

Azul Azul S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Laura Ponce

Patricio Del Basto

Aldo Reyes

laura.ponce@humphreys.cl

patricio.delbasto@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Octubre 2025

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría

Bonos y línea de bonos **A+²**
 Tendencia **Estable³**

EEFF base 30 de junio de 2025

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 \$	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Ingresos de actividades ordinarias	13.225.693	12.884.811	14.515.925	18.684.003	24.057.808	19.422.115
Costos de ventas	-10.109.460	-10.633.999	-12.509.716	-13.380.725	-18.046.118	-15.100.001
Ganancia bruta	3.116.233	2.250.812	2.006.209	5.303.278	6.011.690	4.322.114
Gastos de administración	-2.513.695	-3.220.307	-3.922.954	-3.537.838	-4.214.509	-2.859.301
Resultado operacional	602.538	-969.495	-1.916.745	1.765.440	1.797.181	1.462.813
Costos financieros	-517.782	-587.883	1.507.393	-854.683	-833.835	-400.366
Ganancia (pérdida)	-212.927	-2.284.095	-1.696.132	1.536.375	1.244.260	891.629
EBITDA	3.324.957	1.554.677	770.852	4.493.714	4.444.374	6.301.177

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M \$	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Activos corrientes	7.606.451	7.285.060	6.456.219	6.429.375	8.306.873	13.025.343
Activos no corrientes	19.625.643	17.581.688	19.759.019	21.985.049	22.670.677	19.620.751
Total activos	27.232.094	24.866.748	26.215.238	28.414.424	30.977.550	32.646.094
Pasivos corrientes	11.516.482	6.155.161	5.713.964	7.036.130	9.092.793	10.636.218
Pasivos no corrientes	5.257.040	10.537.110	14.022.929	13.363.574	12.625.777	11.859.267
Total pasivos	16.773.522	16.692.271	19.736.893	20.399.704	21.718.570	22.495.485
Patrimonio total	10.458.572	8.174.477	6.478.345	8.014.720	9.258.980	10.150.609
Total pasivos y patrimonio	27.232.094	24.866.748	26.215.238	28.414.424	30.977.550	32.646.094
Deuda Financiera	7.482.107	7.660.088	14.307.914	14.497.179	13.716.241	13.293.265

¹ Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29-02-2024).

² Clasificación anterior: Categoría A.

³ Tendencia anterior: Favorable.

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 entretenimiento 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.

Durante 2024, **Azul Azul** generó ingresos por aproximadamente \$ 24.058 millones, con un EBITDA igual a \$ 4.444 millones. A dicha fecha, sus obligaciones financieras fueron de \$ 13.716 millones. Durante el primer semestre de 2025, la sociedad tuvo ingresos por aproximadamente \$ 19.422 millones, con un EBITDA de \$ 6.301 millones y obligaciones financieras de \$ 13.293 millones.

El cambio de la clasificación de los bonos de **Azul Azul**, desde “*Categoría A*” a “*Categoría A+*”, responde a la evolución positiva de los resultados operacionales que la entidad ha exhibido desde 2023 a la fecha, logrando revertir las pérdidas de periodos anteriores y reducir significativamente los niveles de endeudamiento relativo. En los hechos, el indicador de deuda financiera sobre EBITDA de la compañía alcanzaba las 18,1 veces en 2022 y a junio de 2025 alcanza las 1,6 veces. Por su parte, la deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo pasó de niveles sobre 9,0 veces entre 2021 y 2023 a 3,0 veces en junio de 2025.

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.

En términos contingentes, cabe señalar que, en relación con lo anterior, la sentencia del juicio entre TNT Sports y la ANFP, por un monto aproximado de \$ 34.000 millones, podría implicar que una de las formas de pago de la deuda sea la reducción de los flujos que perciben los clubes por derechos televisivos, afectando principalmente a los tres grandes clubes, entre ellos Universidad de Chile. Esta situación impactaría de manera negativa este segmento de ingresos; no obstante, la posibilidad de disputar nuevos partidos y el sólido desempeño operativo de la compañía permitirían cumplir con los compromisos financieros, aun si se redujera la magnitud de los flujos percibidos.

