



Cruzados S.A.D.P.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Mayo 2025

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	A En Observación
EEFF base	Diciembre 2024

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	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	15.221.189	14.081.358	23.521.065	14.294.338	20.709.083
Costo de ventas	-13.718.204	-15.550.899	-18.460.404	-16.090.264	-18.075.677
Ganancia Bruta	1.502.985	-1.469.541	5.060.661	-1.795.926	2.633.406
Gastos de administración	-1.637.065	-1.712.302	-2.392.084	-2.470.234	-2.619.562
Costos financieros	-88.793	-149.384	-323.559	-175.650	-333.552
Ganancia antes de impuestos	-533.463	-3.538.301	1.251.440	-2.070.007	-1.353.760
Utilidad del ejercicio	-533.463	-3.538.301	1.251.440	-2.070.007	-1.353.760
EBITDA²	3.277.511	1.018.953	4.692.872	-323.422	1.830.716

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024
Activos corrientes	10.140.660	8.127.453	39.092.878	18.367.441	6.882.442
Activos no corrientes	14.428.999	16.441.787	19.014.369	35.805.244	62.053.203
Total activos	24.569.659	24.569.240	58.107.247	54.172.685	68.935.645
Pasivos corrientes	3.403.321	6.683.103	8.472.770	5.542.647	11.980.843
Pasivos no corrientes	5.339.405	5.597.505	26.707.032	27.047.600	36.495.135
Patrimonio	15.826.933	12.288.632	22.927.445	21.582.438	48.475.978
Total patrimonio y pasivos	24.569.659	24.569.240	58.107.247	54.172.685	20.459.667
Deuda financiera	1.016.921	763.151	22.192.427	22.821.792	68.935.645

¹ Metodología utilizada: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29.02.2024).

² 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 41,40%, Santander Corredores de Bolsa Limitada con 13,00% e Inversiones Auguri Dos SPA con un 9,99%.

Al cierre de 2024, **Cruzados** tuvo ingresos de actividades ordinarias por \$20.709 millones y pérdidas de \$1.354 millones; explicado principalmente por un aumento de los ingresos por la venta de jugadores y mayores ingresos comerciales por concepto de publicidad y auspicios. A la misma fecha, la deuda financiera alcanza los \$29.667 millones y un patrimonio de \$20.460 millones.

La tendencia se modifica desde “Estable” a “En Observación”, debido a las mayores presiones en los niveles de endeudamiento relativo del emisor, los cuales debiesen comenzar a revertirse una vez que entre en operación el nuevo estadio del club, por tanto, esta clasificadora monitoreará el cumplimiento de las proyecciones y plazos asociados a la puesta en marcha del proyecto que, de desviarse significativamente con lo esperado, podrían incidir negativamente en la clasificación de riesgo actual.

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 una perspectiva de largo plazo, 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 y los flujos asociados a la nueva inversión. 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. 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 vea afectado por el plazo de término de la concesión, por cuanto quedan más de 40 años para ello. No obstante, se espera un impacto positivo con la entrada en operación del nuevo estadio, diversificando sus ingresos y líneas de negocio a través de servicios como: eventos masivos, corporativos y sociales.

En términos de ESG³ **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 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.

³ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

Cabe señalar que, de acuerdo a la escritura de bonos, a partir de junio de 2025 comienza la medición del *covenant* Deuda Financiera Neta sobre EBITDA con un límite inferior a las 5,0 veces, no obstante, según lo señalado por **Cruzados**, dado que la fecha de inicio del *covenant* no consideraba los aplazamientos en el inicio de operación del estadio, el emisor se encuentra en proceso de renegociación con los tenedores de bonos para eventuales cambios en la escritura.

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 (entrada en operación del estadio permitiría mitigar parcialmente el riesgo).
- Activos con posibilidad de deterioro.
- Resultados económicos dependiente de rendimiento.
- Riesgos externos (riesgo de todo el sector y de muy baja ocurrencia).

Hechos recientes

Aporte de capital 2025

Según los Hechos Esenciales publicados por la compañía, durante marzo y abril se realizó con éxito un incremento en el capital social. Durante el primer período de opción preferente se suscribieron y pagaron 109.928.263 acciones por un monto total de \$ 5.496.413.150 y en el segundo período de opción preferente se suscribieron y pagaron 17.829.080 acciones por un monto total de \$ 891.454.000. Este aporte apoyará el nivel de liquidez de **Cruzados** y los sobrecostos asociados al proyecto del estadio que de acuerdo con lo informado por la compañía debiese entrar en operación en julio de 2025 durante la inauguración de la segunda rueda del torneo nacional.

