



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Azul Azul S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Diego Segovia C.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

diego.segovia@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Octubre 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2023

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos	N°1121 de 20.10.22
Serie A	Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
MM\$	2018	2019	2020	2021	2022	2T 2023
Ingresos de actividades ordinarias	15.883	14.589	13.226	12.885	14.516	7.335
Costos de ventas	-18.659	-13.733	-10.109	-10.634	-12.510	-6.588
Ganancia bruta	-2.776	856	3.116	2.251	2.006	747
Gastos de Administración	-3.970	-3.645	-2.514	-3.220	-3.923	-1.611
Resultado operacional	-6.746	-2.789	603	-969	-1.917	-864
Costos financieros	-461	-479	-518	-588	1.507	-424
Ganancia (pérdida)	-753	-3.614	-213	-2.284	-1.696	88
EBITDA	-1.319	349	3.325	1.555	771	497

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
MM\$	2018	2019	2020	2021	2022	2T 2023
Activos corrientes	8.664	5.514	7.606	7.285	6.456	6.759
Activos no corrientes	22.204	21.290	19.626	18.881	19.759	20.565
Total activos	30.868	26.803	27.232	26.166	26.215	27.324
Pasivos corrientes	6.086	5.767	11.516	6.155	5.714	7.232
Pasivos no corrientes	10.497	10.364	5.257	11.836	14.023	13.525
Total pasivos	16.583	16.132	16.774	17.992	19.737	20.757
Patrimonio total	14.285	10.671	10.459	8.174	6.478	6.567
Total pasivos y Patrimonio	30.868	26.803	27.232	26.166	26.215	27.324
Deuda Financiera	5.106	7.383	7.482	3.457	14.308	14.612

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 tenía una vigencia de 30 años, sin embargo, **Azul Azul** ha pagado en su totalidad su deuda con el Fisco, lo que le significó una renovación de concesión por 15 años más hasta el año 2052.

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 2022, la compañía generó ingresos consolidados por \$ 14.516 millones y una pérdida de \$ 1.696 millones, pérdida que está relacionada, principalmente, por la baja de ingresos por borderó, abonos, y bajos ingresos por transferencias de pases de jugadores, ítem relativamente recurrente en un horizonte de mediano y largo plazo. A junio de 2023 los ingresos ascendieron a \$ 7.335 millones, los costos de ventas a \$ 6.588 millones y los gastos de administración a \$ 1.611 millones. Con todo, la empresa logró terminar el periodo comprendido entre enero y junio del presente año con una ganancia de \$ 88 millones.

La clasificación de los títulos de deuda 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 de esta y, además, se establecen *covenants* para incentivar a mantener una operación con flujos anuales positivos.

Los títulos de deuda de **Azul Azul** se 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 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 considera 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 2018 y junio de 2023 representaron en promedio un 71,6% 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 popularidad¹ y a número de campeonatos ganados, teniendo el 20% de la preferencia de los hinchas a nivel nacional, 18 títulos de primera división de Chile y una copa Sudamericana.

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, medida que aún no se ha materializado en los hechos.

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 los últimos años, 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

¹ 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.

financieros, ya que influyen en la base de ingresos de la compañía: oferta de auspiciadores, premios por torneo, número de abonados y entradas vendidas. Con todo, se valora positivamente el actual rendimiento del club deportivo en términos comparativos con fechas anteriores.

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 tendencia se califica en "Estable", debido a la alta probabilidad de que la evaluación no presente variaciones a futuro.

Garantías del Instrumento

El bono emitido dispone como garantía en favor de los tenedores de bonos, la prenda de los ingresos que el club percibe 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 de 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

- Base de ingresos estables.

Fortalezas de apoyo

- Plan de mejora de gestión.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a 2022

A diciembre 2022, la empresa presentó ingresos por \$ 14.516 millones, un 12,7% superior a lo obtenido en 2021, explicado, principalmente, por mayores ingresos por borderó. El costo de venta, por su parte, ascendió a \$ 12.510 millones, un 17,6% superior a 2021 dado el aumento de la cuenta remuneraciones. Los gastos de administración de la empresa ascendieron a \$ 3.923 millones, un 21,8% superiores a los obtenidos en 2021. Finalmente, a diciembre 2022 se contaron con pérdidas por \$ 1.696 millones, aunque inferiores a las pérdidas obtenidas el periodo anterior las cuales ascendían a \$ 2.284 millones.

A diciembre 2022 la firma contaba con un EBITDA de \$ 771 millones, una deuda financiera de \$ 14.308 millones, activos totales por \$ 26.215 millones, pasivos totales por \$ 19.737 millones y un patrimonio que ascendía a los \$ 6.478 millones.

Resultados primer semestre 2023

A junio 2023, la empresa presentó ingresos por \$ 7.335 millones, siendo un 3,7% superior al mismo periodo de 2022, aumento que está relacionado, principalmente, por la recuperación de los ingresos por borderó. En cuanto a los costos de ventas, estos exhiben un aumento de un 4,8% con respecto al mismo periodo de 2022 llegando a \$ 6.588 millones.

