

Azul Azul S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Octubre 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos y línea de bonos	A
Tendencia	Favorable¹
EEFF base	30 junio 2024

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N°1.121 de 20.10.2022
Serie A (BULLA-A)	Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M \$	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Ingresos de actividades ordinarias	14.589.370	13.225.693	12.884.811	14.515.925	18.684.003	10.859.045
Costos de ventas	-13.733.099	-10.109.460	-10.633.999	-12.509.716	-13.380.725	-7.723.248
Ganancia bruta	856.271	3.116.233	2.250.812	2.006.209	5.303.278	3.135.797
Gastos de Administración	-3.644.786	-2.513.695	-3.220.307	-3.922.954	-3.537.838	-1.943.432
Resultado Operacional	-2.788.515	602.538	-969.495	-1.916.745	1.765.440	1.192.365
Costos Financieros	-478.960	-517.782	-587.883	1.507.393	-854.683	-421.770
Ganancia (pérdida)	-3.613.873	-212.927	-2.284.095	-1.696.132	1.536.375	594.981
EBITDA	349.175	3.324.957	1.554.677	770.852	4.493.714	2.376.400

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M \$	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Activos corrientes	5.513.691	7.606.451	7.285.060	6.456.219	6.429.375	8.976.589
Activos no corrientes	21.289.619	19.625.643	17.581.688	19.759.019	21.985.049	21.488.196
Total activos	26.803.310	27.232.094	24.866.748	26.215.238	28.414.424	30.464.785
Pasivos corrientes	5.767.478	11.516.482	6.155.161	5.713.964	7.036.130	8.562.305
Pasivos no corrientes	10.364.333	5.257.040	10.537.110	14.022.929	13.363.574	13.292.779
Total pasivos	16.131.811	16.773.522	16.692.271	19.736.893	20.399.704	21.855.084
Patrimonio total	10.671.499	10.458.572	8.174.477	6.478.345	8.014.720	8.609.701
Total pasivos y Patrimonio	26.803.310	27.232.094	24.866.748	26.215.238	28.414.424	30.464.785
Deuda Financiera	7.383.481	7.482.107	7.660.088	14.307.914	14.497.179	14.089.427

¹ Tendencia anterior: Estable.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Azul Azul S.A. (Azul Azul) es una sociedad anónima abierta creada en 2007, cuyo objetivo es organizar, producir, comercializar y participar en actividades profesionales de entretención y esparcimiento de carácter deportivo y recreacional, y en otras relacionadas o derivadas de éstas, así como en actividades formativas con contenido deportivo. Tiene 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 vence el año 2052.

La sociedad tiene como controlador a Sociedad Fondo de Inversión Tactical Sport con 63,07%, cuyos aportantes son Asesorías e Inversiones Sartor S.A. con 90% e Inversiones Antumalal Ltda. con el 10% restante.

Durante 2023, **Azul Azul** generó ingresos por aproximadamente \$ 18.684 millones, con un EBITDA igual a \$ 4.494 millones. A dicha fecha, sus obligaciones financieras fueron de \$ 14.497 millones. Durante el primer semestre de 2024, la sociedad tuvo ingresos por aproximadamente \$ 10.859 millones, con un EBITDA de \$ 2.376 millones y obligaciones financieras de \$14.089 millones.

El cambio de la tendencia de la clasificación de los bonos de **Azul Azul**, desde “*Estable*” a “*Favorable*”, responde a la evolución positiva de los resultados que ha exhibido la entidad en 2023 y 2024, logrando revertir las pérdidas de periodos anteriores y reducir los niveles de endeudamiento relativo. Bajo este contexto y considerando los planes de la administración por incrementar la base de ingresos, manteniendo controlados los costos y gastos junto con una reducción en la deuda financiera², **Humphreys** podría revisar al alza la clasificación de los títulos de deuda en la medida que se consoliden las mejoras en los resultados netos y en los niveles de apalancamiento.

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** 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.

² Dado pago de amortizaciones próximos.

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.

Dado a 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).

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 y a número de campeonatos ganados.

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 (aunque se reconoce que esta situación se ha tendido a revertir en los periodos más recientes). 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, situación que se ha revertido en los últimos periodos, por lo que el desafío de la nueva administración es mantener este comportamiento al alza de forma consolidada en el tiempo.

Un aspecto limitante a tener en cuenta es que la entidad no posee un estadio propio, por lo que sus partidos como local se llevan a cabo en el Estadio Nacional Julio Martínez Prádanos o en el Estadio Santa Laura. Ambos recintos deportivos son alquilados y, además, se utilizan para otros eventos, lo que en ocasiones impide que el Club Universidad de Chile juegue como local en Santiago. En tales casos, el equipo se ve obligado a disputar sus partidos en otras regiones y en estadios de menor capacidad, lo que generalmente afecta negativamente los resultados del club debido a una menor venta de entradas.

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.

Por otro lado, 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. 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 pasajes y remuneraciones a jugadores.

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.

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 estadio.
 - Resultados económicos dependientes de rendimiento.
 - Riesgos externos (riesgo de todo el sector y de muy baja ocurrencia).
 - Riesgo de tipo de cambio.
-

Hechos recientes

Resultados junio 2024

En términos nominales, durante el primer semestre de 2024 los ingresos alcanzaron los \$ 10.859 millones, lo que representa un alza de 48,0% con respecto al período anterior, debido principalmente a incrementos en los ingresos por borderó y publicidad, lo que fue compensado en parte por disminuciones en los ingresos por pases de jugadores. Por su parte, los costos alcanzaron los \$ 7.723 millones lo que representa un alza de 17,2%, debido a un alza general en los costos, especialmente de otros gastos de operación y los costos directos que vienen del borderó. En consecuencia, el margen bruto pasó de 10,2% en junio de 2023 a 28,9% en junio 2024.

Los gastos de administración aumentaron en un 20,6% con alzas en asesorías, remuneraciones administración y otros gastos.

A partir de lo anterior el resultado operacional se compara favorablemente con el del periodo anterior, considerando que pasó de un valor negativo de \$ 864 millones a un valor positivo de \$ 1.192 millones, mientras que el EBITDA tuvo un incremento de 229,1% en relación con el ejercicio anterior.