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 lo anterior y considerando tanto la trayectoria como 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. 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 televisión 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 revertido 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, entre los factores desfavorables se incluye la posibilidad de un término anticipado de la concesión, situación que podría suceder en caso de quiebra de la sociedad concesionaria, la cual, aunque actualmente cuenta con una administración y propiedad distintas, no ha mostrado resultados satisfactorios en el pasado.

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 pases y remuneraciones a jugadores.

La tendencia se califica como *"Estable"*, debido a la alta probabilidad de que la evaluación no experimente variaciones en el futuro cercano. No obstante, se considera relevante mantener un monitoreo respecto al mecanismo mediante el cual la ANFP deberá pagar a TNT Sports por los partidos no disputados durante la pandemia, considerando que el fallo del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Santiago ya estableció que la ANFP deberá abonar cerca de US\$ 36 millones. Al respecto, de acuerdo a declaraciones de la administración, se estaría acordando un pago en cuotas por un plazo de ocho años, lo cual según estimaciones de **Humphreys** debiese representar menos del 3% del EBITDA anual. No obstante, cualquier resolución que implique un mayor desembolso de flujos podría dar lugar a una revisión de su clasificación de riesgo.

Garantías del Instrumento

El bono emitido dispone como garantía en favor de los tenedores de bonos, con una prenda sobre los ingresos que el club percibe por derechos de transmisión televisa, 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:

- Los flujos son entregados por TNT Sport, filial de Warner Bros. entidad con adecuada clasificación de riesgo.
- El contrato entre TNT Sport y la ANFP tiene vigencia hasta el año 2033 y el bono hasta 2032.
- 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.
- 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).
- 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 2025

En términos nominales, durante el primer semestre de 2025 los ingresos alcanzaron los \$ 19.422 millones, lo que representa un alza de 78,9% con respecto al período anterior, debido principalmente a incrementos en los ingresos por borderó, por la venta de derechos de un jugador y publicidad. Por su parte, los costos alcanzaron los \$ 15.100 millones lo que representa un alza de 95,5%, 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 28,9% en junio de 2024 a 22,3% en junio 2025.

Los gastos de administración aumentaron en un 47,1% con alzas en servicios básicos, mantenciones, remuneraciones administración y otros gastos.

A partir de lo anterior el resultado operacional se compara favorablemente con el del periodo anterior, alcanzando los \$ 1.463 millones, mientras que el EBITDA tuvo un incremento de 1,7 veces en relación con el ejercicio anterior alcanzando los \$ 6.301 millones. Por su parte la utilidad del ejercicio fue de \$ 892 millones.

A la fecha, la sociedad contaba con \$ 32.646 millones en activos, financiados con \$ 22.496 millones de pasivos y \$ 10.151 millones de patrimonio. La deuda financiera alcanzó los \$ 13.293 millones.

Resultados diciembre 2024

En términos nominales, durante 2024 los ingresos alcanzaron los \$ 24.058 millones, lo que representa un alza de 28,7%, debido principalmente a incrementos en los ingresos por borderó, incremento en ventas de publicidad, derechos televisivos e ingresos varios, compensado en parte por disminuciones en las ventas de jugadores y la no participación en torneos internacionales. Por su parte, los costos alcanzaron los \$ 18.046 millones lo que representa un alza de 34,9%, debido a un aumento general en los costos, especialmente de costos por organización de partidos y otros gastos de operación. En consecuencia, el margen bruto pasó de 28,4% en 2023 a 25,0% en 2024.

Los gastos de administración aumentaron en 19,1% con aumentos en remuneraciones y otros gastos.

A partir de lo anterior el EBITDA alcanza los \$ 4.444 millones un 1,1% menor a lo alcanzado en 2023. Por su parte, la compañía registró una utilidad de \$ 1.244 millones.

A la fecha, la sociedad contaba con \$ 30.978 millones en activos, financiados con \$ 21.719 millones de pasivos y \$ 9.259 millones de patrimonio. La deuda financiera alcanzó los \$ 13.716 millones.

Hechos relevantes

Cambio contable

A los estados financieros al 30 de junio de 2025 se les aplicó un *test* de deterioro, que derivó en un cargo extraordinario de aproximadamente \$ 2.670 millones. El ajuste consideró principalmente la edad de los

jugadores y su participación efectiva en cancha, variables que determinan su valor económico, y permitió sincerar el valor contable del plantel en línea con su vida útil real.