Los gastos de administración, por su parte, sufrieron una disminución de 9,5% respecto a junio 2022, alcanzando los \$ 1.611 millones.

Producto de lo descrito anteriormente la firma, a junio de 2023, generó una ganancia neta de \$ 88 millones, lo que significó revertir las pérdidas obtenidas a junio 2022, las cuales alcanzaron los \$ 2.175 millones.

A junio de 2023, la compañía presenta una deuda financiera que llega los \$ 14.612 millones, un patrimonio de \$ 6.567 millones y activos totales por \$ 27.324 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 20%² 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, una copa Sudamericana, una Super Copa, cinco Copas Chile y un campeonato en primera B.

² 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.

Estructura de financiamiento: La estructura del bono de **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 2018 y junio 2023 un 71,6% del total de ingresos, si a lo anterior se suman los ingresos por borderó (el cual se había visto fuertemente disminuido por restricciones sanitarias) esta base sube a 85,7%.

Factores de riesgo

Término de concesión: **Azul Azul** mantiene un contrato concesión con la Corporación de Fútbol de la Universidad de Chile el cual tiene una vigencia hasta el año 2052³. Cabe considerar que 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 2052).

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 estos, lesiones, malos resultados económicos del club, etc. Vale 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 14% 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 a 2019 un 27%. A junio de 2023 esta relación alcanzó un 22,4%, en línea con la recuperación paulatina de esta partida.

³ Concesión prorrogada dado el pago de su deuda al Fisco a través de la emisión de bono.

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 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 empresa

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. A la fecha, la empresa ha logrado la extensión de la concesión hasta el año 2052 debido al pago de su deuda con el Fisco.

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 siguiente acápite- representa entre el 34% y 56,9% del total de ingresos si se consideran los ejercicios entre 2018 y junio 2023, en tanto que el segmento recaudación

representa un 22,4% 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 2022. En la Ilustración 1 se muestra la distribución de los ingresos por los segmentos recaudación por borderó, publicidad y otros ingresos.

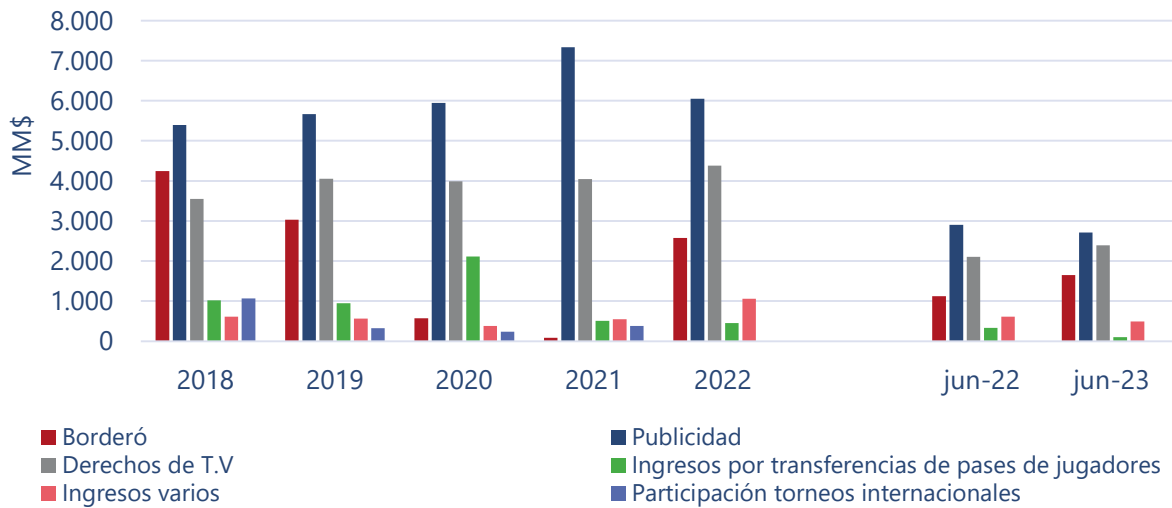


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento

Mercado

Actualmente, los tres equipos más grandes de Chile en términos de popularidad: Colo-Colo, Universidad de Chile y Universidad Católica, son administrados por concesiones que a la fecha presentan los siguientes indicadores de endeudamiento observados en la ilustración 2.

Cabe señalar que **Azul Azul** se encuentra por sobre el apalancamiento financiero exhibido por Blanco y Negro y Cruzados, de esta forma, a diciembre 2022 **Azul Azul** cuenta con un leverage de 3,05 veces, Blanco y Negro de 2,06 veces y Cruzados con un indicador que alcanza las 1,53 veces.

