



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Azul Azul S.A.

Primera Clasificación el Emisor y sus valores

### ANALISTAS:

Benjamín Rodríguez W.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

[benjamin.rodriguez@humphreys.cl](mailto:benjamin.rodriguez@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

### FECHA

Octubre 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	30 junio 2022

Características de la línea de bonos	
Plazo máximo	10 años.
Monto máximo	UF 500.000.
Moneda de emisión	UF o pesos.
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea, se destinarán a refinanciar pasivos, provisionar cada Cuenta de Reserva de Servicio a la deuda, financiar inversiones y/o a otros fines corporativos del emisor y/o sus filiales.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deuda Financiera Neta / Patrimonio <math>\leq</math> 2,20x</li> <li>- Deuda Financiera Neta / Ingresos <math>\leq</math> 1,10x</li> <li>- Endeudamiento Máximo <math>\leq</math> UF 500.000</li> <li>- Remuneraciones / Ingresos <math>\leq</math> 62,5% hasta diciembre de 2024, con <i>step-down</i> a 60,0% a partir de la primera medición trimestral del año 2025, hasta el vencimiento de la línea de bonos.</li> </ul>
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prenda sobre créditos por derechos de transmisión televisiva.</li> <li>- Prenda sobre cuenta de reserva de servicio a la deuda.</li> </ul>

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$	2017	2018	2019	2020	2021	junio-22
Ingresos de activ. ordinarias	15.379.286	15.883.300	14.589.370	13.225.693	12.884.811	7.075.335
Costo de ventas	-15.866.545	-18.658.823	-13.733.099	-10.109.460	-10.633.999	-6.284.267
<b>Ganancia bruta</b>	<b>-487.259</b>	<b>-2.775.523</b>	<b>856.271</b>	<b>3.116.233</b>	<b>2.250.812</b>	<b>791.068</b>
Gastos de administración	-3.445.718	-3.970.291	-3.644.786	-2.513.695	-3.220.307	-1.780.549
Costos financieros	-369.247	-461.183	-478.960	-517.782	-587.883	-316.472
Ganancia antes de impuestos	-4.163.136	-964.064	-3.283.755	4.044	-2.004.574	-2.356.555
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>-1.428.737</b>	<b>-752.998</b>	<b>-3.613.873</b>	<b>-212.927</b>	<b>-2.284.095</b>	<b>-2.175.302</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	junio-22
Activos corrientes	5.184.195	8.664.045	5.513.691	7.606.451	7.285.060	5.279.439
Activos no corrientes	23.668.512	22.204.442	21.289.619	19.625.643	18.880.977	19.734.790
<b>Total activos</b>	<b>28.852.707</b>	<b>30.868.487</b>	<b>26.803.310</b>	<b>27.232.094</b>	<b>26.166.037</b>	<b>25.014.229</b>
Pasivos corrientes	7.831.874	6.085.686	5.767.478	11.516.482	6.155.161	9.162.131
Pasivos no corrientes	5.982.463	10.497.429	10.364.333	5.257.040	11.836.399	9.852.923
<b>Total pasivos</b>	<b>13.814.337</b>	<b>16.583.115</b>	<b>16.131.811</b>	<b>16.773.522</b>	<b>17.991.560</b>	<b>19.015.054</b>
Patrimonio	15.038.370	14.285.372	10.671.499	10.458.572	8.174.477	5.999.175
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>28.852.707</b>	<b>30.868.487</b>	<b>26.803.310</b>	<b>27.232.094</b>	<b>26.166.037</b>	<b>25.014.229</b>
Deuda financiera <sup>1</sup>	1.104.495	5.105.540	7.383.481	7.482.107	3.456.686	3.602.283
Otros pasivos no financieros <sup>2</sup>	5.037.144	5.556.780	4.589.892	4.835.753	3.661.352	3.516.586
Cuentas por pagar a entidades relacionadas <sup>3</sup>					4.203.402	4.449.946

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Azul Azul S.A. (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).

<sup>1</sup> Según la opinión de **Humphreys**, la deuda financiera total considera además las deudas con la Tesorería General de la República y con Inmobiliaria Macul Sartor SpA, correspondiente a la deuda a pagar con la emisión del bono, razón por la cual a lo largo del informe cuando se haga referencia a la deuda financiera será a la suma de todas.

<sup>2</sup> Corresponde a la deuda con Tesorería General de la República.

<sup>3</sup> Deuda de **Azul Azul** con Inmobiliaria Macul Sartor SpA.

Este informe tiene como objetivo la posible colocación de un bono (400.000 UF) por parte de la compañía para el refinanciamiento de pasivos de **Azul Azul** (62,5%) el pago de la deuda vigente con la Tesorería General de la República (25%), financiamiento del plan de inversiones y/u otros fines corporativos de la Sociedad y/o sus filiales (12,5%). La deuda financiera alcanzaría los \$13.366 millones<sup>4</sup>, 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** clasificarían 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 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 televisación 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.

---

<sup>4</sup> Valor Uf del día 31 de julio de 2022.

