

Las características del instrumento permiten acotar su riesgo

Santiago, 30 de noviembre de 2022

Instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Línea de bonos		A
Bonos	BULLA-A	A

Humphreys asigna “Categoría A” a los títulos de deuda de Azul Azul S.A. con tendencia “Estable”

Humphreys asignó “Categoría A” a la línea de bonos de **Azul Azul S.A. (Azul Azul)** con tendencia “Estable”.

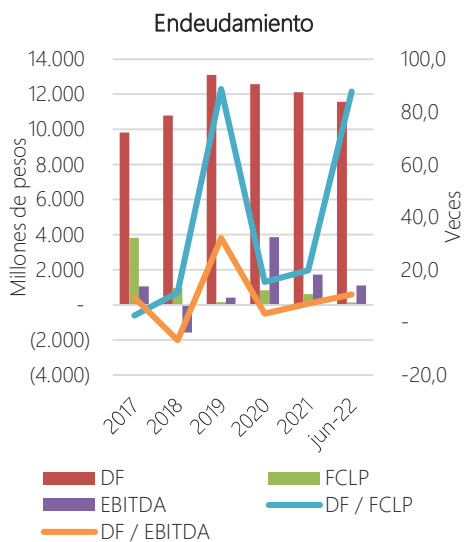
Azul Azul inscribió una línea de bonos que conllevaría a la posible colocación de un título de deuda por UF 400.000. El uso de los fondos sería para el refinanciamiento de pasivos del emisor (62,5%), el pago de otras deudas vigentes (25%), financiamiento del plan de inversiones y/o para otros fines corporativos de la sociedad y/o sus filiales (12,5%). La deuda financiera alcanzaría los \$ 13.366 millones¹, con un patrimonio total consolidado a diciembre de 2021 de \$ 8.174 millones.

La clasificación del bono ha sido otorgada considerando que la compañía presenta una estructura de financiamiento que implica que los ingresos por derechos televisivos serán utilizados preferentemente para el servicio del título de deuda y, además, se establecen *covenant* para propender a mantener una operación con flujos anuales positivos.

Los títulos de deuda de **Azul Azul** clasifican en “Categoría A” atendiendo, principalmente, a las características propias del instrumento que permitirían, dentro de rangos razonables, acotar su riesgo en comparación con el riesgo corporativo global del emisor, tal como se explica en el acápite “Garantías del Instrumento”. Sucintamente, dentro de las características del bono destaca la prenda de los flujos por derechos televisivos y una cuenta de reserva equivalente al monto del vencimiento más próximo, la cual se incrementa a dos cupones de capital e intereses en caso de pérdidas contables por dos periodos consecutivos; por otra parte, se acota el gasto en remuneraciones como proporción de los ingresos (ítem relevante entre los desembolsos de la sociedad). Para efecto de calificar la calidad de la prenda entregada en caución se tuvo en cuenta la opinión legal del Estudio Albagli, Zaliasnik Abogados.

En forma complementaria, la evaluación reconoce que el fútbol nacional y sudamericano, como institucionalidad deportiva, presenta una probabilidad muy alta de mantener su operatividad en el tiempo, permitiendo así, que los ingresos de **Azul Azul** no se vean afectados por situaciones ajenas

¹ Valor Uf del día 31 de julio de 2022.



a su gestión. 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 adaptado a dicha coyuntura, constatándose que su funcionalidad nunca ha estado en entredicho, así como tampoco su capacidad de generar negocios.

Lo anterior, sumado a la trayectoria y a la adhesión del club de fútbol Universidad de Chile, se estima muy poco probable que la entidad deportiva interrumpa su participación dentro del fútbol profesional local y, por lo tanto, se estima que los flujos provenientes por los derechos televisivos presentan un adecuado nivel de seguridad; sobre todo que el responsable del pago forma parte *Warner Bros Discovery*, entidad clasificada en grado de inversión en escala global.

También, como elemento favorable en la evaluación de **Azul Azul**, se incorpora la generación de ingresos relativamente estables, en particular los derechos de televisión y publicidad (contratos de más de 2 o 3 años) que entre 2017 y junio de 2022 representaron en promedio un 69,7% del total de ingresos. Asimismo, los ingresos por borderó, salvo por los efectos de la pandemia, también han tendido a mostrar cierta regularidad en el tiempo; por su parte, en una perspectiva más de mediano plazo, lo mismo es aplicable para los flujos por venta de pase de jugadores.

La fortaleza de los ingresos de **Azul Azul** se sustenta en los logros deportivos del club de fútbol profesional de Universidad de Chile, el cual se ha consagrado como el segundo equipo más importante del país en cuanto a popularidad² y a número de campeonatos ganados, teniendo el 21% de la preferencia de los hinchas a nivel nacional y 18 títulos de primera división de Chile.

Junto con lo anterior, 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 del valor de los “pases” de los jugadores, situación que se ha repetido en los últimos años. Con todo, la evaluación incorpora en la clasificación de riesgo la intención de la actual administración de gestionar un club bajo el concepto de un equipo competitivo a costo razonable.

² Cifra extraída de la última encuesta sobre el fútbol chileno realizada en 2019, de la página: https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user_upload/country_one_pager/cl/_20190611_encuesta_gfk_del_futbol_2019_vf.pdf.