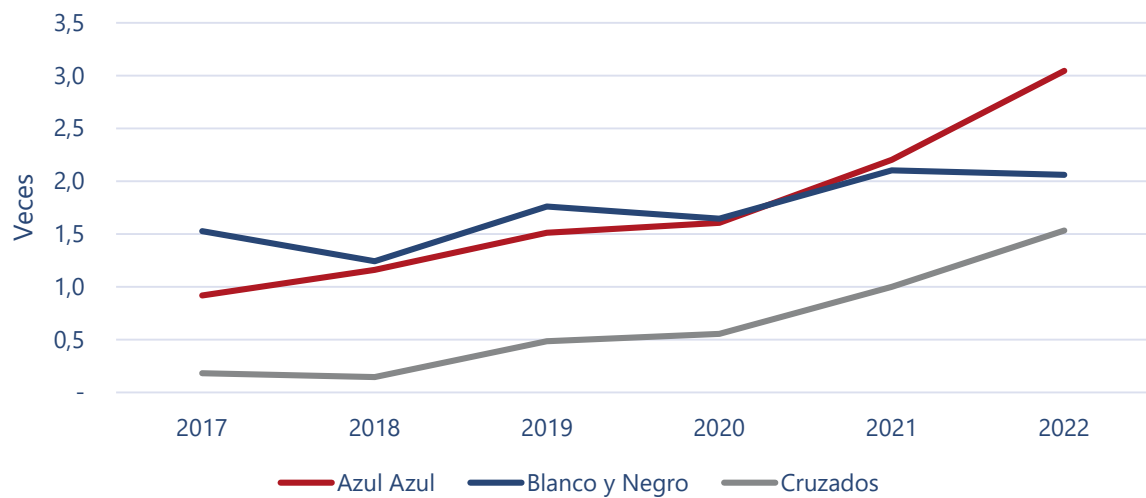


Ilustración 2: Leverage (2018 - 2022)

En cuanto a la liquidez, **Azul Azul** ha exhibido un comportamiento relativamente volátil en los últimos cinco años; mostrando un baja en el índice de liquidez que los lleva en 2020 a situarse bajo la unidad para, posteriormente, retomar el nivel obtenido previo 2019. En comparativa, solo **Azul Azul** y Cruzados se mantienen por sobre la unidad el último periodo de análisis.

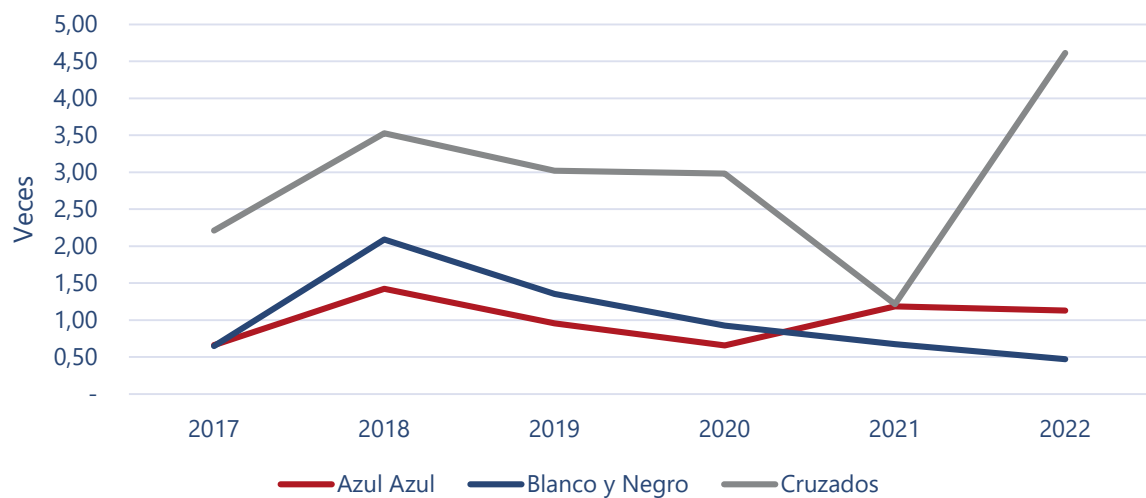


Ilustración 3: Liquidez (2018 - 2022)

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.

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 (ANFP), 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 43,3% de los ingresos totales de la sociedad entre los años 2018 y segundo trimestre de 2023. Los ingresos totales del segmento disminuyeron a \$ 6.053 millones en diciembre 2022, siendo un 17,5% inferior al mismo periodo en 2021. En junio de 2023, los ingresos por publicidad representaron el 36,9% de los ingresos totales de la firma (41,1% en junio de 2022), en tanto que los derechos televisivos representaron el 32,6% del total en los primeros seis meses del 2023.