Considerando lo anterior, e incorporando valores de unidad de reajuste y diferencia de cambio menos desfavorables, el resultado neto pasó de un valor de \$ 88,4 millones a \$ 595,0 millones.

A la fecha, la sociedad contaba con \$ 30.465 millones en activos, financiados con \$ 21.855 millones de pasivos y \$ 8.610 millones de patrimonio. La deuda financiera alcanzó los \$ 14.089 millones.

Resultados 2023

En términos nominales, durante 2023 los ingresos alcanzaron los \$ 18.684 millones, lo que representa un alza de 28,7%, debido principalmente a incrementos en los ingresos por transferencias de pases de jugadores, compensado en parte por disminuciones en las ventas por publicidad e ingresos varios. Por su parte, los costos alcanzaron los \$ 13.381 millones lo que representa un alza de 7,0%, debido a un aumento general en los costos, especialmente de otros gastos de operación. En consecuencia, el margen bruto pasó de 13,8% en 2022 a 28,4% en 2023.

Los gastos de administración se redujeron en 9,8% con caídas en remuneraciones y otros gastos.

A partir de lo anterior el resultado operacional se compara favorablemente con el del año anterior, considerando que pasó de un valor negativo por \$ 1.917 millones a un valor positivo de \$ 1.765 millones, mientras que el EBITDA tuvo un incremento de 483,0% en relación con el ejercicio anterior.

Considerando lo anterior, e incorporando valores de unidad de reajuste menos desfavorables, el resultado neto pasó de un valor negativo de \$ 1.696 millones a un valor positivo de \$1.536 millones.

A la fecha, la sociedad contaba con \$ 28.414 millones en activos, financiados con \$ 20.400 millones de pasivos y \$ 8.015 millones de patrimonio. La deuda financiera alcanzó los \$ 14.497 millones.

Definición 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 Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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 la encuesta "Radiografía del Fútbol chileno" hecha por la empresa de estudio de mercado Cadem³, el Club Universidad de Chile tiene una preferencia por el 22% de los encuestados, obteniendo el segundo puesto luego de Colo-Colo con 42%, seguido por Universidad Católica con 14%. En relación con el número de campeonatos nacionales ganados, Universidad de Chile cuenta con 18 títulos de primera división de Chile, dos títulos nacionales femeninos, una copa Sudamericana, una Super Copa, cinco Copas Chile y un campeonato en primera B.

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 exhibe una base de ingresos relativamente estables, lo que se explica especialmente por los derechos de televisación (30,2% del total de ventas en 2022 y 25,9% en 2023)

³ Cifra extraída de la encuesta realizada por Cadem con fecha enero de 2024.

e ingresos por publicidad (41,7% del total de ingresos en 2022 y 28,4% en 2023). Cabe mencionar, que, en conjunto dentro del segmento “publicidad”, estas partidas representan los ingresos más estables dentro de los elementos que componen la venta total, con un coeficiente de variación de los últimos cinco años de 5,9% en relación con el 71,8% de recaudación y 36,9% de otros ingresos en el mismo horizonte temporal.

Plan de mejora de gestión: Si bien la entidad cuenta con una administración relativamente nueva, se han logrado revertir las pérdidas que había tenido en los últimos años, obteniendo en el último tiempo resultados más favorables que sus pares. Además, la empresa en 2022 hizo el prepago de la deuda con la Tesorería General de la República, prorrogando la concesión, y ha tomado acciones para mejorar el rendimiento deportivo al crear planteles competitivos para transferir los derechos federativos y económicos de los jugadores, implicando aumento en el flujo operacional.

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 2052⁴. Cabe considerar que siempre existe la posibilidad, aunque muy acotada, 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, lesiones, resultados económicos desfavorables del club, entre otros. Cabe mencionar que este es un riesgo en que la compañía no tiene demasiado control y es un riesgo transversal del sector.

Reducción de flujos por venta de entradas por ausencia de estadio: **Azul Azul** no cuenta con estadio propio, por consiguiente, realiza 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, que en ocasiones imposibilita que el Club Universidad de Chile juegue de local en Santiago. Frente a estos escenarios, el equipo debe jugar en otras regiones y en estadios con menor capacidad, lo que tiende a perjudicar los resultados de la entidad ante un menor nivel de venta de entradas. Un ejemplo de esto se pudo visualizar en 2022; donde los flujos de la entidad se vieron perjudicados debido a las remodelaciones y trabajos de modernización que se llevaron a cabo en el recinto dirigidos a

⁴ Concesión prorrogada dado el pago de su deuda al Fisco a través de la emisión de bono.

preparar el estadio para los Juegos Panamericanos y Parapanamericanos, lo que durante 2024, se ha revertido y ha permitido una mejora en los flujos del emisor.

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 acrecentó en los últimos años, considerando los resultados deportivos inferiores a los esperados, incluso con dificultades para mantenerse en primera división del fútbol chileno. No obstante, durante 2024 **Azul Azul** se mantiene dentro de los primeros lugares en la tabla de posiciones en el Campeonato Nacional de Primera División y a la fecha se mantiene clasificado a la final de la Copa Chile 2024 y a la fase grupal de Copa Libertadores 2025.

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) 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 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 muy baja 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 resultados de la compañía. En los hechos, en 2023 los activos en dólares alcanzaron los \$ 367 millones, mientras que los pasivos en dólares los \$ 1.463 millones; y la diferencia entre ambas partidas representó cerca de un 13,7% del patrimonio. Por el lado del flujo de efectivo, el efecto de la variación en la tasa de cambio representó un 4,8% del patrimonio en 2022 y un 0,2% en 2023.

Antecedentes generales

La empresa

Azul Azul se creó en 2007 como una sociedad anónima, con el objetivo de administrar los derechos de concesión 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. En sus inicios la concesión fue otorgada por un plazo de 30 años para extenderse, posteriormente, hasta el año 2052.

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.

Medido a junio de 2024, el segmento publicidad representó el 26,5% del total de ingresos de los últimos doce meses, en tanto que el segmento recaudación por borderó representó un 25,5%. Cabe considerar que, por efectos de la pandemia, este segmento disminuyó considerablemente durante parte de 2020 y 2021, comenzando su recuperación a partir de 2022. La distribución de los ingresos por los segmentos recaudación por borderó, publicidad y otros ingresos, se muestra a continuación.

