados al plazo de término de la concesión. Este es un riesgo propio de las concesiones y, por tanto, totalmente internalizado por la compañía; por otro lado, a la fecha, pierde relevancia que el financiamiento se afecte por el plazo de término de la concesión, por cuanto quedan más de 40 años para ello.

En términos de ESG² **Cruzados** integra en sus decisiones y acciones el contribuir con el medio ambiente, reduciendo el impacto directo de sus actividades, tal como se ve en la construcción de un estadio

² Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

sustentable y la relación con *partners*. En el aspecto social, mantiene actividades relacionadas al fútbol de relacionamiento con la hinchada y con distintas fundaciones. Adicionalmente, destaca en términos de gobernanza, el detalle de la dotación de personal, formalidad laboral, políticas de equidad, brecha salarial, protocolos de acoso laboral y sexual, área de prevención de riesgos y política de capacitación

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia, ni en los riesgos que afectan a la compañía.

Durante 2023 la institución tuvo pérdidas y, además, un EBITDA negativo, lo cual es consecuente con el riesgo incorporado en la clasificación en cuanto a la correlación entre los resultados deportivos del equipo de fútbol Universidad Católica y los resultados económicos de **Cruzados**. A juicio de la clasificadora, los resultados del año 2023 no son representativos de la capacidad de la empresa para generar flujos en el largo plazo, pero constata la volatilidad de los resultados finales (según rendimiento del equipo de fútbol). Con todo, de persistir EBITDA negativos, dependiendo de las causas, la categoría de riesgo podría ser revisada.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Buen posicionamiento.

Fortalezas complementarias

- Experiencia y *Know How*.
- Adecuado perfil de vencimiento.

Fortalezas de apoyo

- Bases de ingresos estables.
- Buen desempeño económico con respecto a sus pares.

Riesgos considerados

- Término de la concesión (riesgo de poca ocurrencia, pero que produce efectos importantes).
- Giro reducido.
- Activos con posibilidad de deterioro.
- Resultados económicos dependiente de rendimiento.
- Riesgos externos (riesgo de todo el sector y de muy baja ocurrencia).

Hechos recientes

Resultados 2023

Al cierre de 2023, **Cruzados** generó ingresos por \$14.294 millones, un 39,23% inferior a lo registrado en 2022, explicado principalmente a la baja en la venta de jugadores e ingresos por derechos de televisión internacionales al quedar fuera en primera ronda en Copa Sudamericana; componentes que cayeron un 92,67% y 93,42%³ respectivamente.

³ Los ingresos por derechos nacionales e internacionales cayeron un 37% en 2023.

Por su parte, los costos presentaron una baja de un 12,84%, en relación con menores costos relacionados a la venta y préstamos de jugadores. En términos relativos, el mayor gasto corresponde a remuneraciones, que representaron el 58,35% de los costos totales del periodo.

Cruzados terminó el 2023 presentando pérdidas por \$2.070 millones, activos por \$54.173 millones, deuda financiera de 22.822 millones y un patrimonio de \$21.582 millones.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del 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 aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Buen posicionamiento: **Cruzados** tiene la concesión de administración del Club Universidad Católica de Chile, el cual es el tercer equipo de fútbol más importante del país con respecto al número de hinchas y al número de campeonatos ganados. Según datos de la encuesta de GFK Adimark, Universidad Católica concentra el 6%⁴ de los hinchas totales a nivel nacional, ubicándose en el tercer puesto, sin embargo, distante de Colo-Colo (42%) y Universidad de Chile (20%); en relación con el número de campeonatos nacionales ganados, Universidad Católica cuenta con 16 títulos de primera división de Chile.

Experiencia y Know How: **Cruzados** presenta una adecuada experiencia, con más de 14 años de trayectoria en la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile, mostrando en los años que ha operado resultados satisfactorios tanto deportivos como financieros. En los hechos, la compañía se encuentra con una tendencia al alza en los ingresos si se comparan los años entre 2018 y 2022, considerando las dificultades durante 2020 y 2021 por la pandemia. En lo deportivo destaca como el equipo con mayor cantidad de puntos en los últimos diez años en el campeonato nacional. Esto último cobra importancia porque, en mayor o menor grado, los ingresos de la sociedad dependen del prestigio deportivo del club Universidad Católica.

Adecuada estructura de financiamiento: La estructura del bono inicial colocado por **Cruzados** presenta amplias holguras en sus vencimientos anuales con respecto a la generación de flujo de la compañía. No

⁴Cifra extraída de la última encuesta realizada por GFK Adimark el año 2019, disponible en https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user_upload/country_one_pager/cl/_20190611_encuesta_gfk_del_futbol_2019_vf.pdf.

obstante, posteriormente, **Cruzados** emitió una nueva deuda con un vencimiento *bullet*, lo que genera riesgo de refinanciamiento en 2028; sin embargo, a juicio de **Humphreys**, se trata de un riesgo acotado y administrable. En efecto, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ actual de la empresa es equivalente al 65,37% del vencimiento de 2028 lo que implica un eventual déficit de UF 72.564; por otra parte, en los años posteriores el diferencial entre el flujo y los vencimientos sería del orden de los UF 80.000 anuales.