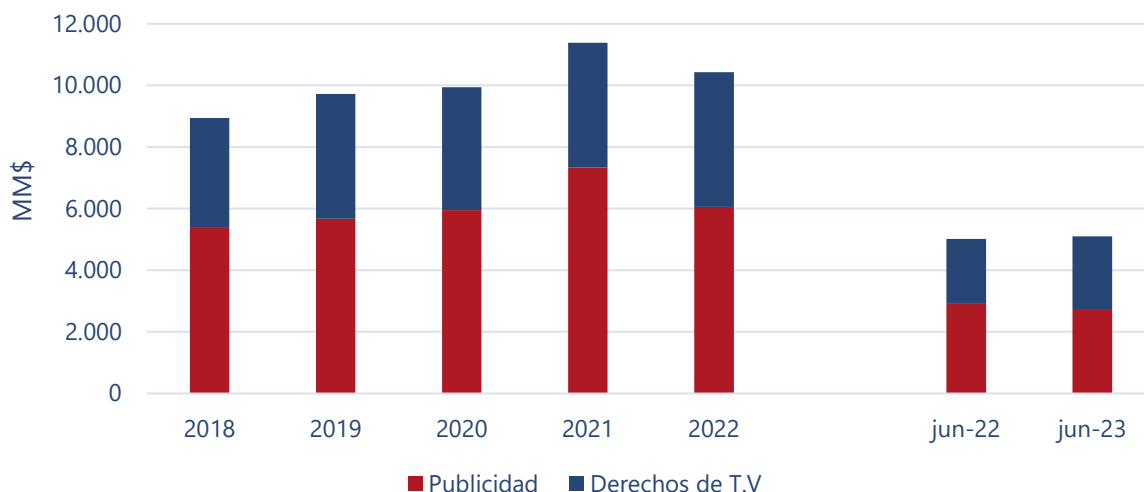


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento publicidad

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 2018 y junio 2023, representó en promedio el 23,9% 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 2022, los ingresos totales del segmento ascendieron a \$ 2.576 millones, aumentando en un monto considerable con respecto al año 2021 (\$ 80 millones), por las razones anteriormente comentadas.

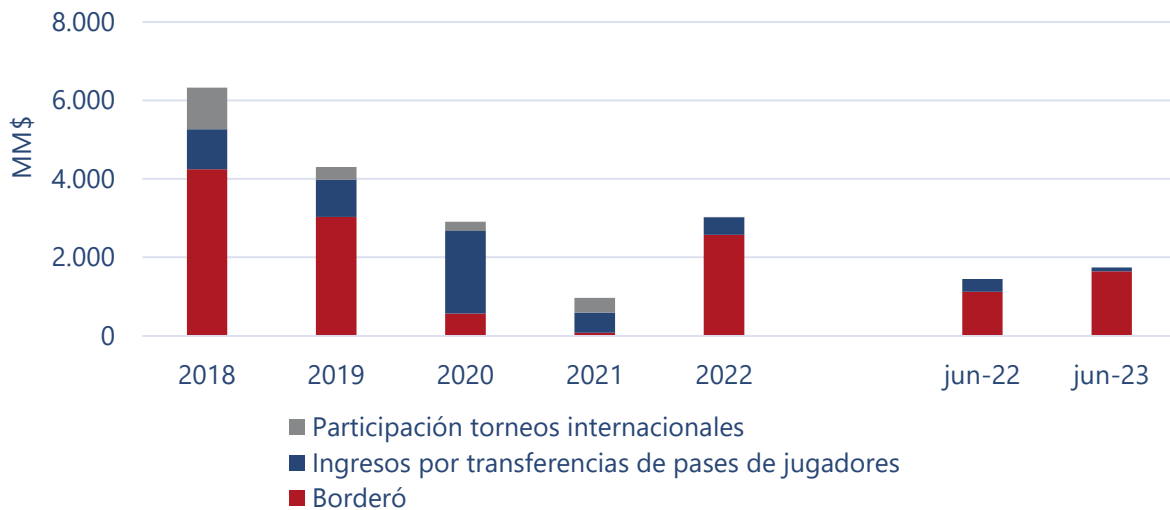


Ilustración 5: Distribución de los ingresos segmento recaudación

Otros ingresos

En este segmento se consideran los ingresos que no dicen relación con los segmentos anteriores. Entre 2018 y junio 2023, los ingresos de este segmento representan en promedio un 4,4%, alcanzando en diciembre de 2022 un valor de \$ 1.054 millones, creciendo un 94,5% con respecto al año 2021.