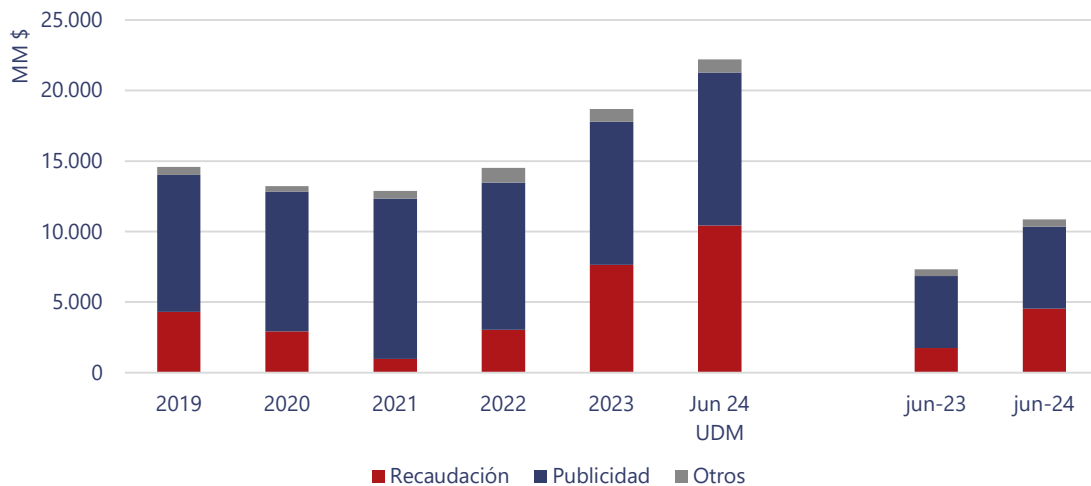


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento

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.

Publicidad

Dentro del segmento publicidad se incluye los ingresos que tiene la sociedad por los beneficios monetarios percibidos por ingresos por propaganda en los estadios, *sponsors* y *merchandising*.

Dentro del segmento, las ventas por publicidad (propaganda) se posicionan en primer lugar representando el 54,3% en los últimos doce meses terminados en junio de 2024, el resto (45,7%) corresponde principalmente a derechos televisivos que explican un 22% de los ingresos totales (y en general en los años anteriores los derechos televisivos representaban cerca del 30% de los ingresos totales, presentando una disminución en el último periodo, producto del aumento de los ingresos borderó). Los ingresos del segmento disminuyeron en 2022, siendo un 8,3% inferior a lo presentado en 2021, exhibiendo un repunte

en el último periodo de 2024. Cabe mencionar, que este segmento contiene los ingresos más estables dentro de los elementos que componen la venta total, con un coeficiente de variación de los últimos cinco años de 5,9%, en relación con el 71,8% de recaudación y 36,9% de otros ingresos en el mismo horizonte temporal.

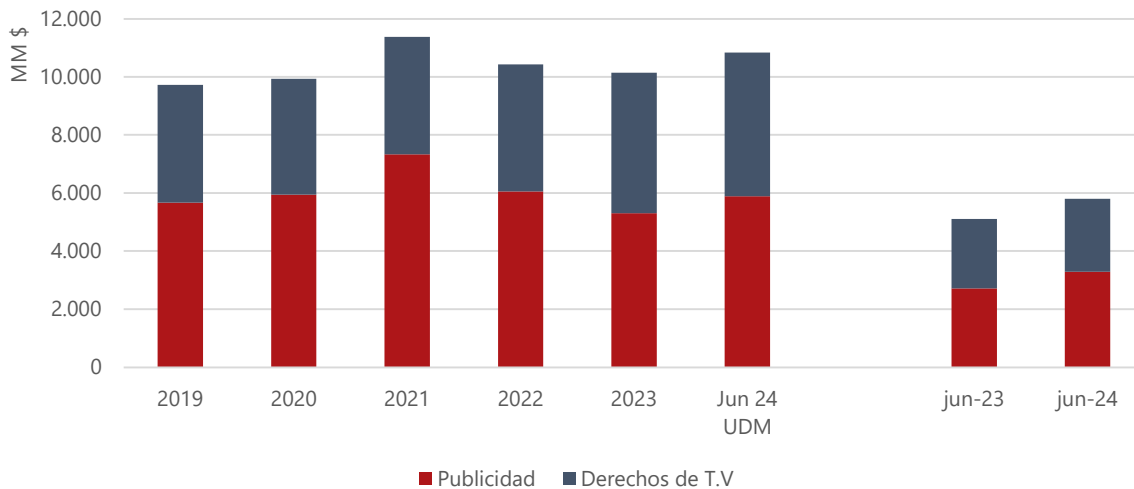


Ilustración 2: Distribución de los ingresos segmento publicidad

Recaudación por Borderó

Dentro del segmento recaudación por borderó se encuentran los ingresos relacionados con los partidos jugados por el Club, tanto en el torneo nacional, copa Chile, y 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 junto con el costo asociado a la venta de pases de jugadores.

El segmento, entre 2019 y junio 2024, representó en promedio el 28,0% de los ingresos totales de la sociedad. La fuente de ingreso más importante de este segmento son los recibidos por la 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. Últimamente, también ha tomado relevancia la venta de pases de jugadores, debido al traspaso de un jugador a un equipo de Dinamarca en 2023.

Cabe mencionar que la representatividad de los subsegmentos se ha comportado de forma variable durante el periodo de análisis. En el año 2022, los ingresos de borderó ascendieron a \$ 2.576 millones, aumentando considerablemente con respecto al año 2021 (donde alcanzó \$ 80,9 millones millones), por las razones anteriormente comentadas. En 2023 y 2024 (últimos doce meses), estos ingresos siguieron creciendo en términos nominales alcanzando \$ 2.806 millones y \$ 5.664 millones, respectivamente.

Como se mencionó anteriormente, el ingreso de venta de jugadores anualizado a junio de 2024, se ve afectado de manera favorable por la venta de jugadores en 2023, y al comparar el primer semestre de 2024, con el primer semestre de 2023, se puede visualizar que estos ingresos recuperaron su baja importancia relativa, exhibiéndose fuertes alzas en las ventas por borderó.