Resultados 2024

Al cierre de 2024, **Cruzados** generó ingresos por \$ 20.709 millones, un 44,9% superior a lo registrado en 2023, explicado principalmente por la recuperación de los ingresos por venta de jugadores y al crecimiento sostenido de los ingresos comerciales por publicidad y auspicios; componentes que crecieron un 802,7% y 38,6% respectivamente.

Por su parte, los costos de venta presentaron un aumento de 12,3%, principalmente por mayores gastos de operación, los cuales crecieron un 87,9% con respecto al año anterior. En términos relativos, el mayor gasto corresponde a remuneraciones, que representaron el 50,6% de los costos de venta totales del periodo.

Cruzados terminó el 2024 presentando pérdidas por \$ 1.354 millones, activos por \$ 68.936 millones, deuda financiera de \$ 29.667 millones y un patrimonio de \$ 20.460 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 En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente a la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Buen posicionamiento: **Cruzados** tiene la concesión de administración del fútbol 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 Cadem (Centro de Estudios de la Realidad Contemporánea), Universidad Católica concentra el 14%⁴ de los hinchas totales a nivel nacional, ubicándose en el tercer puesto, sin embargo, distante de Colo-Colo (42%) y Universidad de Chile (22%); con relación con al 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 15 años de trayectoria en la administración de la concesión del fútbol del Club Universidad Católica de Chile, mostrando en los años que ha operado resultados satisfactorios tanto deportivos como financieros. En los hechos, la compañía mantiene una tendencia al alza en los ingresos en los últimos diez años (a excepción de 2023), en lo deportivo destaca como el equipo con mayor cantidad de puntos acumulados desde el 2010, año en el que se creó el club. 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 primer bono colocado por **Cruzados** presentaba amplias holguras en sus vencimientos anuales con respecto a la generación de flujo de la compañía. No obstante, posteriormente, **Cruzados** emitió una nueva deuda en 2024 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

⁴Cifra extraída de la encuesta realizada por Cadem el año 2024, disponible en <https://cadem.cl/wp-content/uploads/2024/03/ChV-Radiograf%C3%81a-del-Futbol-VF-1-1.pdf>

efecto, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ actual de la empresa es equivalente al 45,6% del vencimiento de 2028 lo que implica un eventual déficit cercano a los \$ 4.400 millones; por otra parte, en los años posteriores la holgura entre el flujo y los vencimientos sería del orden de los \$ 2.000 millones 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: La compañía se ha caracterizado por presentar un adecuado desempeño financiero con respecto a sus pares desde una mirada de largo plazo. Si bien se reconoce que los últimos dos años ha mostrado resultados negativos (pérdidas), se espera una recuperación en los indicadores de ingresos, liquidez y endeudamiento en la medida que se incorporen las rentabilidades de la inversión del nuevo establecimiento.

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 a percibir 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 2020 y 2024 un 42,3% del total de ingresos, si a lo anterior se suman los ingresos por cuotas de socios y por publicidad⁶ esta base llega a 78,0%⁷.

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 2069⁸, 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 restringe a la empresa a ampliar sus líneas de negocios y limitar el financiamiento de diversos proyectos (fin del plazo de concesión en 2069). Cabe mencionar que, con la entrada en operación del nuevo estadio, se espera incorporar nuevas líneas de negocio y diversificar sus flujos de manera importante.

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 sobre el cual 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 2020 y 2024 representaron en promedio el 13,8% de los

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 Estos ingresos tienden a ser contratos de más de 2 o 3 años.

⁷ 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.

⁸ La concesión fue prorrogada en noviembre de 2021 por 20 años adicionales a partir del año 2049.

ingresos (20,7% en 2024), ahora si se consideran los préstamos de jugadores y los derechos de solidaridad este porcentaje promedio asciende al 14,9% 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 dado que la compañía ha presentado ingresos relativamente estables durante los periodos analizados que representaron un 73,3% de los ingresos en 2024. A lo anterior también se suma que el Club Universidad Católica de Chile ha sido el club que más puntos ha obtenido la tabla acumulada del campeonato nacional desde el 2010, año en el que se creó el club.

Riesgos externos: La compañía no está exenta de 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) como 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 por la 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 fútbol.

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 2024 representaron el 51,7% y 48,3%. La distribución de ingresos por segmento se presenta en la Ilustración 1.