En contraposición, dentro de los factores desfavorables se ha incluido, la posibilidad del término anticipado de la concesión; situación que puede suceder ante la quiebra de la sociedad concesionaria la cual, aunque con distinta administración y propietario, no ha mostrado resultados satisfactorios en el pasado. En los últimos años la entidad ha arrojado pérdidas recurrentes, incluso previo a la crisis sanitaria. Por lo tanto, el desafío de la nueva administración es mostrar en los hechos que tiene la capacidad para revertir los magros resultados del pasado.

Se recoge dentro de la clasificación, como un elemento ajeno a **Azul Azul**, la posibilidad de que la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP), 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 ANFP, 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.

En la actualidad, el equipo profesional masculino del Club Universidad de Chile ha mostrado un marcado descenso en el rendimiento deportivo en comparación con lo mostrado a lo largo de su historia, donde los bajos resultados conllevan el riesgo de perder la categoría. Cabe señalar que esto toma relevancia debido a que los resultados deportivos son un factor muy importante en los resultados financieros, ya que influyen en la base de ingresos de la compañía: oferta de auspiciadores, premios por torneo, número de abonados y entradas vendidas.

Otro factor considerado en la clasificación de **Azul Azul** es el hecho que la sociedad presenta exposición al tipo de cambio al expresar en dólares algunos contratos de publicidad, un porcentaje de arriendo de pases y remuneraciones a jugadores.

Por último, es importante recalcar que en los últimos años la sociedad concesionaria ha mostrado resultados deficientes tanto en lo financiero como en lo deportivo, situación que no es nimia entre los elementos a considerar cuando se proyectan las perspectivas de mediano plazo de la institución.

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.

Garantías del Instrumento

El bono a emitir dispondría como garantía, en favor de los tenedores de bonos, la prenda de los ingresos que el club tiene derecho a percibir por derechos de transmisión televisiva, según contrato suscrito entre TNT Sport y la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP), esta última de acuerdo con el mandato otorgado por todos sus asociados. Entre las particularidades de la caución, se tiene:

- a) Los flujos son entregados por TNT Sport, filial de Warner Bros. entidad con adecuada clasificación de riesgo
- b) El contrato entre TNT Sport y la ANFP tiene vigencia hasta el año 2033 y el bono hasta 2032
- c) Los flujos por concepto de transmisión televisiva a percibir por **Azul Azul** son altamente predecibles y bastante superiores a los vencimientos anuales de la deuda
- d) Se asegura la operatividad del cobro mediante mandato para que la ANFP deposite los fondos en una cuenta de reserva destinada al pago de los bonos (se entiende una cuenta corriente administrada por el representante de los tenedores de bonos y/o el banco pagador)
- e) Todo ello se ve reforzado por un fondo de reserva que cubre el cupón de próximo vencimiento

Además, la cuenta de reserva deberá dotarse de dos cupones de capital e intereses, en el caso de que **Azul Azul** presente utilidades negativas por dos periodos consecutivos (últimos 12 meses), lo que permitirá resguardar el pago oportuno de los bonos en el caso de que los resultados financieros negativos obtenidos en el pasado se repitan, lo cual justifica la diferencia en la categoría de riesgo corporativa y de los títulos de deuda.

Adicionalmente, reforzando lo anterior, la administración se compromete a mantener hasta 2024 una relación entre remuneraciones e ingresos no superior al 62,5%; porcentaje que se reduciría a un 60% a partir de 2025. Este *covenant* reduce fuertemente la probabilidad que la sociedad genere un EBITDA negativo; ello en consideración que se trata de un componente de los costos y gastos que puede ser controlado por la administración. Asimismo, esta restricción está en concordancia con la política de la sociedad en cuanto a estructurar equipos competitivos a costos razonables.

Azul Azul es una sociedad anónima creada en 2007, cuyo objetivo es administrar los derechos de concesión de la Corporación de Fútbol Universidad de Chile, Club fundado en el año 1927 al alero de la Casa de

Estudios de la Universidad de Chile. El convenio de concesión tiene una vigencia de 30 años.

Los principales accionistas de la compañía son BCI C DE B S A con un 63,8%, Inmobiliaria DSE LTDA con un 21,4% y Asesorías e Inv. Sangiovese LTDA con un 6,5%, estos tres accionistas concentran el 91,7% de la propiedad.

A diciembre de 2021, la compañía generó ingresos consolidados por \$ 12.884 millones y una pérdida de \$ 2.004 millones, pérdida que está relacionada, principalmente, por la baja de ingresos por borderó y abonos, y bajos ingresos por transferencias de pases de jugadores, ítem relativamente recurrente en un horizonte de mediano y largo plazo (entre 2017 y 2020 la entrada por venta de jugadores fue en promedio de \$ 1.603 millones anuales y entre 2017 y 2019, por concepto de borderó promedió cerca de \$ 4.245 millones).

Benjamín Rodríguez

Analista de Riesgo

benjamin.rodriguez@humphreys.cl

Paula Acuña

Analista de Riesgo Senior

paula.acuna@humphreys.cl

Aldo Reyes

Gerente General

aldo.reyes@humphreys.cl