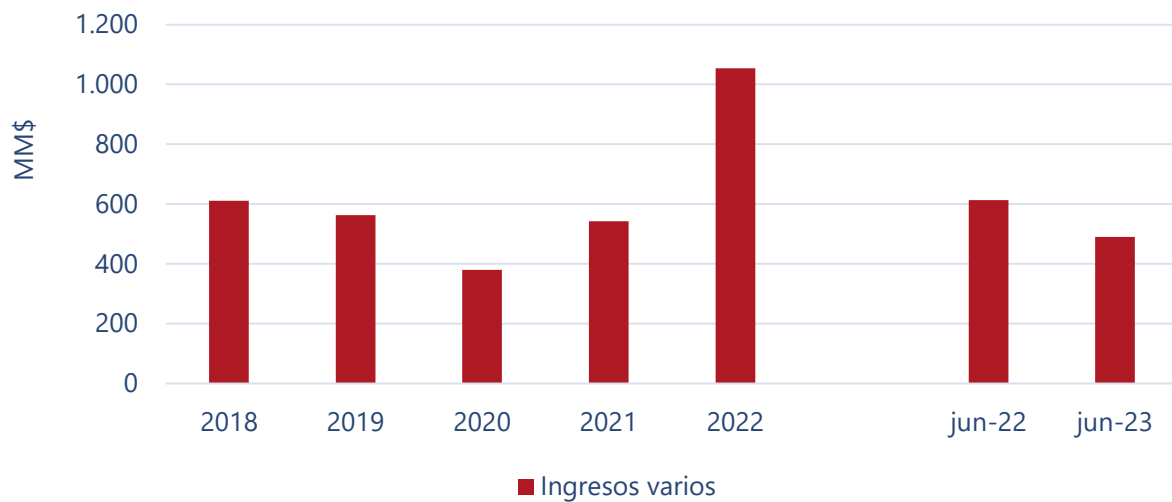


Ilustración 6: Distribución de los ingresos segmento otros ingresos

Análisis financiero⁴

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Durante 2022, **Azul Azul** experimenta un leve aumento en sus ingresos producto, principalmente, de la recuperación de los ingresos por borderó, lo que significó un aumento de un 0,8% con respecto al año anterior alcanzando los \$ 15.572 millones. A junio 2023 los ingresos alcanzaron los \$ 15.121 millones, un 1,7% inferior a lo obtenido en el mismo semestre de 2022.

El EBITDA de la empresa presentó una disminución de 56,4% en 2022, llegando a un valor de \$ 809 millones. El margen EBITDA de la empresa alcanzó un 6% a junio 2023; sin embargo, entre 2018 y 2022, dichos valores fluctuaron entre un -8,3% y 25,2%. En este punto es válido mencionar que con fecha 29 de agosto de 2023 el directorio de la firma ha concretado la venta del jugador Darío Osorio al club FC Midtjylland de Dinamarca por la suma de € 5.000.000, de los cuales € 4.500.000 entrarían como ingreso neto, mejorando los resultados del segundo semestre de la empresa.

⁴ Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

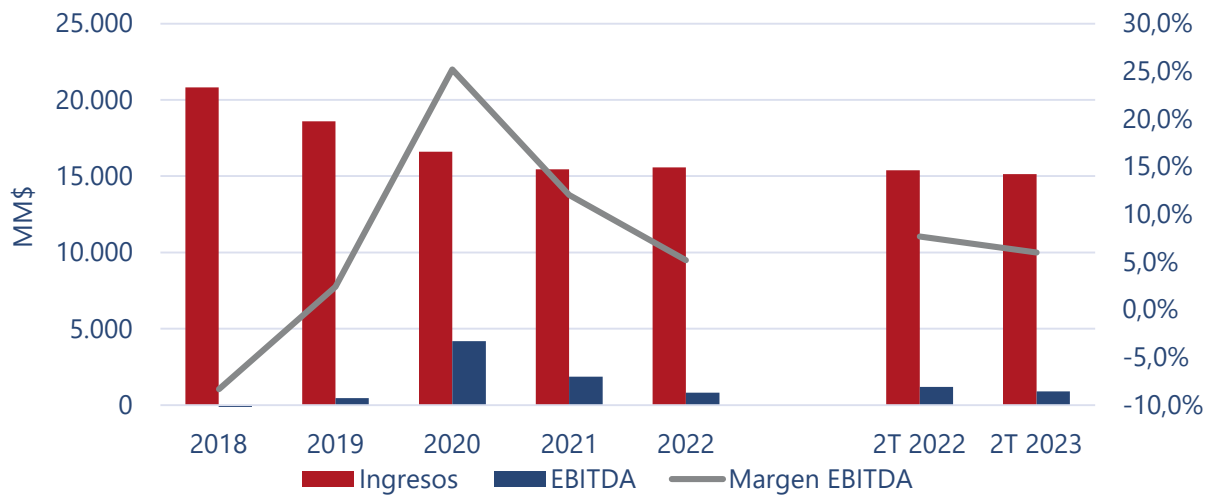


Ilustración 7: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA

Evolución del endeudamiento

La relación de pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede apreciar en ilustración 8, **Azul Azul** presenta una tendencia al alza, siendo desde el 2018 superiores a la unidad. A junio 2023 esta relación llega a su valor más alto alcanzando el 3,16 veces producto de la disminución del patrimonio a raíz de los resultados presentados los últimos periodos al alero de una mayor deuda financiera.