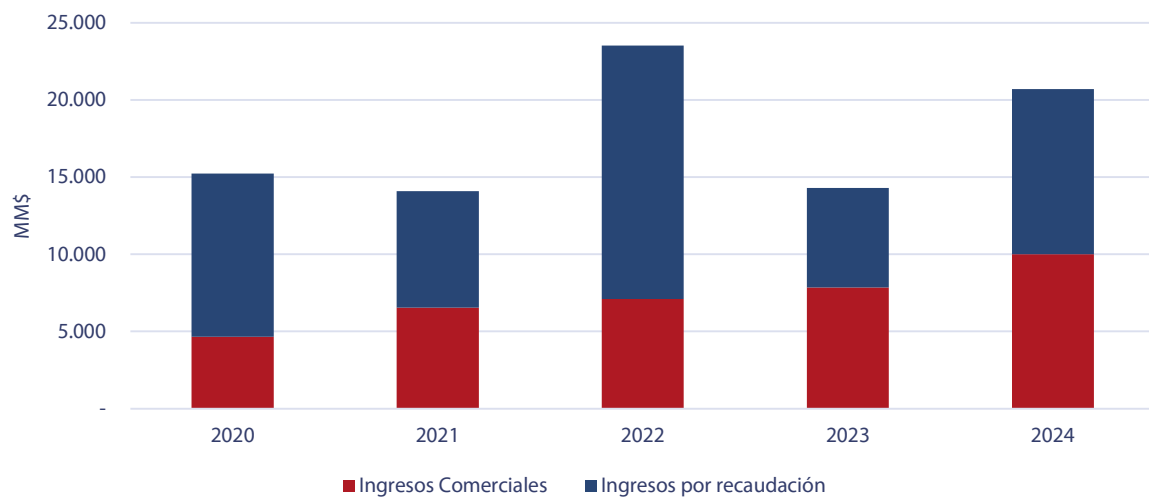


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento

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.

Dicho segmento, en los últimos cinco años ha tenido una importancia relativa en promedio de un 57,9% de los ingresos totales de **Cruzados**. Como se mencionó, en 2024 representó el 51,7% de los ingresos, alcanzando los \$ 10.698 millones, mostrando una recuperación asociada a los mayores ingresos provenientes por venta de jugadores, con un incremento de 802,7% con respecto a 2023.

La principal entrada de este segmento, son los ingresos provenientes de la ANFP, los que tienen un comportamiento comparativamente más estable y han crecido todos los años desde el 2021, representando a la fecha el 21,1% del total de ingresos de **Cruzados**, equivalentes a \$ 4.373 millones. La evolución de los ingresos del segmento recaudación se presenta en la Ilustración 2.

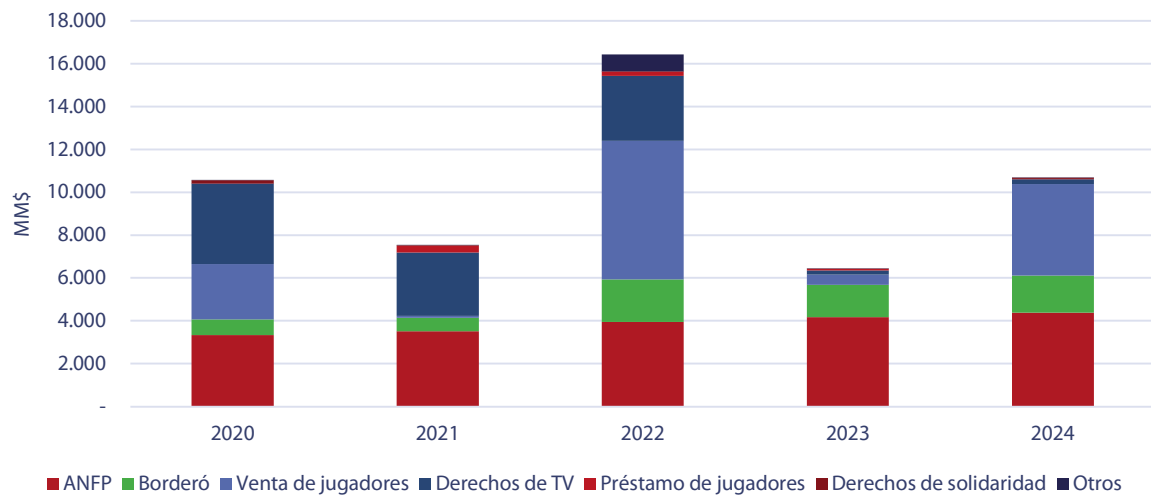


Ilustración 2: Distribución de los ingresos segmento recaudación

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 las cuotas 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 42,1% del total de ingresos. En 2024, el segmento presentó un incremento de un 27,5%, alcanzando los \$10.011 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 42,7% del total de **Cruzados** en el periodo en 2024, totalizando \$8.851 millones, un 38,6% superior a lo registrado en 2023. 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 2,1%. La distribución de los ingresos del segmento comercial se presenta en la Ilustración 3.