Por último, cabe señalar que el bono *bullet* es convertible en acciones y, por tanto, eventualmente, de producirse la conversión se eliminaría o se reduciría la presión a la liquidez del emisor.

Buen desempeño económico con respecto a sus pares: Si bien en 2023 se tuvo resultados negativos, la compañía se ha caracterizado por presentar un adecuado desempeño financiero con respecto a sus pares, en efecto, los ingresos de **Cruzados** han presentado un crecimiento promedio entre 2019-2023 de 11,27%, similar al de Blanco y Negro (11,86%) y superior a Azul Azul (4,26%). Caso similar ocurre con algunos ratios financieros como liquidez y endeudamiento en los cuales ha presentado mejores niveles que los de la competencia.

Base de ingresos estable: La compañía presenta flujos relativamente estables, entre los que se consideran los ingresos por abonados y por derechos de televisión, también se consideran flujos por *Naming Rights* (actualmente existe contrato con Claro Chile). Porcentualmente los ingresos calificados más estables, como ingresos televisivos, derechos de ANFP y los ingresos por entradas, representan en promedio entre 2019 y 2023 un 46,20% del total de ingresos, si a lo anterior se suman los ingresos por cuotas de socios y por publicidad, los cuales tienden a ser contratos de más de 2 o 3 años, esta base llega a 78,71%⁶.

Factores de riesgo

Término de concesión: **Cruzados** mantiene un contrato concesión con la Fundación Club Deportivo Universidad Católica de Chile el cual tiene una vigencia hasta el año 2069⁷, aunque siempre existe la posibilidad de término anticipado de la concesión, lo cual produciría un efecto severo en el modelo de negocio de la compañía. Sin embargo, cabe mencionar que se considera que este es un riesgo de muy baja ocurrencia, debido que requiere de incumplimientos graves en el contrato por parte de la sociedad, lo que no se avizora dado el comportamiento mostrado por la compañía.

Giro reducido: **Cruzados** es una sociedad anónima deportiva creada exclusivamente para la administración del contrato de concesión de derechos y arrendamiento de bienes del Club Deportivo Universidad Católica de Chile, cuyo contrato de concesión delimita expresamente lo que puede o no puede realizar la compañía, esto limita a la empresa a ampliar sus líneas de negocios y limitar el financiamiento de diversos proyectos (fin del plazo de concesión en 2069).

⁵ 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.

⁶ Se consideran los ingresos de ANFP, derechos de TV, retiros CDF, borderó, cuotas de socios y publicidad. Es importante mencionar que durante gran parte de 2020 y 2021 no se recibieron ingresos por ventas de entradas por la actual pandemia, sin embargo, se trata un caso excepcional y se siguen considerando como ingresos estables para el análisis.

⁷ La concesión fue prorrogada en noviembre de 2021 por 20 años adicionales a partir del año 2049.

Activos con posibilidad de deterioro: La compañía no está ajena a la posibilidad de pérdida de valor de sus jugadores, ya sea por mal rendimiento de los mismos, lesiones, malos resultados económicos del club, etc. Cabe mencionar que este es un riesgo en que la compañía no tiene demasiado control y es considerado como un riesgo transversal del sector, pero es atenuado por la conservadora política de contrataciones realizadas por la empresa y que la venta y préstamo de jugadores entre 2019 y 2023 representaron en promedio el 12,08% de los ingresos (3,81% en 2023), ahora si se consideran los préstamos de jugadores y los derechos de solidaridad este porcentaje promedio asciende al 14,47% en el mismo periodo.

Resultados económicos dependientes de rendimiento: Los resultados deportivos son un factor muy importante en los resultados financieros, ya que influyen en la base de ingresos de la compañía como mayor número de auspiciadores, mayores premios por torneo, mayores ingresos televisivos, mayor número de abonados y entradas vendidas. Sin embargo, este riesgo se ve atenuado porque la compañía ha presentado ingresos relativamente estables durante los periodos analizados que representaron un 85,79% de los ingresos en 2023; a lo anterior también se suma que según información entregada por la empresa el Club Universidad Católica de Chile ha sido el club que más puntos ha obtenido del campeonato nacional en los últimos diez años.

Riesgos externos: La compañía no está exenta a que la Federación Internacional de Fútbol Asociación (F.I.F.A) multe o aplique una sanción tanto a la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (A.N.F.P) o a la Confederación Sudamericana de Fútbol (CONMEBOL); esto podría repercutir en que la firma dejaría de recibir ingresos tanto por participar en competencias internacionales como posible pérdida de auspiciadores, lo que terminaría por influir en los resultados y viabilidad de la compañía. Sin embargo, se debe mencionar que es un riesgo de bajísima probabilidad de ocurrencia, considerando que es una sanción aplicada excepcionalmente a muy pocas federaciones en el mundo.