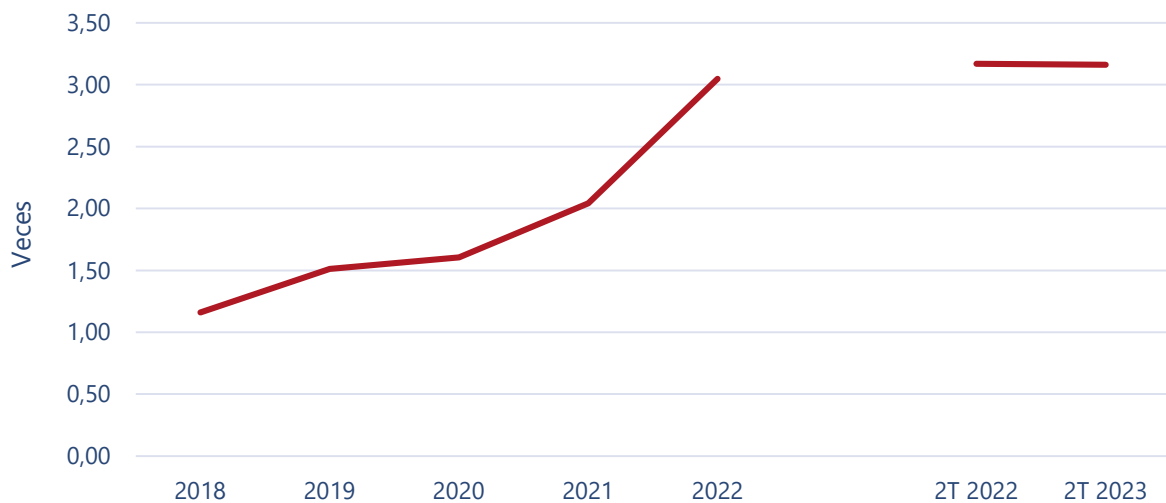


Ilustración 8: Nivel de endeudamiento, pasivo exigible sobre patrimonio

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP⁵) y deuda financiera sobre EBITDA, en diciembre de 2022 llegó a las 50,1 veces y 18,1 veces, respectivamente. En cuanto a los resultados a junio 2023 de manera anualizada, estos valores alcanzaron las 11,57 veces y 16,18 veces, respectivamente. No obstante, dado que en 2018 y 2019 los niveles de EBITDA son negativos o inferiores a los años posteriores, se realiza un ajuste no considerando las rentabilidades de esos años para el cálculo del FCLP, dado esto, los valores del indicador deuda financiera sobre FCLP ajustado alcanzan a diciembre de 2022 11,1 veces y a junio de 2023 10,8 veces.

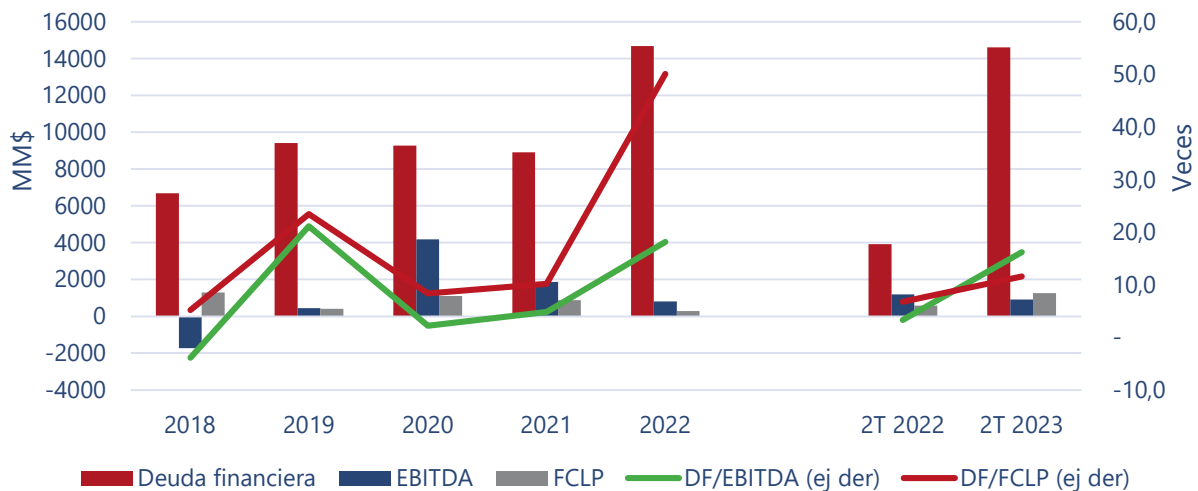


Ilustración 9: Evolución de endeudamiento

La ilustración 10, muestra el calendario de vencimiento actual de la firma, donde se aprecia una 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.

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.