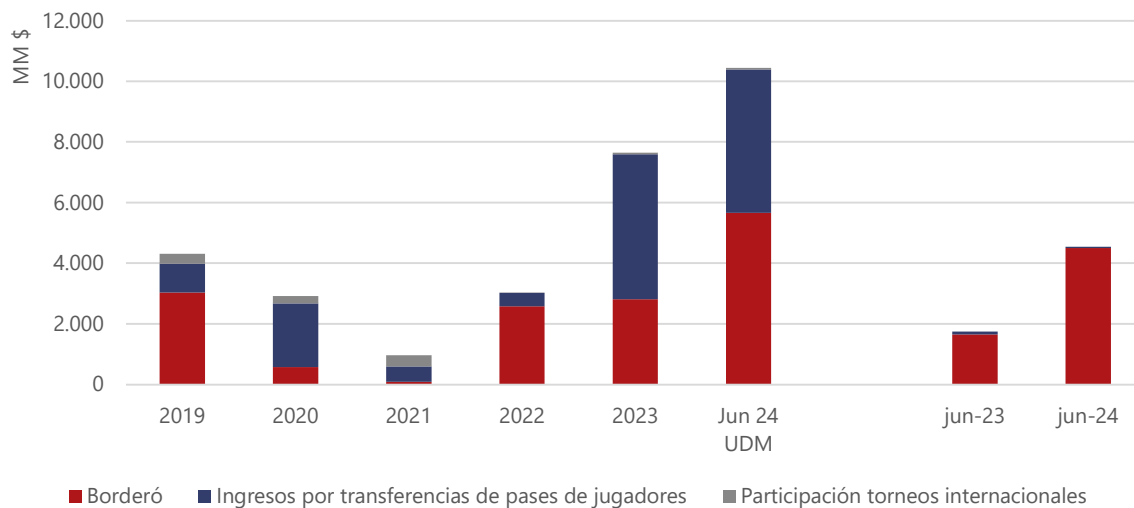


Ilustración 3: Distribución de los ingresos segmento recaudación

Otros ingresos

En este segmento se consideran los ingresos que no dicen relación con los segmentos anteriores. Entre 2019 y junio 2024, los ingresos de este segmento representan en promedio un 4,5%, alcanzando en 2024 un valor de \$ 930,9 millones. Cabe mencionar que entre 2022 y 2024 las ventas de este segmento se han mantenido en niveles superiores y relativamente estables.

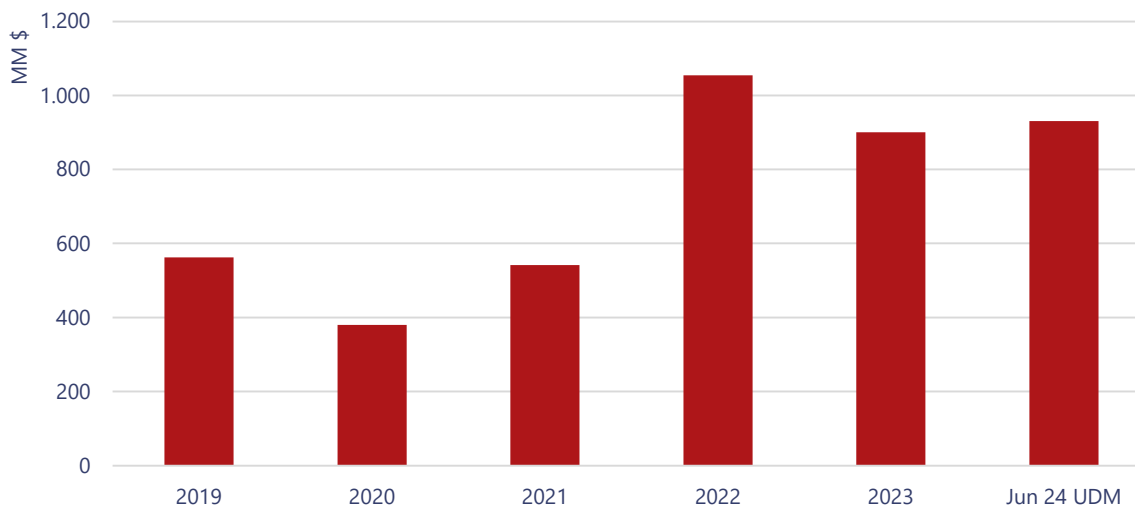


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento otros ingresos

Mercado

Actualmente, los tres equipos más grandes de Chile en términos de popularidad son administrados por

concesiones (Colo-Colo; Blanco y Negro, Universidad de Chile; **Azul Azul** y Universidad Católica; Cruzados) que a la fecha presentan un nivel de apalancamiento (medido como pasivo total sobre patrimonio) relativamente similar o, en su defecto, no significativamente diferentes. **Azul Azul** luego de exhibir un *peak* de 3,1 veces en 2022, redujo su *leverage* hasta las 2,5 veces en junio de 2024 por repuntes en el patrimonio ante resultados positivos, acercándose más a los indicadores exhibidos por Blanco y Negro (2,0 veces) y Cruzados (2,2 veces), pero manteniéndose todavía por encima de las mediciones de sus pares. Mientras Blanco y Negro mantuvo un *leverage* estable desde 2021, Cruzados ha incrementado sus niveles de apalancamiento que en lo más reciente se explica por incrementos en los pasivos de corto plazo (mayores cuentas por pagar, incluyendo los ingresos percibidos por anticipado relacionado a la venta de palcos y *suites* del nuevo estadio) y pasivos de largo plazo (emisión del bono convertible).