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 popularidad<sup>5</sup> 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.

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 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.

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.

---

<sup>5</sup> Cifra extraída de la última encuesta sobre el futbol 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](https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user_upload/country_one_pager/cl/_20190611_encuesta_gfk_del_futbol_2019_vf.pdf).

### 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.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Buen posicionamiento del club deportivo.
- Estructura de financiamiento.

### Fortalezas complementarias

- Bude de ingresos estables.

### Fortalezas de apoyo

- Plan de mejora de gestión.

### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados segundo trimestre 2022

A junio 2022, la compañía presentó ingresos por \$ 7.075 millones, siendo un 9,0% superior al mismo periodo de 2021, aumento que está relacionado, principalmente, por el alza de ingresos por borderó, debido a una flexibilización de los aforos permitidos por la autoridad sanitaria. En cuanto a los costos de ventas, estos presentan un aumento de un 14,4% con respecto al mismo periodo de 2021 llegando a \$ 6.284 millones, explicado por un crecimiento de 17,1% en amortización de pases de jugadores profesionales, de 25,9% de otros gastos de operación y de 84,5% en los costos de borderó.

Producto de lo descrito anteriormente la compañía, a junio de 2022, generó una pérdida de \$ 2.175 millones, muy superior a la pérdida presentada en junio de 2021 (\$ 850 millones).

A junio de 2022, la compañía presenta una deuda financiera que llega los \$ 11.569 millones, exhibiendo un patrimonio de \$ 5.999 millones.

## 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 aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Buen Posicionamiento club deportivo:** El Club Universidad de Chile, es el segundo equipo de fútbol más importante en Chile medido en número de hinchas y en número de campeonatos ganados. Según datos de la encuesta de GFK Adimark, Universidad de Chile concentra el 21%<sup>6</sup> de los hinchas totales a nivel nacional, ubicándose en el segundo puesto detrás de Colo-Colo (42%) y delante de Universidad Católica (6%). En relación con el número de campeonatos nacionales ganados, Universidad de Chile cuenta con 18 títulos de primera división de Chile.

**Estructura de financiamiento:** La estructura del bono que planea colocar **Azul Azul** presenta una estructura de pago que, dentro de ciertos límites, permite que los títulos de deudas tengan un riesgo inferior a la capacidad de pago corporativa de Azul Azul, tal cual como se plantea en el acápite "Garantías del instrumento".

**Base de ingresos estable:** La compañía presenta flujos relativamente estables, entre los que se consideran principalmente los derechos de televisación e ingresos por publicidad (contratos de más de 2 o 3 años) que, porcentualmente, representan en promedio desde 2017 y junio 2022 un 70,8% del total de ingresos, si a lo anterior se suman los ingresos por entradas, que se han visto fuertemente disminuidos por razones sanitarias, esta base llega a 86,7%.

---

<sup>6</sup>Cifra 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](https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user_upload/country_one_pager/cl/_20190611_encuesta_gfk_del_futbol_2019_vf.pdf).



## Factores de riesgo

**Término de concesión:** **Azul Azul** mantiene un contrato concesión la Corporación de Fútbol de la Universidad de Chile el cual tiene una vigencia hasta el año 2037<sup>7</sup>, aunque siempre existe la posibilidad, aunque muy pequeña, de término anticipado de la concesión, lo cual produciría un efecto severo en el modelo de negocio de la compañía. Esta situación se daría ante incumplimiento grave de la concesionaria o si esta fuere declarada en quiebra.

**Giro reducido:** **Azul Azul** es una sociedad anónima deportiva creada exclusivamente para la administración del contrato de concesión de derechos y arrendamiento de bienes del Club Deportivo Universidad 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 2037).

**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 un riesgo transversal del sector.

**Reducción de ingresos por venta de entradas por ausencia de estadio:** **Azul Azul** no cuenta con estadio propio, jugando sus partidos de local en el Estadio Nacional Julio Martínez Prádanos o en el Estadio Santa Laura, complejos deportivos que deben arrendar y que suelen ser utilizados también para otro tipo de eventos, lo que en ocasiones imposibilita que el Club Universidad de Chile juegue de local en Santiago. Frente a estos escenarios, comunes durante los últimos dos años, el equipo debe jugar en otras regiones y en estadios con menor capacidad, lo que podría mermar los ingresos por venta de entradas, que representan en promedio durante los últimos cinco años el 16,7% del total de ingresos. Sin embargo, previo a la pandemia, **Azul Azul** logró mantener una base de ingresos relativamente estables por este concepto, representando en promedio desde 2017 y 2019 un 27,6%.

**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, mayor número de abonados y entradas vendidas. Este riesgo se ha acrecentado en los últimos tres años, periodo donde el equipo ha tenido resultados deportivos inferiores a los esperados, incluso con dificultades para mantenerse en primera división del fútbol chileno.

**Riesgos externos:** La compañía no está exenta a que la Federación Internacional de Fútbol Asociado (FIFA) multe o aplique una sanción tanto a la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP) 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

<sup>7</sup> Con posibilidad de prolongar la concesión por 15 años si se paga la deuda con la Tesorería antes de 2037.