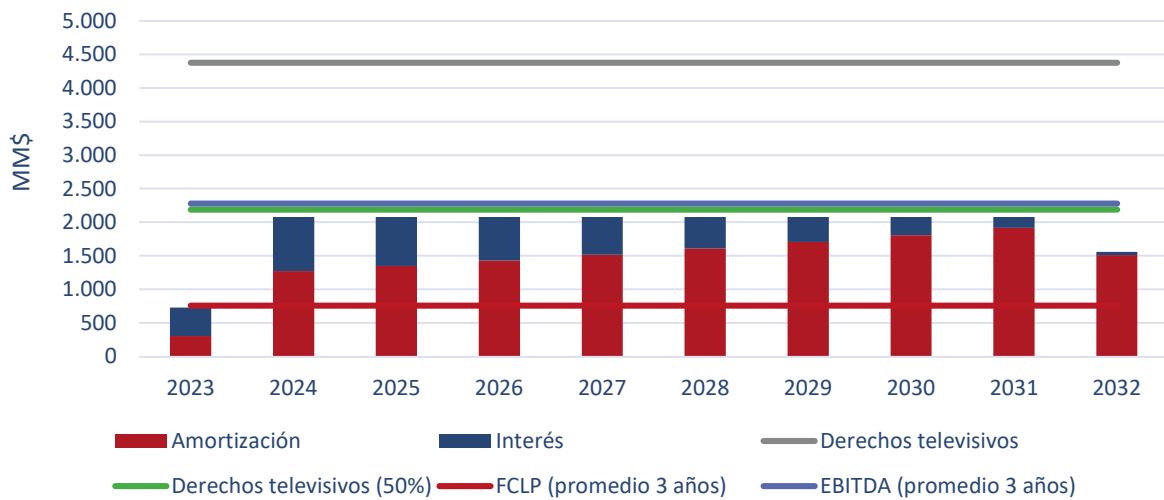


Ilustración 10: Calendario de vencimientos

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), ha mostrado volatilidad entre las 0,66 veces y las 1,42 veces, siendo para diciembre 2022 de 1,13 veces. A junio de 2023 esta relación se encuentra en las 0,93 veces, disminución provocada por el aumento de otros pasivos financieros y otros pasivos no financieros.

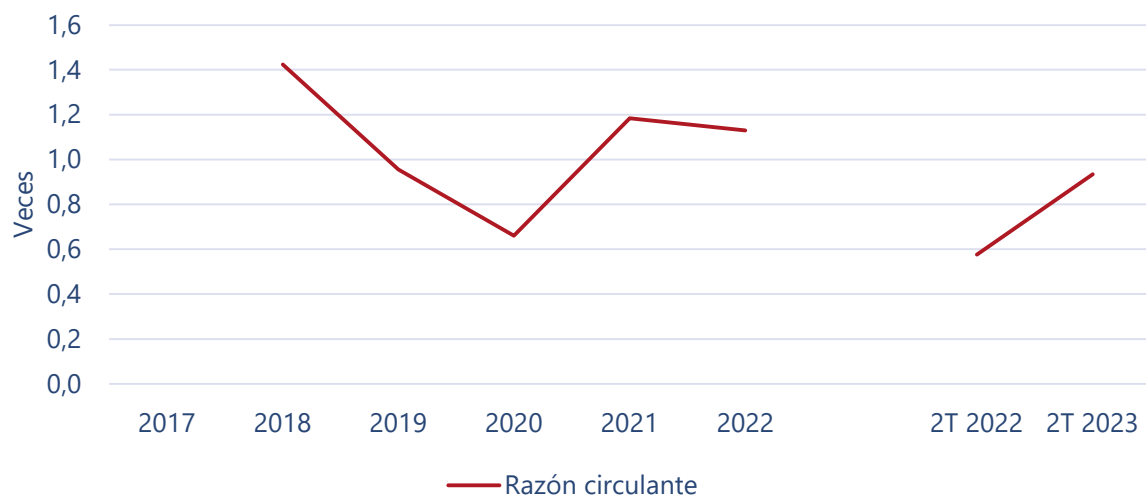


Ilustración 11: Evolución de la liquidez medida como razón circulante

Evolución de la rentabilidad⁶

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 -0,77% para la rentabilidad del activo, -1,96% para la del patrimonio y de 6,6% para la operacional. En diciembre de 2022, producto de los negativos resultados que presentó la compañía, estos indicadores llegaron a -7,0%, -24,3% y -20,7%, respectivamente. A junio 2023, las rentabilidades se encuentran en el orden del 2,1%, 8,6% y -21,3%, mostrando cierta recuperación alcanzando valores positivos.