Antecedentes generales

La compañía

Cruzados se creó en 2009 como una sociedad anónima deportiva, cuyo objetivo es la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile. Producto del contrato de concesión, que finaliza en 2069, la compañía puede organizar, producir, comercializar y participar en actividades deportivas de carácter profesional ligadas exclusivamente con el futbol.

Composición de los flujos

Como se comentó anteriormente, la empresa se encarga de la administración del contrato de concesión de derechos y arrendamientos de bienes con el Club Universidad Católica de Chile, para ello la compañía identifica dos segmentos en sus estados financieros, estos son recaudación y comercial, los que en 2023 representaron el 45,06% y 54,94%. La distribución de ingresos por segmento se presenta en la Ilustración 1.

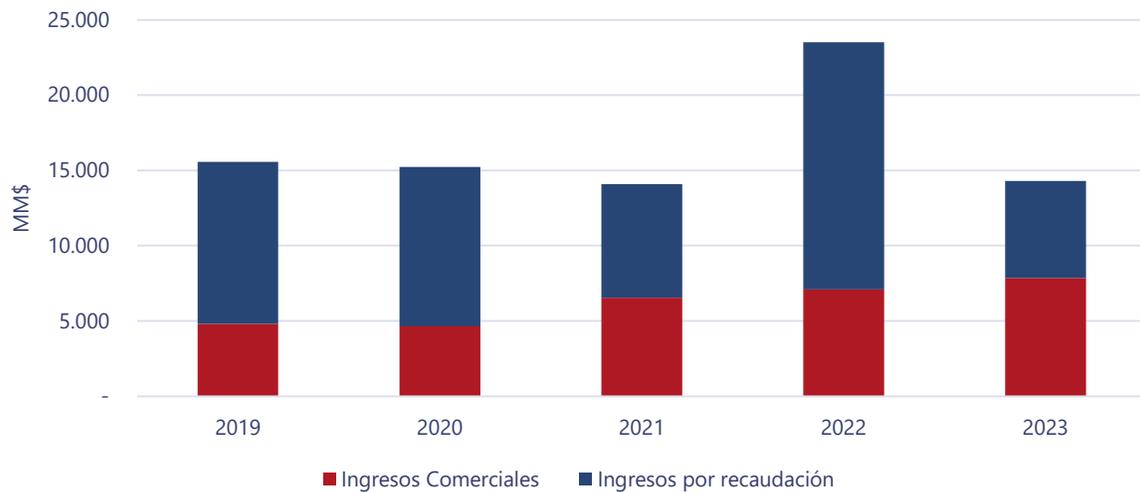


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento

Líneas de negocio

A continuación, se muestra la evolución de los ingresos de la sociedad de acuerdo con las líneas de negocios ya mencionadas, describiendo las características de cada una de ellas.

Segmento recaudación

Dentro del segmento de recaudación se incluye los ingresos que tiene la sociedad por los beneficios monetarios percibidos por su afiliación a la Asociación Nacional de Fútbol Profesional de Chile (ANFP), derechos de televisión, venta de *ticket* a los partidos del club (borderó) y entradas por la venta, préstamos y formación (derechos de solidaridad) de jugadores.

El segmento en los últimos cinco años ha tenido una importancia relativa en promedio de un 61,42% de los ingresos totales de **Cruzados**. Como se mencionó, en 2023 representó el 45,06% de los ingresos, alcanzando los \$6.441 millones, el nivel más bajo en los últimos años, lo que se explica principalmente por la caída en los ingresos provenientes de venta de jugadores y derechos de televisión, los que cayeron un 97,86% y 93,42% con respecto a 2022, respectivamente.

El principal elemento de este segmento, son los ingresos provenientes de la ANFP, los que tienen un comportamiento más estable, representando el 29,21% del total de ingresos de **Cruzados**, equivalentes a \$4.175 millones. Le sigue borderó, que pasó a representar un 8,44% de los ingresos totales en 2022 a un 10,51% en 2023, a pesar de que en términos nominales se observa una caída en lo percibido por este concepto. La evolución de los ingresos del segmento recaudación se presenta en la Ilustración 2.