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.

**Riesgo de Tipo de Cambio:** Azul Azul mantiene operaciones en moneda extranjera (contratos de publicidad, arriendo de pases y remuneraciones a jugadores), por lo que las fluctuaciones en el tipo de cambio pueden afectar los costos de la compañía.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Azul Azul S.A.** se creó en 2007 como una sociedad anónima, con el objetivo de administrar los derechos de concesión por 30 años de la Corporación de Fútbol de la Universidad de Chile, Club fundado en mayo de 1927 al alero de la Casa de Estudios de la Universidad de Chile.

Las líneas de negocios principales son la organización y participación de espectáculos deportivos de fútbol femenino y masculino, la formación de jugadores jóvenes con la finalidad de que se integren al plantel profesional, y posterior venta de derechos, y la venta de espacios publicitarios a través de las distintas plataformas físicas y digitales que posee el Club.

### Composición de los flujos

Como se comentó anteriormente, la empresa se encarga de la administración del contrato de concesión de derechos del Club Universidad de Chile, para ello la compañía identifica tres segmentos en sus estados financieros, estos son recaudación por borderó, publicidad y otros ingresos.

El segmento publicidad -explicado en el acápite siguiente- representa entre el 88,3% y 52,1% del total de ingresos si se consideran los ejercicios entre 2017 y junio 2022, en tanto que el segmento recaudación representa un 20,5% en el segundo trimestre del año. Cabe considerar que, por efectos de la pandemia, este segmento disminuyó considerablemente durante parte de 2020 y 2021, comenzando su recuperación durante los seis primeros meses de 2022. En la Ilustración 1 se muestra la distribución de los ingresos por los segmentos recaudación por borderó, publicidad y otros ingresos.

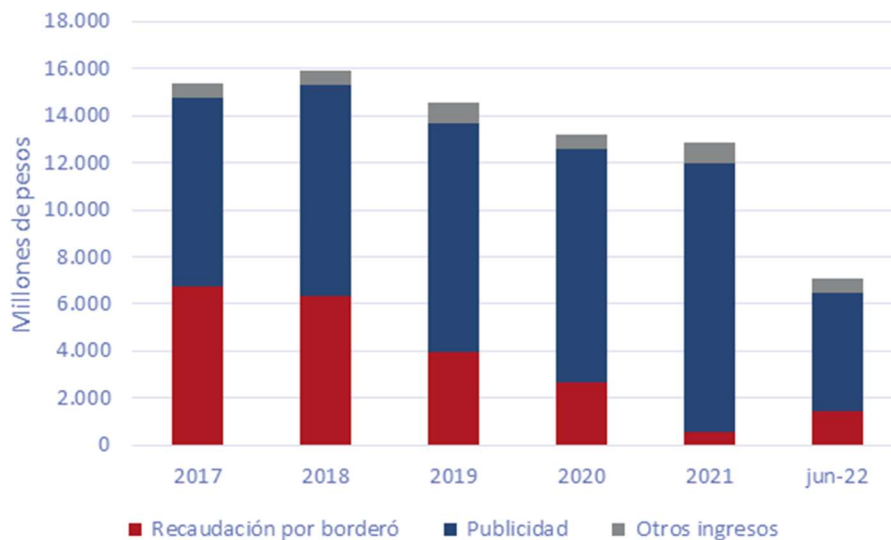


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento en millones de pesos (2017 – junio 2022)

## 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, y que a la fecha muestran los siguientes indicadores, observándose que **Azul Azul**, se encuentra en una posición más favorable que Colo-Colo y menos favorable que la Universidad Católica en términos de endeudamiento, en donde exhibe un *leverage* de 2,2 veces, en contraste con Colo-Colo y Universidad Católica, que exhiben indicadores de 3,1 y 1,0 vez, respectivamente.

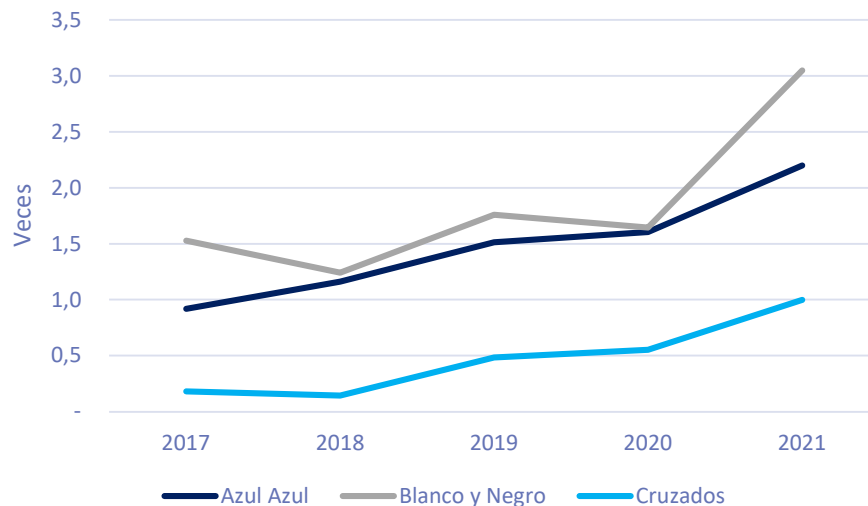


Ilustración 2: Leverage (2017 - 2021)

En términos de liquidez, si bien en el año 2021, la liquidez de la compañía aumentó a 1,2 veces, sigue siendo la de **Azul Azul** la más estable entre los años 2017 y 2021. Sin embargo, como se muestra en la Ilustración 3, en múltiples periodos la compañía presenta una liquidez menor a la unidad.