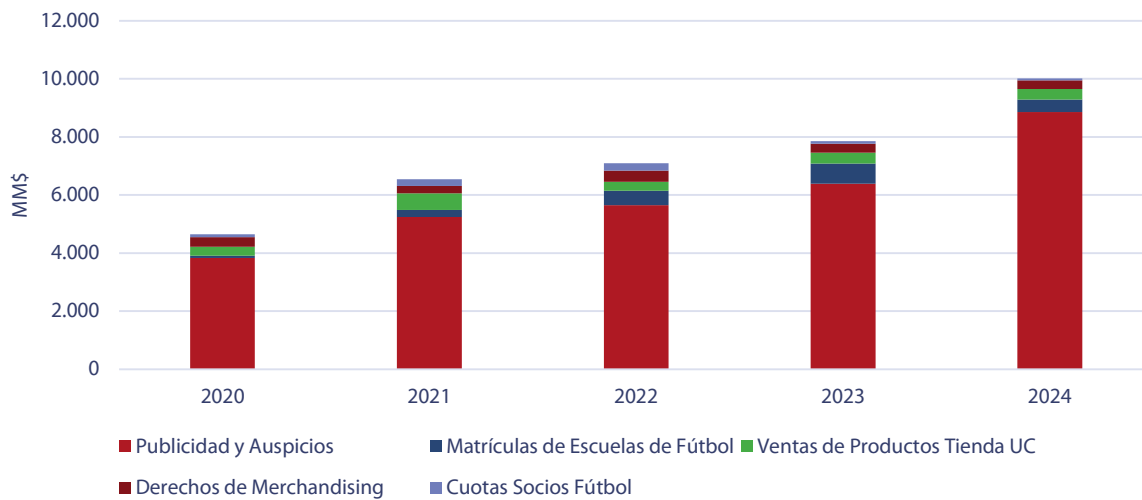


Ilustración 3: Distribución de ingresos segmento comercial

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 las tres se establecieron en una posición de endeudamiento similar en el último año. Al cierre de 2024, estas mostraron indicadores entre las 2,24 veces y 2,37 veces. En la Ilustración 4 se presenta la evolución del indicador de endeudamiento.