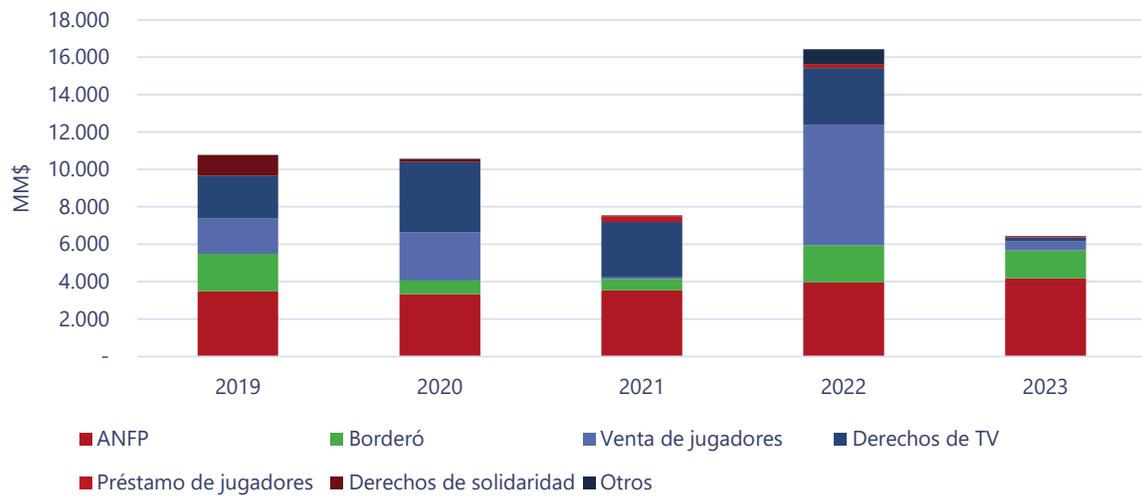


Ilustración 2: Distribución de los ingresos segmento recaudación

Segmento comercial

Este segmento queda determinado, principalmente, por los ingresos de publicidad (básicamente los contratos de publicidad y/o auspicios contraídos por la empresa), más lo que pagan los socios del club de fútbol, las matrículas en la escuela de fútbol, las ventas en las tiendas UC y los derechos de *merchandising*.

En promedio en los últimos cinco años, este segmento ha representado un 38,58% del total de ingresos. En 2023, el segmento presentó un incremento de un 10,74%, alcanzando los \$7.854 millones. El principal elemento del segmento (y de la compañía) corresponde a los ingresos provenientes por concepto de publicidad y auspicios, los que representan el 44,67% del total de **Cruzados** en el periodo en 2023, totalizando \$6.387 millones, un 12,97% superior a lo registrado en 2022. El segundo elemento más importante del segmento en el último año corresponde a los ingresos percibidos por matrículas en escuelas de fútbol, los que representan un 4,89%. La distribución de los ingresos del segmento comercial se presenta en la Ilustración 3.

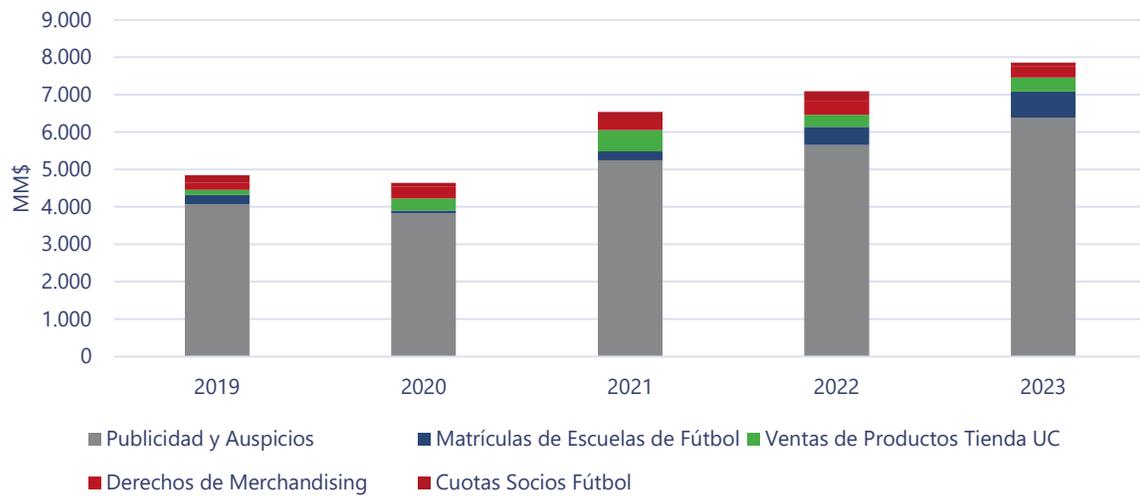


Ilustración 3: Distribución de ingresos segmento comercial

Mercado

Actualmente, los tres equipos más grandes de Chile, en términos de popularidad: Colo-Colo, Universidad de Chile y Universidad Católica, son administradas por concesiones, observándose que **Cruzados**, en términos de endeudamiento se encuentra en una posición más favorable respecto al resto. Al cierre de 2023, **Cruzados** presenta un *leverage* de 1,51 veces, en contraste con Colo-Colo (Blanco y Negro) y Universidad de Chile (Azul Azul), que muestran indicadores de 1,93 veces y 2,55 veces, respectivamente. En la Ilustración 4 se presenta la evolución del indicador de endeudamiento.