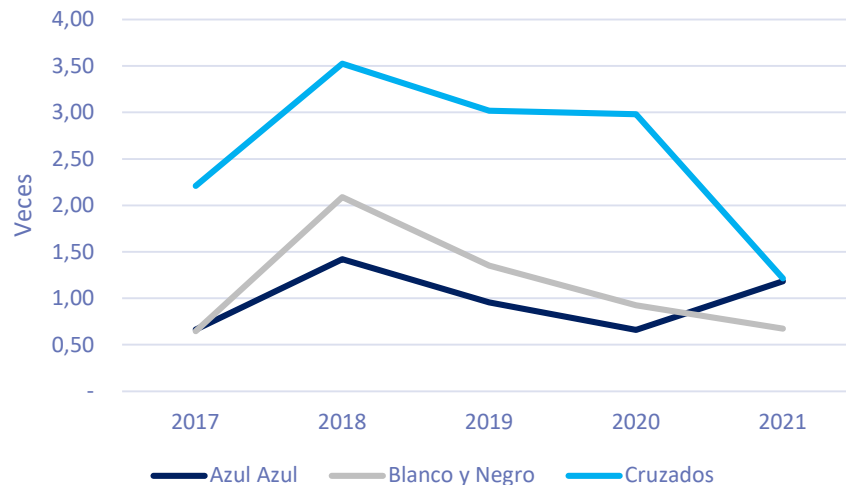


Ilustración 3: Liquidez (2017 - 2021)

## 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 Publicidad

Dentro del segmento publicidad 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 (A.N.F.P), es decir, los derechos de televisión, además de ingresos percibidos por publicidad en los estadios, *sponsors* y *merchandising*.

El segmento publicidad es el primero en términos de ingresos, representando en promedio un 69,7% de los ingresos totales de la sociedad entre los años 2017 y segundo trimestre de 2022. Los ingresos totales del segmento aumentaron a \$11.378 millones en diciembre 2021, siendo un 14,5% superior al mismo periodo en 2020. En junio de 2022, los ingresos por publicidad representaron el 58,0% de los ingresos totales del segmento (64,5% en el 2021), en tanto que los derechos televisivos representaron el 42,0% del total en los primeros tres meses de 2022.

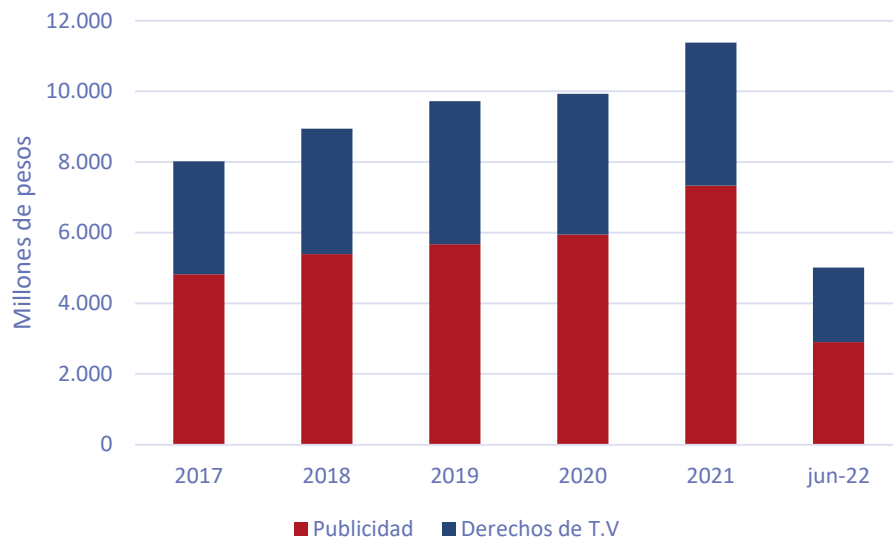


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento Publicidad en millones de pesos (2017 – junio 2022)

## Segmento Recaudación por Borderó

Dentro del segmento recaudación por borderó se encuentran los ingresos relacionados a los partidos jugados por el Club, tanto en el torneo nacional, copa Chile, torneos internacionales como en partidos amistosos, además, se considera la venta de pases de jugadores. Los costos de este segmento dicen relación con la organización de cada evento, costos de traslados y concentración del plantel y costos de remuneraciones del plantel y cuerpo técnico.