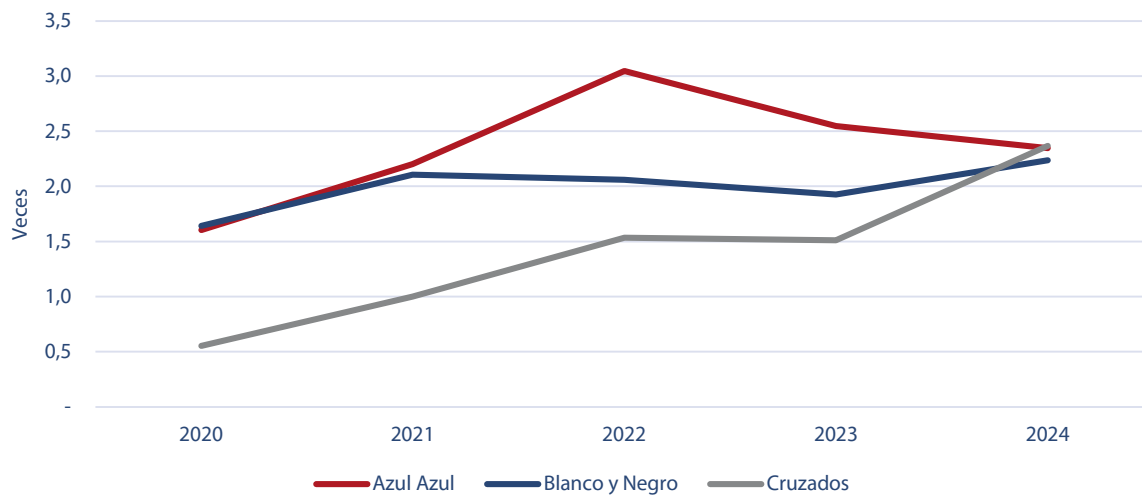


Ilustración 4: Endeudamiento industria

Con respecto a la liquidez, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, **Cruzados** tuvo una disminución significativa al cierre de 2024, alcanzando las 0,57 veces, ocasionado principalmente por el uso del efectivo en las últimas inversiones realizadas en el proyecto del estadio, sin embargo, el aporte de capital efectuado en 2025 tendrá un apoyo importante para la liquidez del emisor. Por su parte, Colo-Colo y Universidad de Chile registraron una liquidez de 0,61 veces y 0,91 veces, respectivamente; tal como se puede apreciar en la Ilustración 5.

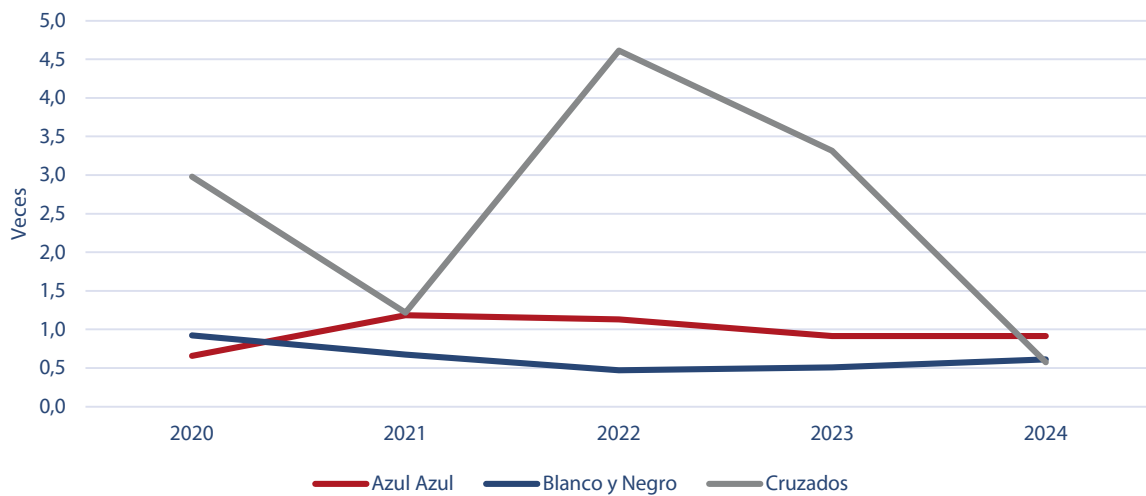


Ilustración 5: Liquidez industria

Análisis financiero⁹

Ingresos y EBITDA consolidados

Los ingresos de **Cruzados** durante 2024 totalizaron \$ 21.058 millones, los que se vieron impulsados principalmente, tal como se mencionó anteriormente, por la recuperación en los ingresos por la venta de jugadores y en el aumento de los ingresos comerciales por publicidad y auspicios. El aumento en los ingresos fue de un 38,4% en términos reales con respecto a lo registrado en 2023; esto implicó un EBITDA² de \$ 1.862 millones y un margen EBITDA de 9%. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 6.