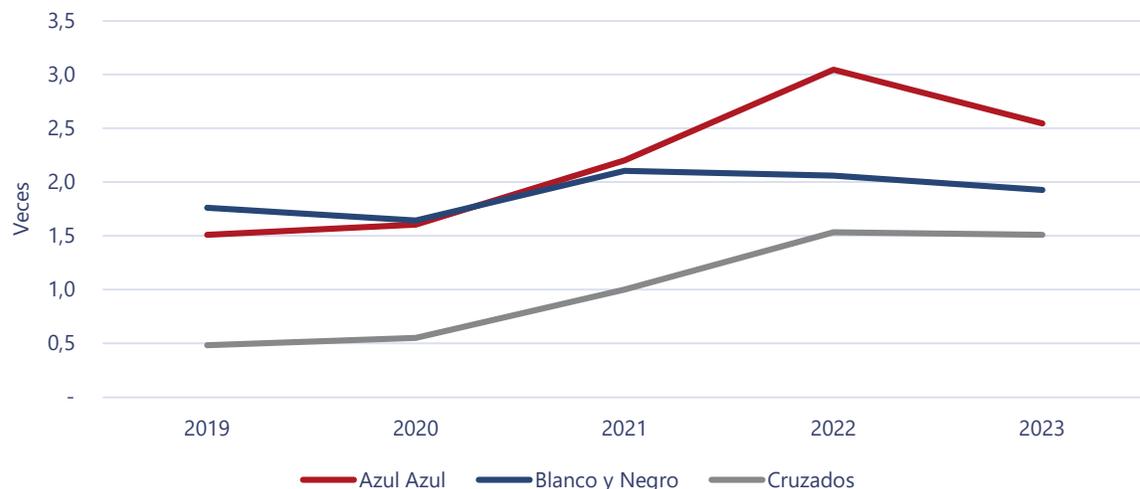


Ilustración 4: Endeudamiento industria

Con respecto a la liquidez, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, **Cruzados** es la única sociedad que presenta un indicador superior a la unidad al cierre de 2023, alcanzando las 3,31 veces. Por

su parte, Colo-Colo y Universidad de Chile registraron una liquidez de 0,51 veces y 0,91 veces, respectivamente; tal como se puede apreciar en la Ilustración 5.

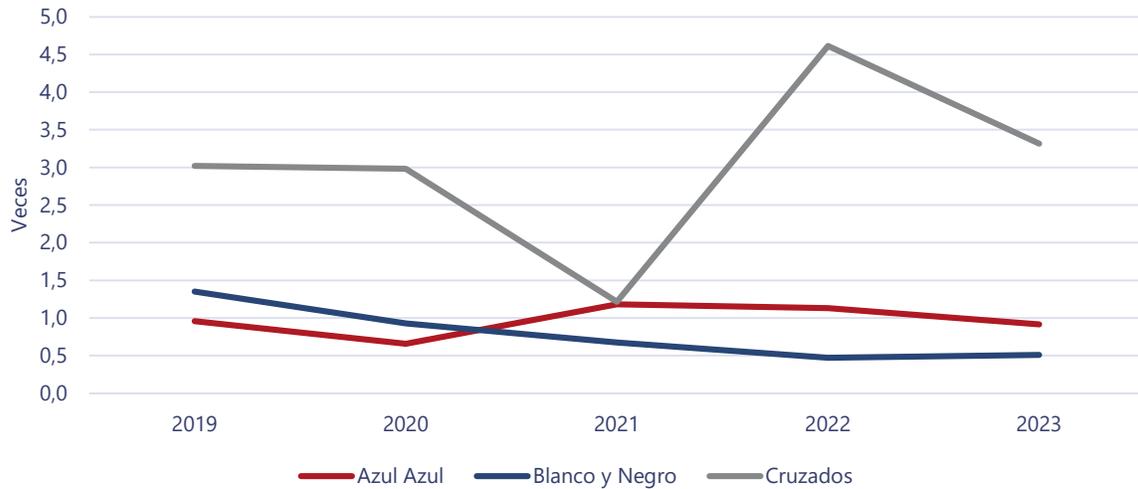


Ilustración 5: Liquidez industria

Análisis financiero⁸

Ingresos y EBITDA consolidados

Los ingresos de **Cruzados** durante 2023 totalizaron \$14.294 millones, los que se vieron perjudicados principalmente, tal como se mencionó anteriormente, por la baja en la venta de jugadores y en los derechos de televisión internacionales percibidos. La baja en los ingresos fue de un 43,5% en términos reales con respecto a lo registrado en 2022; esto implicó un EBITDA¹ de -\$334 millones y un margen EBITDA de -2%. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 6.