El segmento, entre 2017<sup>8</sup> y junio 2022, representó en promedio el 25,1% de los ingresos totales de la sociedad. Como se aprecia en la ilustración 5, la fuente de ingreso más importante de este segmento son los recibidos por borderó, es decir, por venta de entradas y abonos a los eventos deportivos, los cuales se vieron fuertemente afectados en los años 2020 y 2021 por efectos de la pandemia.

En la ilustración 5 se puede observar que la representatividad de los subsegmentos se ha comportado de forma variable durante el periodo de análisis, básicamente porque ambos son esencialmente irregulares. En el año 2021, los ingresos totales del segmento llegaron a \$ 965 millones, disminuyendo en un 66,9% con respecto al año 2020, por las razones anteriormente comentadas.

<sup>8</sup> Hasta 2017, la "Participación internacional" va incluido en el segmento Borderó.



Ilustración 5: Distribución de los ingresos segmento Recaudación en millones de pesos (2017 – junio 2022)

## Segmento Otros ingresos

En este segmento se consideran los ingresos que no dicen relación con los segmentos anteriores.

Entre 2017 y junio 2022, los ingresos de este segmento representan en promedio un 4,6%, alcanzando en diciembre de 2021 un valor de \$ 542 millones, creciendo un 42,7% con respecto al año 2020.

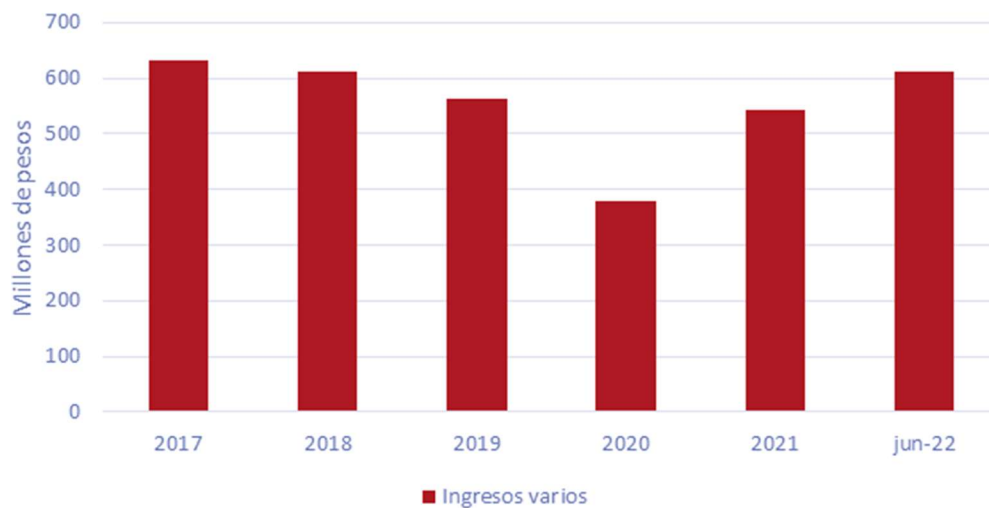


Ilustración 6: Distribución de los ingresos segmento Otros ingresos en millones de pesos (2017 – junio 2022)

# Análisis financiero<sup>9</sup>

## Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

De acuerdo con lo mostrado en la Ilustración 7 y lo mencionado en acápite anteriores, durante 2021, **Azul Azul** experimenta una disminución en sus ingresos producto de la baja en la recaudación por venta de entradas (borderó) sumado a la disminución de ingresos por concepto de transferencia de pases de jugadores, repercutiendo en una caída de 6,9% con respecto al año anterior alcanzando \$ 14.204 millones.

El EBITDA de la compañía, directamente ligada a los ingresos, presentó una disminución de 55,4% en 2021, llegando a un valor de \$ 1.716 millones. En opinión de la clasificadora, esta situación debiese revertirse a futuro una vez que se recuperen los niveles de ingresos por borderó, cuando se flexibilicen los aforos establecidos por el Ministerio de Salud, que aun cuando son variables anualmente, tienden a ser recurrente en una perspectiva de mediano y largo plazo. El margen EBITDA de la compañía llegó en junio de 2022 a 7,7%; sin embargo, entre 2017 y 2021, dichos valores fluctuaron entre un valor negativo de 8,3% y 25,2%.