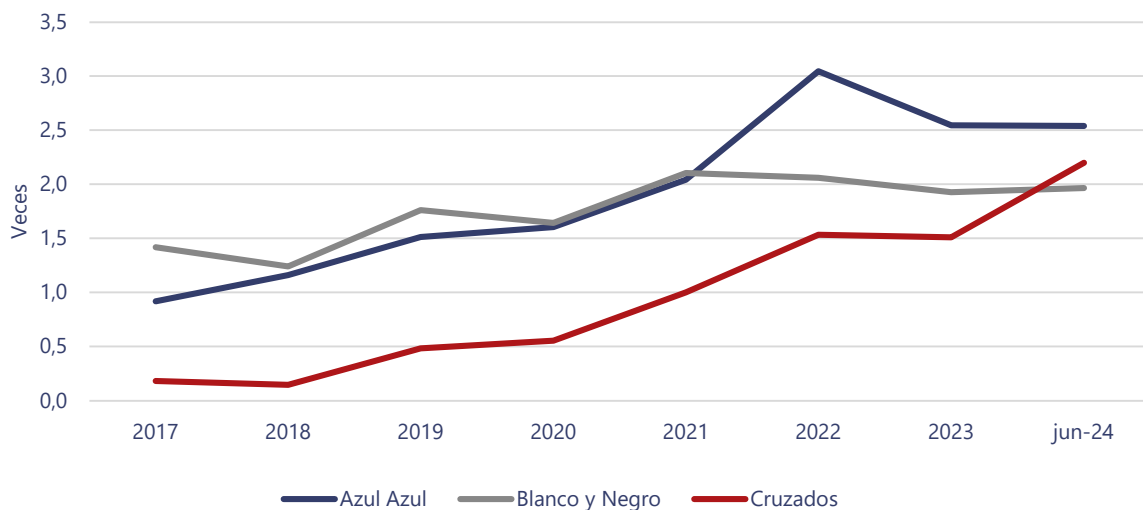


Ilustración 5: Leverage por empresa

En cuanto a la liquidez medida como activo corriente sobre pasivo corriente, mientras **Azul Azul** ha exhibido un comportamiento relativamente estable desde 2021 fluctuando en torno a la unidad, Cruzados ha mantenido fuertes variaciones con un *peak* en 2022 con 4,6 veces por un aumento de capital y emisión de bonos. Por su parte Blanco y Negro con una leve tendencia al alza desde 2021, mantiene su indicador en niveles más acotados, alcanzando las 0,6 veces en junio de 2024.

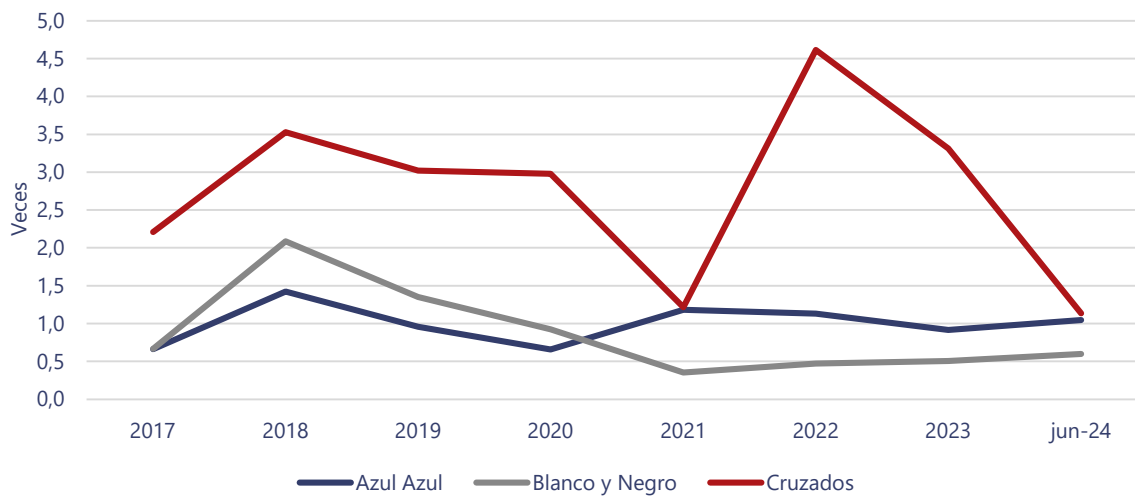


Ilustración 6: Liquidez

Análisis financiero⁵

Evolución ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Azul Azul** exhibieron reducciones entre 2019 y 2021, pasando de \$ 19.355 millones a \$ 16.082 millones, respectivamente. Lo anterior, se explica principalmente por menores ingresos por borderó debido a la restricción de público en los eventos deportivos por la pandemia. Posteriormente en 2022 con la reanudación de los partidos, los ingresos presentaron mejoras, mientras que en 2023 y 2024 se aceleró el alza en las ventas. Cabe mencionar que en 2023 las ventas se vieron impulsadas en gran medida por transferencias de pases de jugadores (destacando la venta del jugador Darío Osorio, formado en las divisiones del fútbol formativo), situación que se mantuvo en 2024, incorporando en este último periodo un incremento en los ingresos por borderó ante un mejor desempeño del equipo que impulsó aforos completos en el Estadio Nacional. De esta manera, en lo más reciente las ventas alcanzaron los \$ 22.628 millones (últimos doce meses terminados en junio de 2024), aunque estas se vieron beneficiadas, en términos anualizados, por la venta del jugador en el segundo semestre de 2023 (a modo ilustrativo, la venta de jugadores fue de \$ 4.790 millones en términos nominales en 2023, en relación con los \$ 448,9 millones de 2022).

Por su parte, el EBITDA de la empresa presenta un comportamiento volátil. En 2020 se exhibió un incremento que responde a un plan de contención de costos operacionales y gastos de administración (reflejado en mayor medida en caídas en las remuneraciones operacionales y administrativas). No obstante, con la caída de ingresos y el alza en los gastos de administración (remuneraciones y otros gastos) se percibió una contracción del EBITDA en 2021 que se profundizó en 2022 con incrementos en los costos

⁵ Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

(principalmente remuneraciones) y gastos de administración (otros gastos). Posteriormente, en 2023 y 2024 se exhibieron incrementos relevantes a partir de mejoras en los ingresos (explicado anteriormente) con costos estables y menores gastos de administración.

En consecuencia, el margen EBITDA que en 2019 se encontraba en 2,4%, alcanzó un 24,1% en 2023 y 28,9% en los últimos doce meses terminados en junio de 2024.

El flujo de actividades operacionales exhibió un comportamiento similar al EBITDA a excepción de 2022 y 2023. En 2022 se produjo un alza en el flujo a partir de mayores cobros por venta (resaltando la recuperación de borderó). En 2023 se presentó una contracción del flujo por bajas en los cobros por venta principalmente por concepto de publicidad (año particularmente bajo en publicidad), el cual ha ido exhibiendo repuntes, de modo que en 2024, sumado a mayores ventas por borderó, se exhibió un alza importante de los cobros alcanzando un flujo operacional de \$ 2.771 millones, el más alto desde 2019.