⁸ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

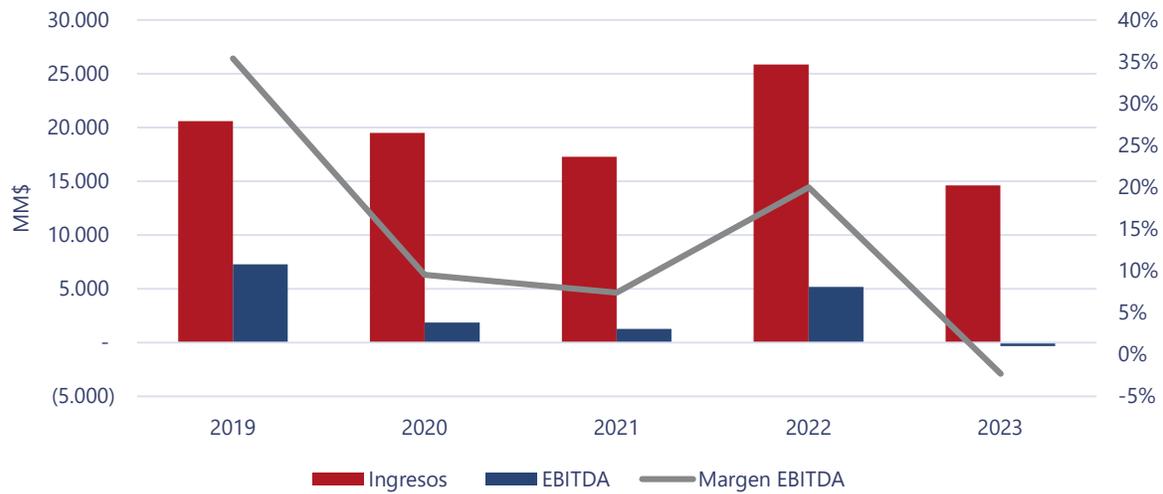


Ilustración 6: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA

Evolución del endeudamiento

En cuanto a la relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede apreciar en Ilustración 7, **Cruzados** presenta niveles superiores a la unidad, dado a los aumentos de deuda financiera exhibidos para la ampliación y modernización del estadio. Como se mencionó, este nivel es inferior al presentado por otras sociedades del sector.

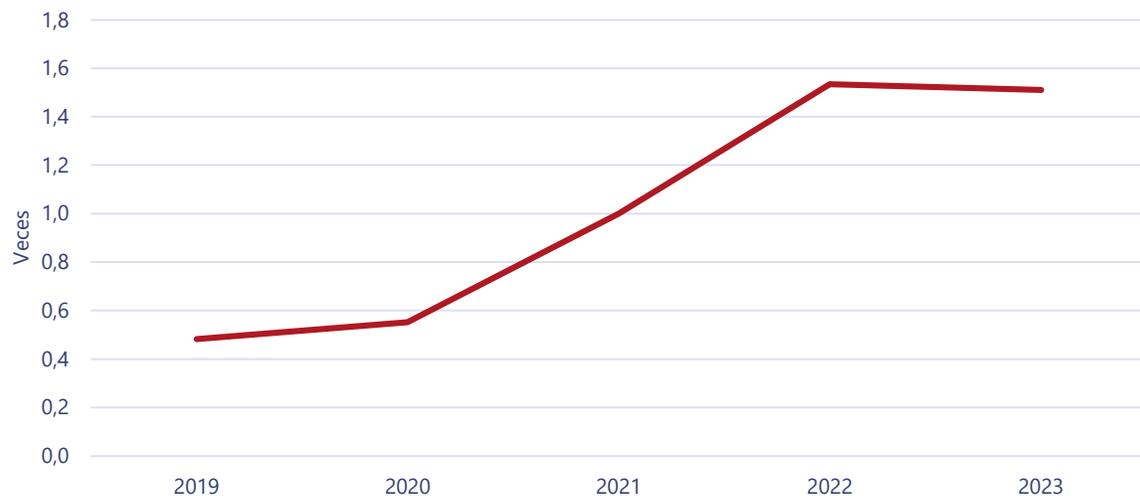


Ilustración 7: Endeudamiento

En cuanto a la razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) y deuda financiera sobre EBITDA, en diciembre de 2023 llegó a las 4,53 veces y -68,34 veces, respectivamente, este último perjudicado por los resultados de 2023. No obstante, una vez comienzen a

operar las nuevas instalaciones del estadio y se recuperen los flujos exhibidos en 2023, el indicador debiese tomar una tendencia a la baja. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 8.