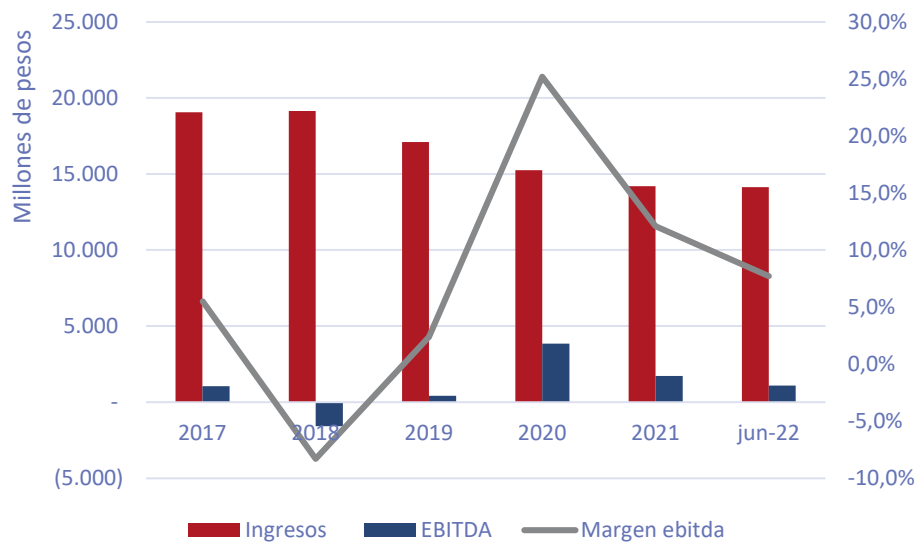


Ilustración 7: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2017 – junio 2022)

## Evolución del endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera<sup>10</sup> sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) y deuda financiera sobre EBITDA, en diciembre de 2021 llegó a las 19,7 veces y 7,1 veces, respectivamente. Por otra parte, considerando que la compañía pretende emitir un bono de 400.000 UF para el refinanciamiento de pasivos de **Azul Azul**, el pago de la deuda vigente con la Tesorería General de la

<sup>9</sup> Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

<sup>10</sup> Considera las 3 cuentas, nota de arriba.

República, financiamiento del plan de inversiones y/u otros fines corporativos de la Sociedad y/o sus filiales, el ratio deuda financiera sobre FCLP fluctuaría entre 21,8<sup>11</sup> y 7,9<sup>12</sup> veces dependiendo de los flujos generados por la compañía, dado los distintos escenarios de sensibilidad utilizados.

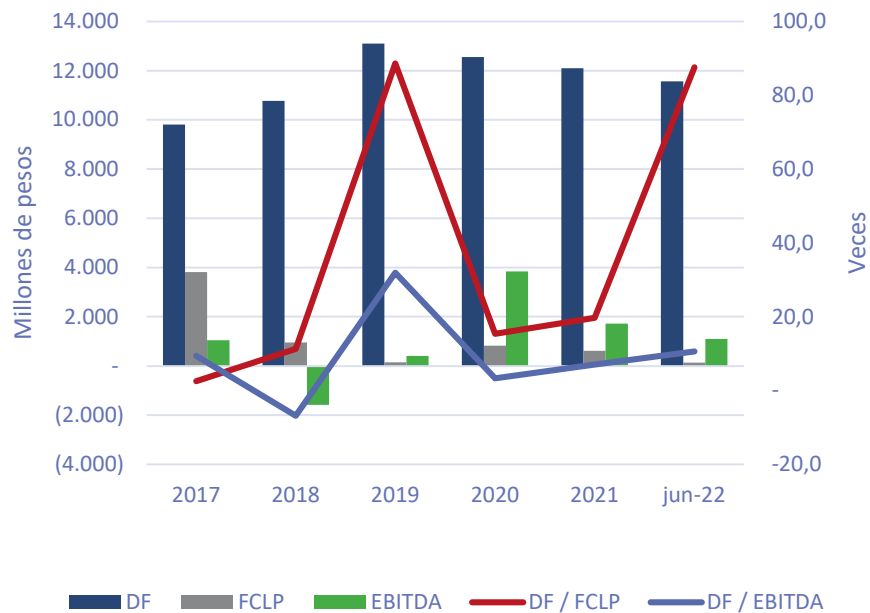


Ilustración 8: Evolución de endeudamiento (2017 – junio 2022)

En cuanto a la relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede apreciar en ilustración 9, **Azul Azul** presenta una tendencia al alza, siendo desde el 2018 superiores a la 1,0 vez. En diciembre de 2021 esta relación llega a su valor más alto, siendo 2,96 veces producto de la disminución del patrimonio a raíz de los resultados presentados en el último año. Si consideramos el aumento de la deuda financiera producto de la colocación del bono, el indicador quedaría alrededor de 1,89 veces.

<sup>11</sup> Con flujos actuales de la compañía.

<sup>12</sup> Con flujos proyectados por la compañía.