⁹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

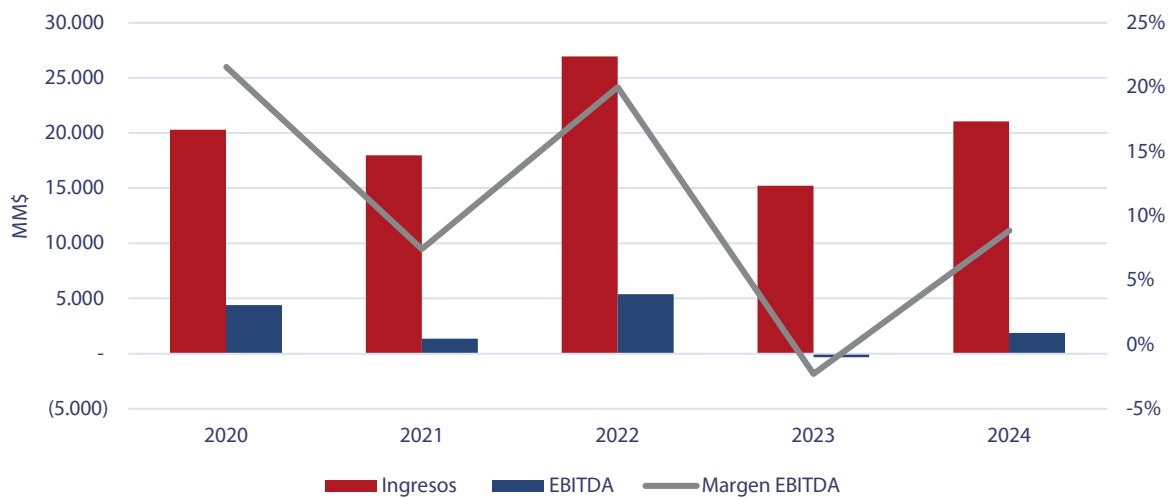


Ilustración 6: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA

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, debido a los aumentos de deuda financiera exhibidos para la ampliación y modernización del estadio. Como se mencionó, este nivel es similar al presentado por otras sociedades del sector.

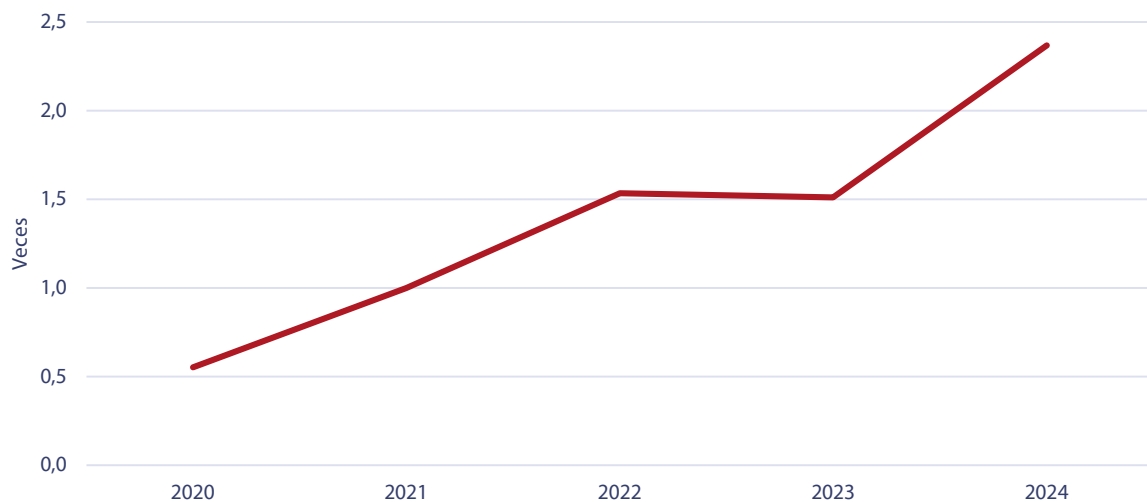


Ilustración 7: Endeudamiento

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 8,1 veces y 16,0 veces, respectivamente. No obstante, una vez que comiencen a operar las nuevas instalaciones del estadio se espera una recuperación de los flujos, por tanto, el indicador debiese tomar una tendencia a la baja. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 8.