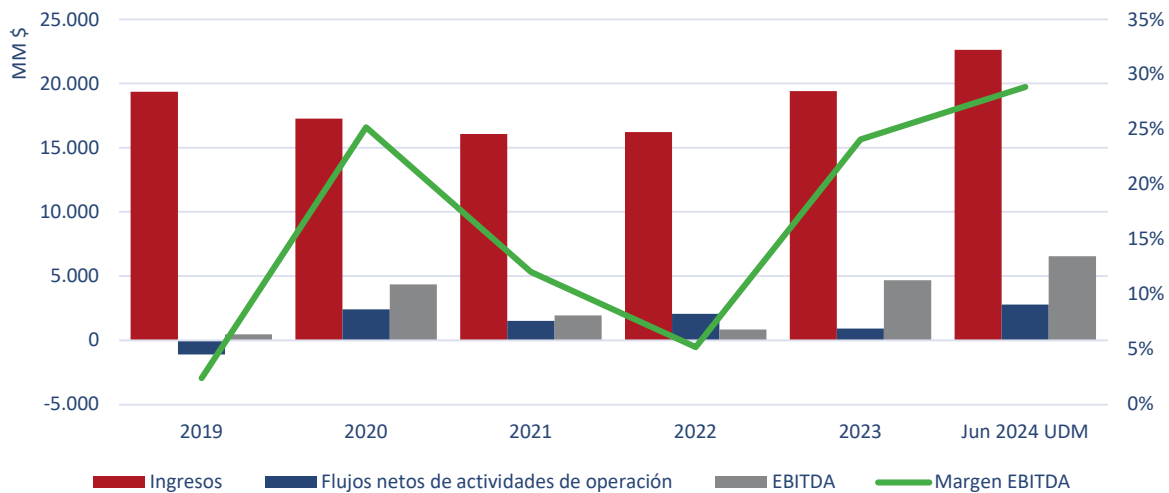


Ilustración 7: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA

Evolución endeudamiento

El *leverage* medido como pasivo total sobre patrimonio, presenta incrementos en 2021 y en 2022 (alcanzando un *peak* de 3,1 veces en 2022) que se atribuye a un menor nivel de patrimonio por resultados desfavorables (en 2021 por caída en ingresos e incremento en los gastos de administración y ventas y en 2022 por el impacto de alzas en los gastos de administración y resultados por unidad de reajuste). Cabe mencionar que, en 2022 la sociedad colocó bonos (BULLA-A), por un monto de UF 400.000, y parte de los recursos obtenidos se destinaron al pago de la deuda con el fisco (reflejándose en una caída en otros pasivos no financieros, no corrientes).

En 2023 el indicador bajó hasta las 2,6 veces, principalmente por repuntes en el patrimonio ante resultados positivos para la sociedad (incremento en ventas y caídas en gastos de administración). En lo más reciente el *leverage* se mantuvo estable alcanzando las 2,5 veces.

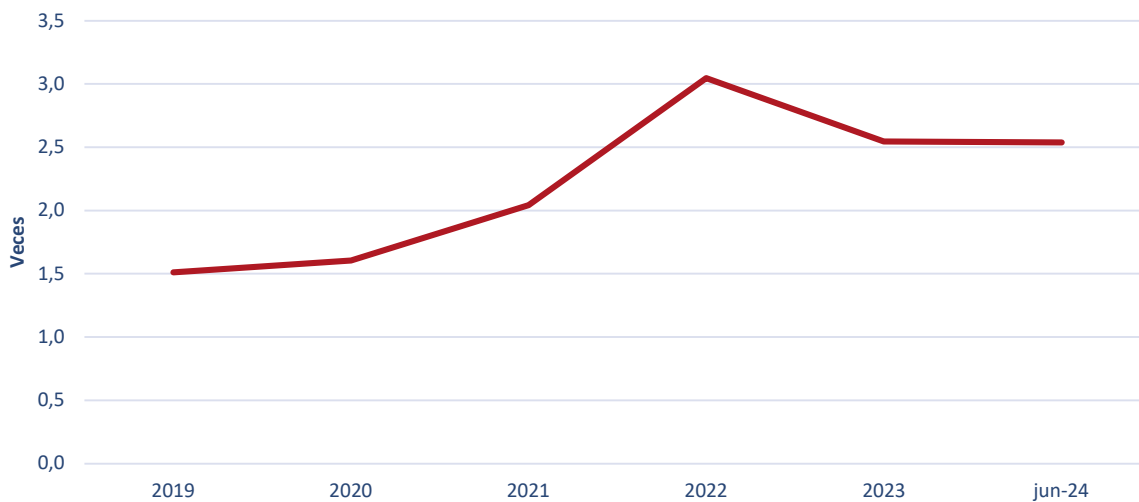


Ilustración 8: pasivo total sobre patrimonio

Los ratios de deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP⁶) y deuda financiera sobre EBITDA, evidencian un comportamiento a la baja, con un fuerte incremento en 2022 (emisión de bonos, explicado anteriormente), y caídas en 2023 y 2024 (por los mejores resultados y en menor medida disminuciones en la deuda financiera). De esta manera, el indicador deuda financiera sobre FCLP alcanzó 4,5 veces (este ratio asciende hasta las 6,4 veces si se sustrae el efecto positivo de los impuestos sobre el resultado y el efecto de la venta de jugadores de 2023 sobre los flujos de 2024) y la deuda financiera sobre EBITDA las 2,2 veces.