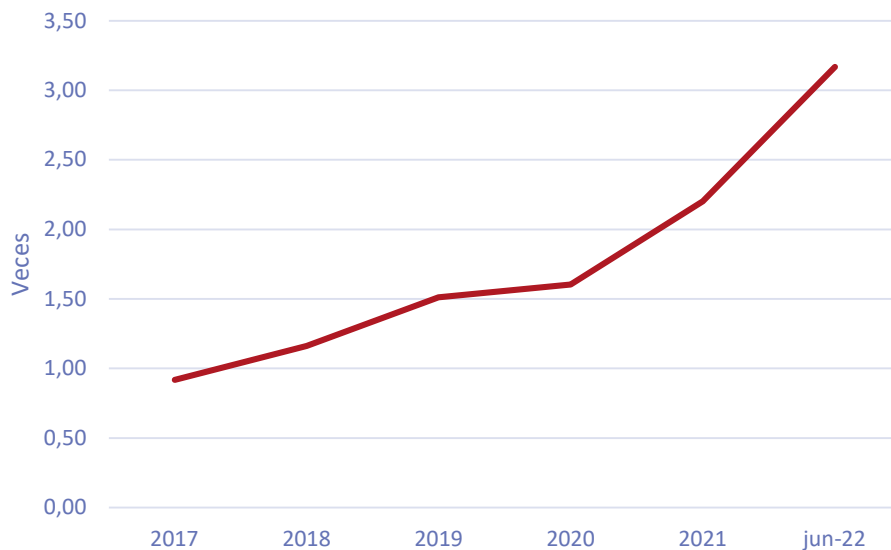


Ilustración 9: Nivel de endeudamiento, pasivo exigible sobre patrimonio (2017 – junio 2022)

La ilustración 10, muestra el calendario de vencimiento de la eventual colocación del bono, donde se puede apreciar la adecuada holgura de los flujos garantizados de derechos televisivos en relación con los vencimientos programados, incluso cubiertos con el 50% de los ingresos de TNT. Sin embargo, considerando que en promedio los flujos netos históricos de **Azul Azul** son inferiores a los vencimientos anuales del bono, el destinar parte del ingreso de TNT al servicio del título de deuda podría provocar dificultades para cubrir los gastos propios de la operación.

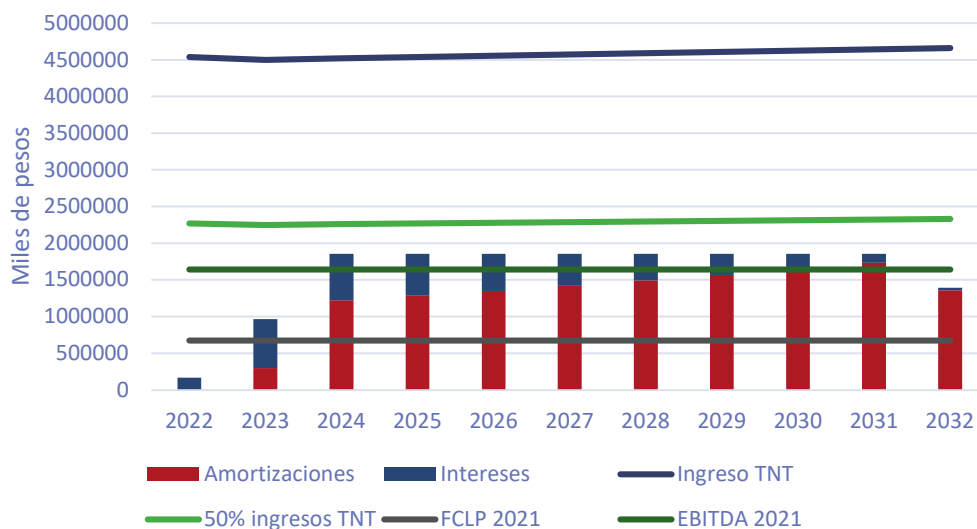


Ilustración 10: Calendario de vencimientos (2022 – 2032)

## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), ha mostrado volatilidad entre las 0,6 y las 1,4 veces, siendo para diciembre 2021 de 1,2 veces. Durante 2022, producto principalmente del aumento de las cuentas por pagar comerciales corrientes y al aumento de otros pasivos no financieros corrientes, la relación se encuentra en 0,6 veces.

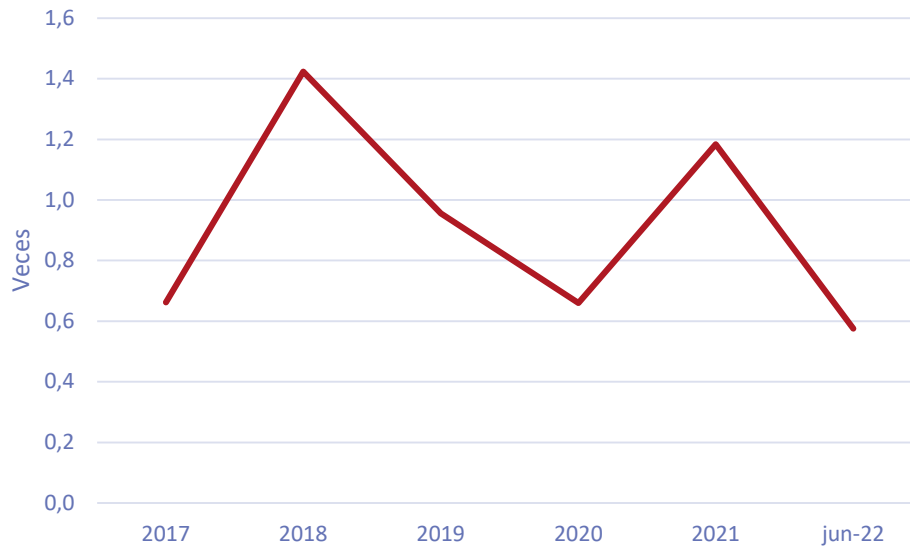


Ilustración 11: Evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2017 – junio 2022)

## Evolución de la rentabilidad<sup>13</sup>

La rentabilidad de la compañía ha presentado un comportamiento irregular durante los periodos analizados llegando a sus valores más altos en 2020 con ratios de -0,8% para la rentabilidad del activo, -2,0% para la del patrimonio y de 6,6% para la operacional. En diciembre de 2021, producto de los negativos resultados que presentó la compañía, estos indicadores llegaron a -9,0%, -25,0% y -9,6%, respectivamente.