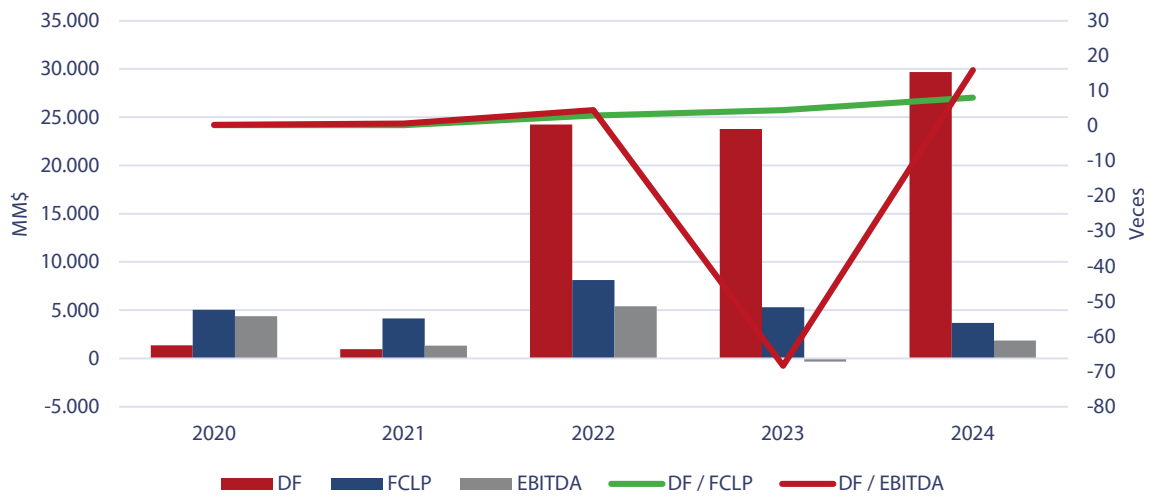


Ilustración 8: DF, FCLP y EBITDA

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 que debiese revertir los bajos resultados de los últimos dos años, dispondría de capacidad para acceder a fuentes de financiamiento (se asigna una probabilidad elevada de refinanciamiento). Con todo, debe considerarse 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.

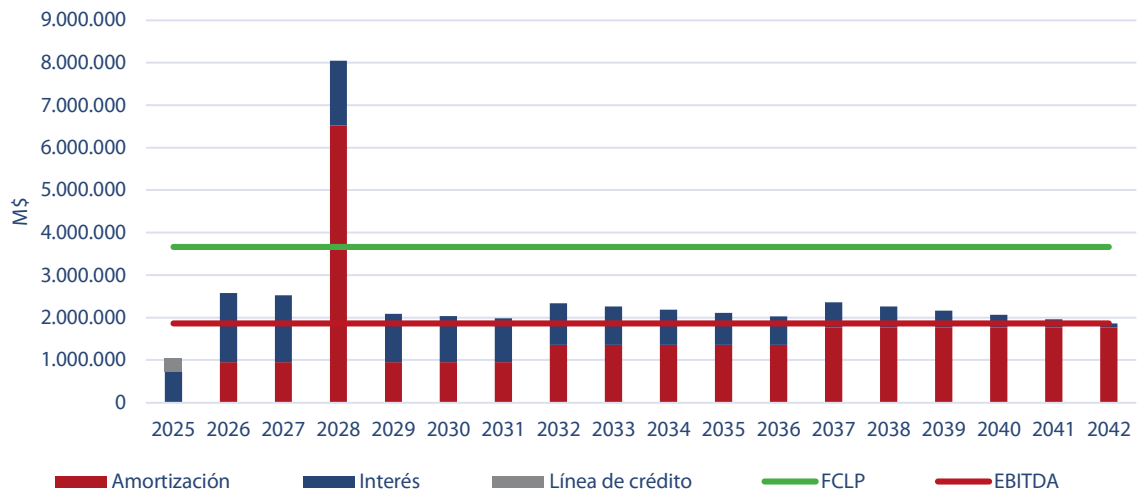


Ilustración 9: Perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

Con respecto a la liquidez de **Cruzados**, se observa una fuerte reducción del indicador producto de las exigencias del proyecto del estadio, alcanzando la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes el mínimo de los

últimos cinco años, 0,6 veces. Vale mencionar que, a la fecha, se ha realizado un aporte de capital de los accionistas por cerca de \$ 6.391 millones, con los cual el indicador alcanzaría un estimado superior a las 1,0 veces. Asimismo, los ingresos por venta de abonos del 2025 ya han dotado la cuenta de reserva para pago de obligaciones financieras en un 100%. La evolución del indicador de liquidez se presenta en la Ilustración 10.



Ilustración 10: Liquidez

Evolución de la rentabilidad¹⁰

Los niveles de rentabilidad de la compañía han presentado un comportamiento irregular en los últimos años, ligado principalmente a que los resultados del negocio dependen, en parte, de los resultados deportivos. Durante 2024, producto de los bajos ingresos y resultados obtenidos, se mantuvieron rentabilidades negativas tal como se puede observar en la Ilustración 11.

¹⁰ 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.