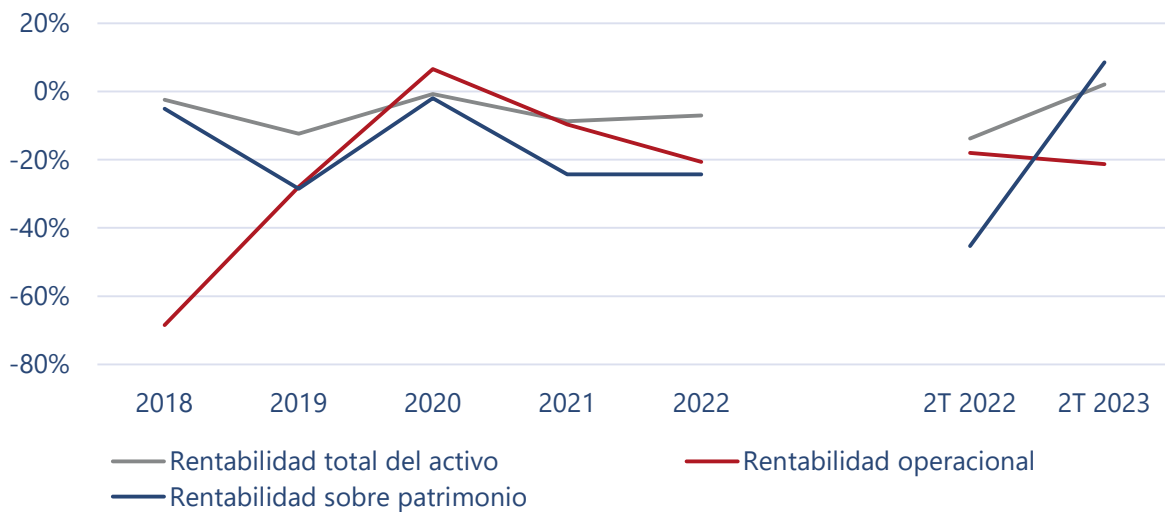


Ilustración 12: Evolución de las rentabilidades

Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a junio 2023
Razón de deuda financiera neta sobre patrimonio	Inferior o igual a 2,2 veces	1,944
Razón de deuda financiera neta sobre ingresos	Inferior o igual a 1,1 veces	0,864
Endeudamiento Máximo	Inferior o igual a 500.000 UF	404.889 UF
Razón de remuneraciones sobre ingresos	Hasta el 31-12-2024 inferior o igual a 0,625. Desde el 31-03-2025 inferior o igual a 0,6	0,467

⁶ 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.

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	2T 2023
Liquidez (veces)	1,15	1,31	1,66	1,47	1,39	1,40
Razón Circulante (Veces)	1,42	0,96	0,66	1,18	1,13	0,93
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,42	0,94	0,66	1,18	1,13	0,93
Razón Ácida (veces)	1,41	0,94	0,66	1,17	1,04	0,84
Rotación de Inventarios (veces)	129,61	113,05	108,91	120,24	35,01	20,04
Promedio Días de Inventarios (días)	2,82	3,23	3,35	3,04	10,43	18,21
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,67	11,05	3,83	3,54	10,14	8,51
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	47,60	33,03	95,34	102,98	35,99	42,87
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,28	4,31	2,82	2,66	2,80	3,16
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	111,13	84,67	129,39	137,11	130,56	115,51
Diferencia de Días (días)	63,53	51,64	34,05	34,13	94,57	72,63
Ciclo Económico (días)	60,71	48,42	30,70	31,09	84,15	54,42

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	2T 2023
Endeudamiento (veces)	0,54	0,60	0,62	0,67	0,75	0,76
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,16	1,51	1,60	2,04	3,05	3,16
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,58	0,56	2,19	0,58	0,41	0,53
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	-3,87	21,15	2,22	4,79	18,13	16,18
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	-0,26	0,05	0,45	0,21	0,06	0,06
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	30,79%	45,77%	44,61%	45,89%	72,49%	70,40%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	-2,09	-6,86	0,03	-3,40	1,76	1,24

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	2T 2023
Margen Bruto (%)	-17,47%	5,87%	23,64%	17,41%	13,62%	13,33%
Margen Neto (%)	-4,74%	-24,77%	-1,57%	-17,66%	-12,59%	3,72%
Rotación del Activo (%)	51,45%	54,43%	49,12%	53,43%	57,92%	55,34%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-2,49%	-12,35%	-0,77%	-8,70%	-7,03%	2,06%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-2,49%	-12,35%	-0,77%	-8,70%	-7,03%	2,06%
Inversión de Capital (%)	19,05%	25,60%	25,90%	29,89%	33,92%	33,67%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	6,16	-57,49	-3,42	11,76	20,46	-31,96
Rentabilidad Operacional (%)	-68,42%	-27,96%	6,60%	-9,63%	-20,66%	-21,32%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-5,06%	-28,51%	-1,96%	-24,27%	-24,29%	8,59%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	87,00%	76,43%	60,24%	67,83%	71,69%	71,67%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	117,47%	94,13%	76,36%	82,59%	86,38%	86,67%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	25,00%	24,98%	19,00%	24,92%	27,01%	25,47%

ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-45,39%	-22,38%	1,91%	-10,44%	-26,26%	-29,05%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	-8,30%	2,39%	25,20%	12,03%	5,20%	5,97%

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022	2T 2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,27%	0,90%	0,32%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,09%	1,12%	1,07%	1,08%	0,91%	0,87%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	154,74%	207,14%	211,35%	270,41%	341,21%	336,62%

"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."