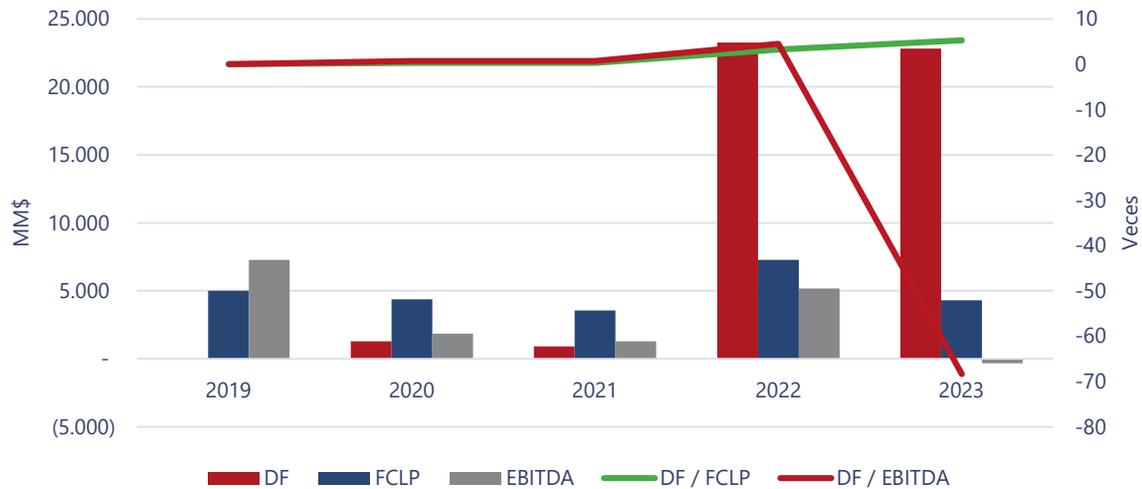


Ilustración 8: DF, FCLP y EBITDA

Respecto a los vencimientos de **Cruzados**, es posible observar en la Ilustración 9 que, a excepción de 2028, es posible cubrir con holgura las obligaciones financieras con los niveles actuales de FCLP. En 2028 corresponden el vencimiento del bono *bullet* colocado en 2024, por lo cual se hace necesario el refinanciamiento; se presume que la empresa, dado que mantiene sus fortalezas estructurales y debiese revertir los magros resultados de 2023, dispondría con capacidad para acceder a fuentes de financiamiento.

Cabe señalar que el bono *bullet* es convertible en acciones y, por tanto, eventualmente, de producirse la conversión se eliminaría o se reduciría la presión a la liquidez del emisor.

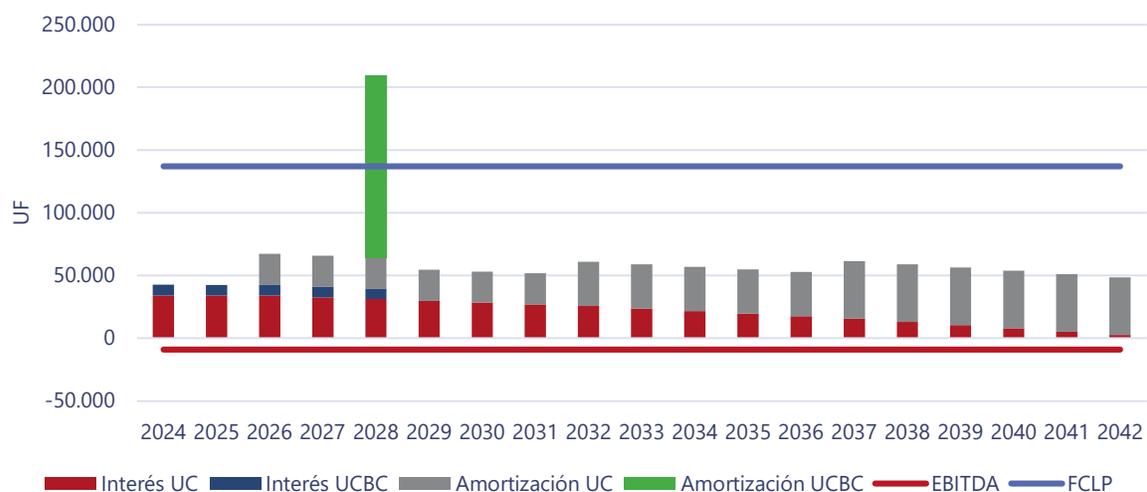


Ilustración 9: Perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

Con respecto a la liquidez de **Cruzados**, si bien presentó una disminución en el último año, pasando de las 4,61 veces en 2022 a las 3,31 veces en 2023, esta sigue siendo elevada; ubicándose en los últimos años siempre sobre la unidad. Los actuales niveles se ven influenciados por la entrada de recursos para efectos de remodelación del estadio de la institución, por lo que se espera que disminuyan en la medida que los fondos se vayan utilizando según lo presupuestado en el proyecto. La evolución del indicador de liquidez se presenta en la Ilustración 10.