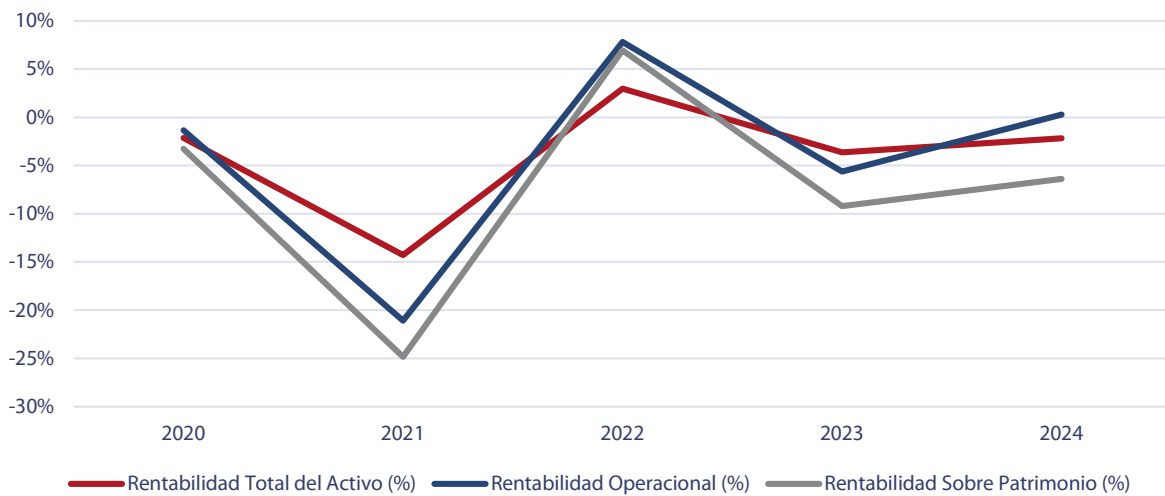


Ilustración 11: Rentabilidad

Covenants financieros

A diciembre de 2024, los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenant	Límite	Dic-2024
Razón de endeudamiento financiero	Inferior a 1,5 veces	1,45
Razón de Deuda Financiera Neta / EBITDA ¹¹	Inferior a 5,0 veces	-

Ratios financieros¹²

Ratios de liquidez	2020	2021	2022	2023	2024
Liquidez (veces)	1,49	1,25	1,45	1,04	1,26
Razón Circulante (Veces)	2,98	1,22	4,61	3,31	0,57
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,98	1,22	4,61	3,31	0,57
Razón Ácida (veces)	2,95	1,19	4,60	3,27	0,56
Rotación de Inventarios (veces)	225,31	132,28	126,75	81,98	93,32
Promedio Días de Inventarios (días)	1,62	2,76	2,88	4,45	3,91
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,03	7,09	5,13	4,54	4,93
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	90,68	51,47	71,17	80,39	74,07
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,66	2,18	2,59	3,44	1,68
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	78,33	167,18	140,80	106,08	217,20

¹¹ Comenzaba a regir a partir de junio 2025, no obstante, el emisor se encuentra en proceso de renegociación con los bonistas para implementar un eventual *waiver* por las anteriores postergaciones del inicio de operaciones del estadio.

¹² Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Diferencia de Días (días)	-12,34	115,71	69,64	25,69	143,13
Ciclo Económico (días)	-13,96	112,95	66,76	21,24	139,22

Ratios de endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024
Endeudamiento (veces)	0,36	0,50	0,61	0,60	0,70
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,55	1,00	1,53	1,51	2,37
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,64	1,19	0,32	0,20	0,33
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,31	0,71	4,50	-68,34	15,94
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	3,26	1,41	0,22	-0,01	0,06
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	11,63%	6,21%	63,08%	70,03%	61,20%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	55,08%	38,52%	14,82%	15,29%	10,24%
Veces que se gana el Interés (veces)	-5,98	-23,51	3,83	-11,76	-4,06

Ratios de rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Bruto (%)	9,90%	-10,24%	21,51%	-12,48%	12,71%
Margen Neto (%)	-3,49%	-24,93%	5,20%	-14,42%	-6,53%
Rotación del Activo (%)	62,54%	59,13%	42,46%	26,96%	30,55%
Rentabilidad Total del Activo (%)*	-2,19%	-14,79%	3,21%	-4,84%	-5,21%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-2,17%	-14,27%	2,98%	-3,66%	-2,19%
Inversión de Capital (%)	36,58%	52,56%	40,05%	130,93%	261,36%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,28	10,06	0,81	1,14	-4,13
Rentabilidad Operacional (%)	-1,36%	-21,08%	7,82%	-5,65%	0,28%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-3,28%	-24,83%	6,96%	-9,23%	-6,40%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	67,16%	79,93%	68,78%	95,96%	79,17%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	90,10%	110,24%	78,49%	112,48%	87,29%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,75%	12,16%	10,08%	17,22%	2,00%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-1,30%	-22,82%	13,75%	-12,04%	0,71%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	21,56%	7,39%	19,98%	-2,29%	8,84%

Otros indicadores	2020	2021	2022	2023	2024
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 (%)	121,32%	156,25%	125,53%	136,72%	145,35%

“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.”