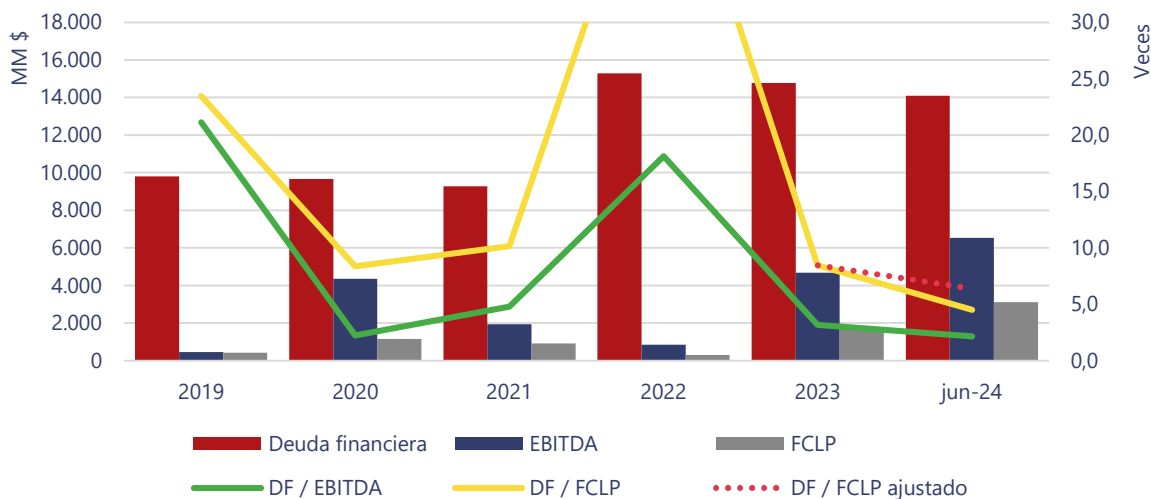


Ilustración 9: Deuda financiera, EBITDA y FCLP

⁶ 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.

El calendario de vencimiento actual de la firma (considerando los flujos actuales de los últimos doce meses terminados en junio de 2024, sin asumir crecimiento) presenta una adecuada holgura de los flujos garantizados de derechos televisivos en relación con las amortizaciones e intereses programados, de modo que estos flujos alcanzan a cubrir al menos dos veces la cuota pactada anual. Sin embargo, al considerar el Flujo de Caja de Largo Plazo de la entidad la holgura se reduce (especialmente al contrastarse con el pago de 2030 y 2031).

De todas formas, aunque se debe destinar los derechos televisivos al pago de la deuda, con los niveles actuales de flujos, se espera que no se vea mayormente afectada la capacidad de cubrir los gastos propios de la operación.

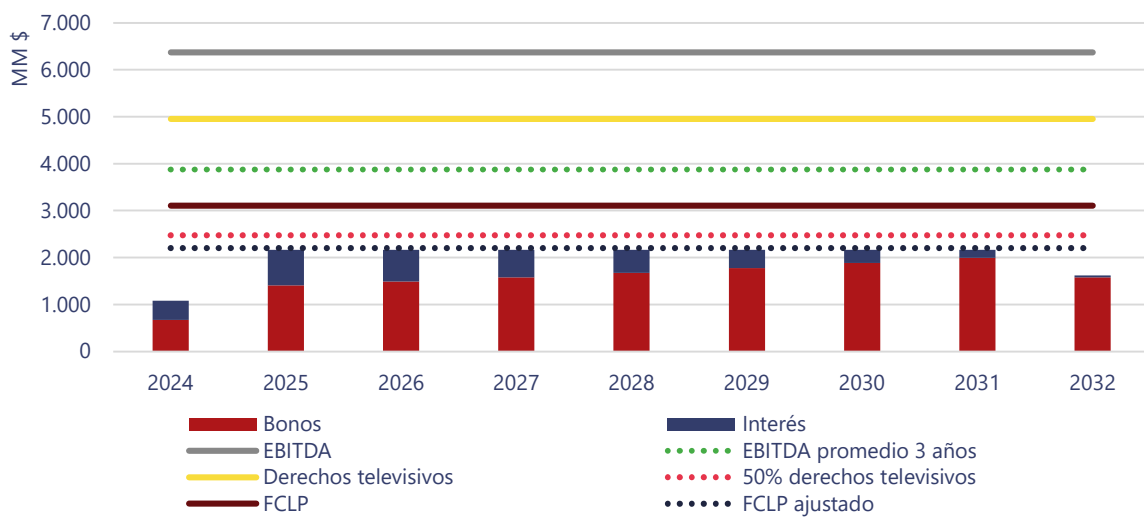


Ilustración 10: Calendario de Vencimientos

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), evidenció una baja en 2020 que se atribuye al alza de los pasivos corrientes por el traspaso de las obligaciones financieras con bancos del largo plazo al corto plazo, situación que se revirtió en los siguientes periodos, evidenciándose nuevas bajas en 2023, donde alcanzó las 0,9 veces producto del traspaso del no corriente al corriente de las cuotas a pagar dentro de un año de la emisión de bono y por la obligación surgida de la compra de pases para reforzar el primer equipo durante la temporada 2024. En lo más reciente, el *ratio* se incrementó levemente, hasta las 1,0 veces.