<sup>13</sup> 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.

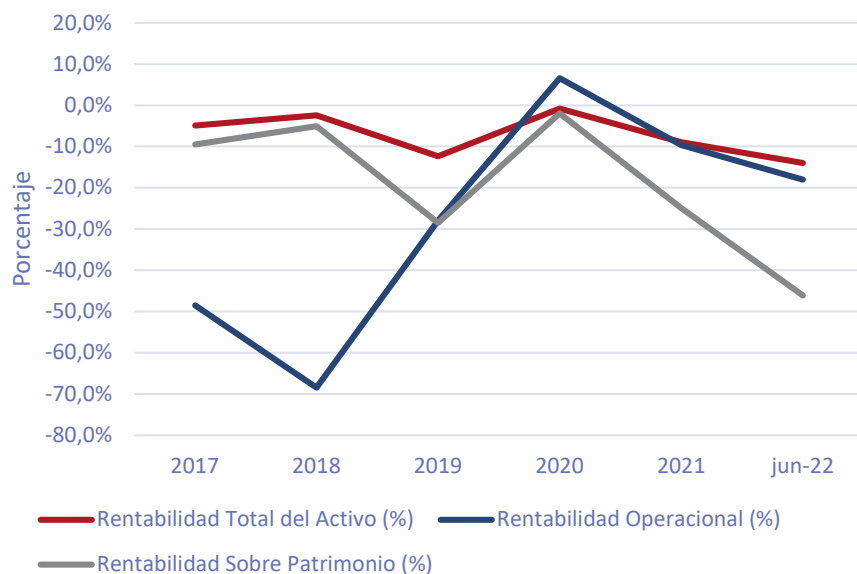


Ilustración 12: Evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2017 – junio 2022)

## Ratios financieros

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022.T2
Liquidez (veces)	1,32	1,15	1,31	1,66	1,48	1,44
Razón Circulante (veces)	0,66	1,42	0,96	0,66	1,18	0,58
Razón Ácida (veces)	0,65	1,41	0,94	0,66	1,17	0,53
Rotación de Inventarios (veces)	113,19	129,61	113,05	108,91	120,16	41,34
Promedio Días de Inventarios (días)	3,22	2,82	3,23	3,35	3,04	8,83
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,40	7,67	11,05	3,83	3,54	5,93
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	67,53	47,60	33,03	95,34	102,98	61,56
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,58	3,28	4,31	2,82	2,66	1,99
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	102,07	111,13	84,67	129,39	137,20	183,41
Diferencia de Días (días)	34,54	63,53	51,64	34,05	34,22	121,85
Ciclo Económico (días)	31,32	60,71	48,42	30,70	31,18	113,02

Ratios de Endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	2022.T2
Endeudamiento (veces)	0,48	0,54	0,60	0,62	0,69	0,76
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,92	1,16	1,51	1,60	2,20	3,17
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,31	0,58	0,56	2,19	0,52	0,93
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	9,36	-6,78	32,00	3,27	1,93	3,30
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,11	-0,15	0,03	0,31	0,52	0,30
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	57,37%	53,94%	69,26%	65,64%	62,93%	18,94%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	18,51%	0,00%	0,00%	0,00%	23,36%	23,40%
Veces que se gana el Interés (veces)	-11,27	-2,09	-6,86	0,03	-3,40	-5,65

Ratios de Rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	2022.T2
Margen Bruto (%)	-3,17%	-17,47%	5,87%	23,64%	17,41%	15,16%
Margen Neto (%)	-9,29%	-4,74%	-24,77%	-1,57%	-17,66%	-27,25%
Rotación de los Activos (%)	53,30%	51,45%	54,43%	49,12%	50,78%	56,53%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-4,95%	-2,49%	-12,35%	-0,77%	-8,50%	-14,00%
Inversión de Capital (%)	19,42%	19,05%	25,60%	25,90%	29,89%	38,44%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-5,81	6,16	-57,49	-3,42	11,76	-3,64
Rentabilidad Operacional (%)	-48,52%	-68,42%	-27,96%	6,60%	31,47%	-18,03%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-9,50%	-5,06%	-28,51%	-1,96%	-24,27%	-46,10%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	103,17%	117,47%	94,13%	76,36%	82,59%	84,84%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	22,40%	25,00%	24,98%	19,00%	24,92%	27,25%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-26,15%	-45,39%	-22,38%	1,91%	33,64%	-20,82%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	5,50%	-8,30%	2,39%	25,20%	44,15%	7,73%

"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."