Ilustración 10: Liquidez

Evolución de la rentabilidad⁹

Los niveles de rentabilidad de la compañía han presentado un comportamiento irregular en los últimos años, ligado principalmente a que el negocio se basa en los resultados deportivos. Durante 2023, dado los bajos ingresos y resultados obtenidos, se obtuvieron rentabilidades negativas tal como se puede observar en la Ilustración 11.

⁹ Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

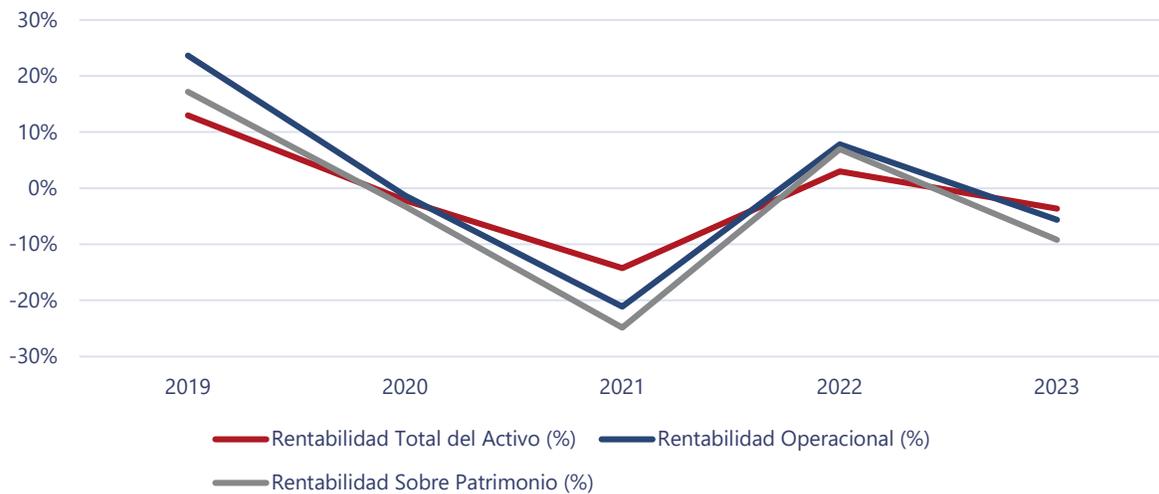


Ilustración 11: Rentabilidad

Covenants financieros

A diciembre de 2023, los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenant	Límite	Dic-2023
Razón de endeudamiento financiero	Inferior a 1,2 veces	1,06
Razón de Deuda Financiera Neta / EBITDA ¹⁰	Inferior a 5,0 veces	-

Ratios financieros¹¹

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,60	1,49	1,25	1,45	1,04
Razón Circulante (Veces)	3,02	2,98	1,22	4,61	3,31
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	3,02	2,98	1,22	4,61	3,31
Razón Ácida (veces)	3,01	2,95	1,19	4,60	3,27
Rotación de Inventarios (veces)	622,47	225,31	132,28	126,75	81,98
Promedio Días de Inventarios (días)	0,59	1,62	2,76	2,88	4,45
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,63	4,03	7,09	5,13	4,54
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	55,06	90,68	51,47	71,17	80,39
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,33	4,66	2,18	2,59	3,44

¹⁰ Comienza a regir a partir de junio 2025.

¹¹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	84,22	78,33	167,18	140,80	106,08
Diferencia de Días (días)	29,16	-12,34	115,71	69,64	25,69
Ciclo Económico (días)	28,57	-13,96	112,95	66,76	21,24

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,33	0,36	0,50	0,61	0,60
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,48	0,55	1,00	1,53	1,51
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,68	0,64	1,19	0,32	0,20
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,00	0,31	0,71	4,50	-68,34
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	--	3,26	1,41	0,22	-0,01
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,00	0,12	0,06	0,63	0,70
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,62	0,55	0,39	0,15	0,15
Veces que se gana el Interés (veces)	27,75	-5,98	-23,51	3,83	-11,76

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	0,19	0,10	-0,10	0,22	-0,12
Margen Neto (%)	0,17	-0,03	-0,25	0,05	-0,14
Rotación del Activo (%)	0,65	0,63	0,59	0,42	0,27
Rentabilidad Total del Activo (%)*	0,13	-0,02	-0,14	0,03	-0,04
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,13	-0,02	-0,14	0,03	-0,04
Inversión de Capital (%)	0,31	0,37	0,53	0,40	1,31
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,44	2,28	10,06	0,81	1,14
Rentabilidad Operacional (%)	0,24	-0,01	-0,21	0,08	-0,06
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	0,17	-0,03	-0,25	0,07	-0,09
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	0,62	0,67	0,80	0,69	0,96
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	0,81	0,90	1,10	0,78	1,12
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,11	0,11	0,12	0,10	0,17
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,18	-0,01	-0,23	0,14	-0,12
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,35	0,22	0,07	0,20	-0,02

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital sobre Patrimonio (%)	1,17	1,21	1,56	1,26	1,37

"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."