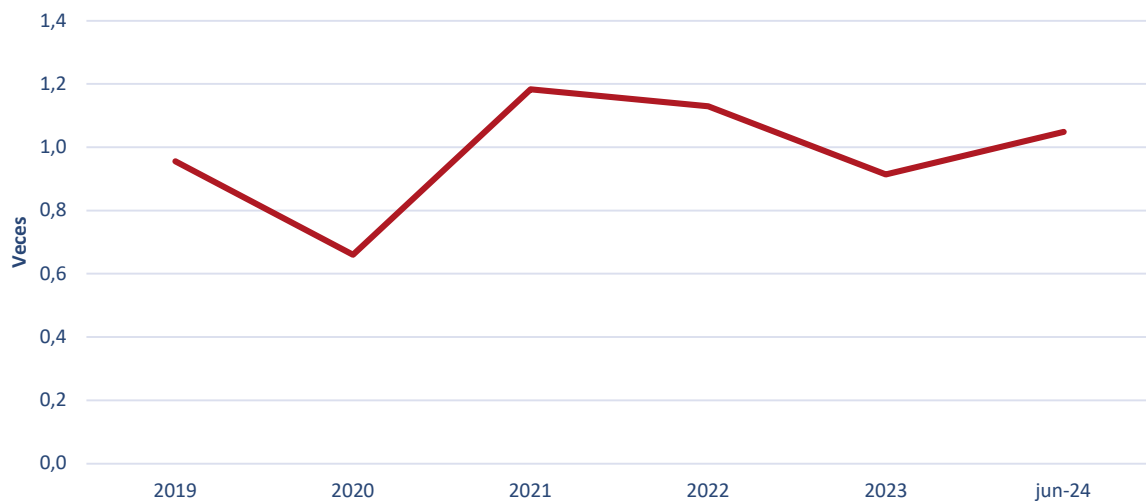


Ilustración 11: Liquidez

Evolución de la rentabilidad⁷

La rentabilidad de la compañía ha presentado un comportamiento irregular durante los periodos analizados con incrementos en 2020 que responde a un plan de contención de costos operacionales y gastos de administración (rentabilidades sobre activo, patrimonio, y operacional de -0,8%, -2,0% y 6,6%, respectivamente). No obstante, los *ratios* se mantuvieron en valores negativos hasta 2022, con repuntes hasta alcanzar valores positivos en 2023 y en los últimos doce meses terminados en junio de 2024 debido a incrementos relevantes en el EBITDA por mejoras en los ingresos (explicado anteriormente) con costos estables y menores gastos de administración. De este modo, las rentabilidades sobre activo, patrimonio, y operacional fueron de 7,2%, 27,3% y 38,8%.

⁷ 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

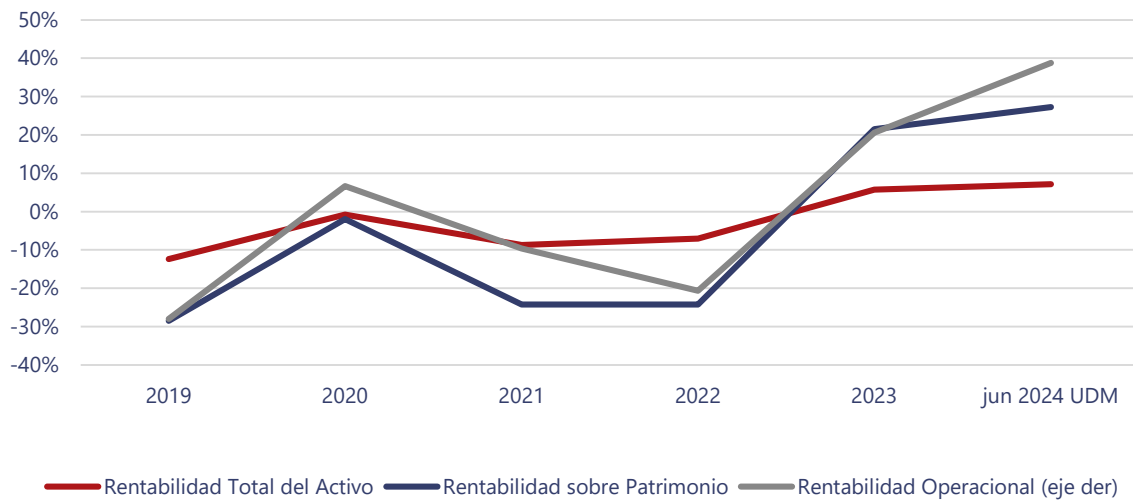


Ilustración 12: Rentabilidades

Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a junio 2024
Razón de deuda financiera neta sobre patrimonio	Inferior o igual a 2,2 veces	1,47 veces
Razón de deuda financiera neta sobre ingresos	Inferior o igual a 1,1 veces	0,568 veces
Endeudamiento máximo	Inferior o igual a 500.000 UF	374.999 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	0,335 veces

Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Liquidez (veces)	1,31	1,66	1,47	1,39	1,70	1,81
Razón Circulante (Veces)	0,96	0,66	1,18	1,13	0,91	1,05
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,94	0,66	1,18	1,13	0,91	1,05
Razón Ácida (veces)	0,94	0,66	1,17	1,04	0,86	1,00

Rotación de Inventarios (veces)	113,04	108,91	120,24	35,01	24,95	22,58
Promedio Días de Inventarios (días)	3,23	3,35	3,04	10,43	14,63	16,17
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	11,05	3,83	3,54	10,14	8,28	4,98
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	33,03	95,34	102,98	35,99	44,09	73,31
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,31	2,82	2,66	2,80	3,26	3,95
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	84,67	129,39	137,10	130,56	112,02	92,31
Diferencia de Días (días)	51,64	34,05	34,13	94,57	67,94	19,00
Ciclo Económico (días)	48,42	30,70	31,09	84,14	53,31	2,84

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Endeudamiento (veces)	0,60	0,62	0,67	0,75	0,72	0,72
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,51	1,60	2,04	3,05	2,55	2,54
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,56	2,19	0,58	0,41	0,53	0,64
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	21,15	2,22	4,79	18,13	3,16	2,16
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,05	0,45	0,21	0,06	0,32	0,46
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	45,77%	44,61%	45,89%	72,49%	71,07%	64,47%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	-6,86	0,03	-3,40	1,76	0,44	3,09

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Margen Bruto (%)	5,87%	23,64%	17,41%	13,62%	28,35%	34,77%
Margen Neto (%)	-24,77%	-1,57%	-17,66%	-12,59%	8,36%	9,33%
Rotación del Activo (%)	54,43%	49,12%	53,43%	57,92%	67,04%	74,27%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-12,35%	-0,77%	-8,70%	-7,03%	5,70%	7,17%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-12,35%	-0,77%	-8,70%	-7,03%	5,70%	7,17%
Inversión de Capital (%)	25,60%	25,90%	29,89%	33,92%	24,96%	23,03%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-57,49	-3,42	11,76	20,46	-31,39	54,62
Rentabilidad Operacional (%)	-27,96%	6,60%	-9,63%	-20,66%	20,60%	38,79%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-28,51%	-1,96%	-24,27%	-24,29%	21,51%	27,33%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	76,43%	60,24%	67,83%	71,69%	58,92%	55,38%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	94,13%	76,36%	82,59%	86,38%	71,65%	65,23%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	24,98%	19,00%	24,92%	27,01%	18,89%	17,38%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-22,37%	1,91%	-10,44%	-26,26%	23,57%	51,00%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,39%	25,20%	12,03%	5,20%	24,08%	28,88%

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023	jun-24
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,90%	0,32%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,12%	1,07%	1,08%	0,91%	0,00%	0,00%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	207,14%	211,35%	270,41%	341,21%	275,80%	256,74%

"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."