Multas

Las sanciones impuestas corresponden a incidentes ocurridos durante el partido entre Independiente y Universidad de Chile en Argentina, donde se registraron altercados que motivaron la intervención de Conmebol. Actualmente, las medidas se encuentran en primera instancia. Estas sanciones incluyen una multa aproximada de US\$ 250.000, y una sanción deportiva consistente en la prohibición de disputar siete partidos de local con público en competencias Conmebol (Copa Libertadores o Sudamericana), de los cuales ya se cumplió uno frente a Alianza Lima y el segundo se cumpliría frente a Lanús.

De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el mayor impacto económico se relaciona con los partidos no disputados, los cuales representan una pérdida aproximada de ingresos de US\$ 1 millón por encuentro. En caso de que se suspendan hasta tres partidos durante 2026, el reciente aumento en el contrato con Adidas permitiría cubrir gran parte del monto involucrado. Cabe mencionar que, si las sanciones implicaran la suspensión de cuatro o más partidos, estas podrían ser apeladas ante el Tribunal de Arbitraje Deportivo (TAS), lo que abre la posibilidad de revisar o reducir el veredicto final. En este contexto, los dos primeros partidos involucrados corresponden a los encuentros frente a Alianza Lima y Lanús, siendo este último el que completaría la segunda suspensión.

En cuanto a lo anterior, favorece el hecho que la entidad ha logrado incrementar su base de ingresos tanto por concepto de borderó como por participación en torneos internacionales, lo que otorga mayor flexibilidad financiera para enfrentar eventuales sanciones.

Juicio TNT Sports y ANFP

En 2024, la Corte de Apelaciones de Santiago ratificó una sentencia arbitral que obliga a la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP) a indemnizar a WarnerMedia (TNT Sports) con aproximadamente US\$ 36 millones. Esta decisión se originó por la interrupción de los torneos de Primera División en 2019 y 2020 debido al estallido social y la pandemia, lo que impidió la transmisión de 25 partidos pactados en el contrato de derechos de televisión.

La ANFP había interpuesto recursos legales alegando incumplimientos por parte de WarnerMedia, incluyendo la no transmisión de partidos y el no pago de cuotas por derechos de transmisión. Sin embargo, la Corte desestimó estos argumentos y confirmó la obligación de pago.

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.

El signo “+” corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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 la encuesta “Radiografía del Fútbol chileno” realizada por la empresa de estudio de mercado Cadem⁴, 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 20 títulos de primera división de Chile, dos títulos nacionales femeninos, una copa Sudamericana, dos Super Copas, seis 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 televisión (monto cercano a los \$ 4.460 millones los últimos 5 años e ingresos por publicidad (monto cercano a los \$ 6.447 millones en los últimos cinco años). 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. Cabe destacar que, la importancia relativa de este segmento se redujo durante el último año, principalmente debido al incremento en los ingresos por borderó, asociados al mejor desempeño deportivo del club. No obstante, es relevante señalar que el nivel de ingresos absolutos se ha mantenido sólido y evidencia una tendencia al alza.

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 2052. 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

⁴ Cifra extraída de la encuesta realizada por Cadem con fecha enero de 2024.

mentonar 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 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 logrando aforos completos. Cabe destacar que esta tendencia continúa al alza. Al cierre del primer semestre de 2025, los ingresos por borderó registran un incremento de 57,6% en comparación con el mismo período de 2024. **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. No obstante, en 2024 **Azul Azul** logró el primer lugar en la tabla de posiciones en el Campeonato Nacional de Primera División y a la fecha está participando en el Campeonato Nacional de Primera División 2025, Copa Chile 2025, Copa Sudamericana 2025 y Supercopa de Chile 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 2024 los activos en dólares alcanzaron los \$ 567 millones, mientras que los pasivos en dólares los \$ 1.328 millones; y la diferencia entre ambas partidas representó cerca de un 8,2% del patrimonio.

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 2025, el segmento publicidad representó el 35,2% del total de ingresos, en tanto que el segmento recaudación por borderó representó un 58,6%. 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.

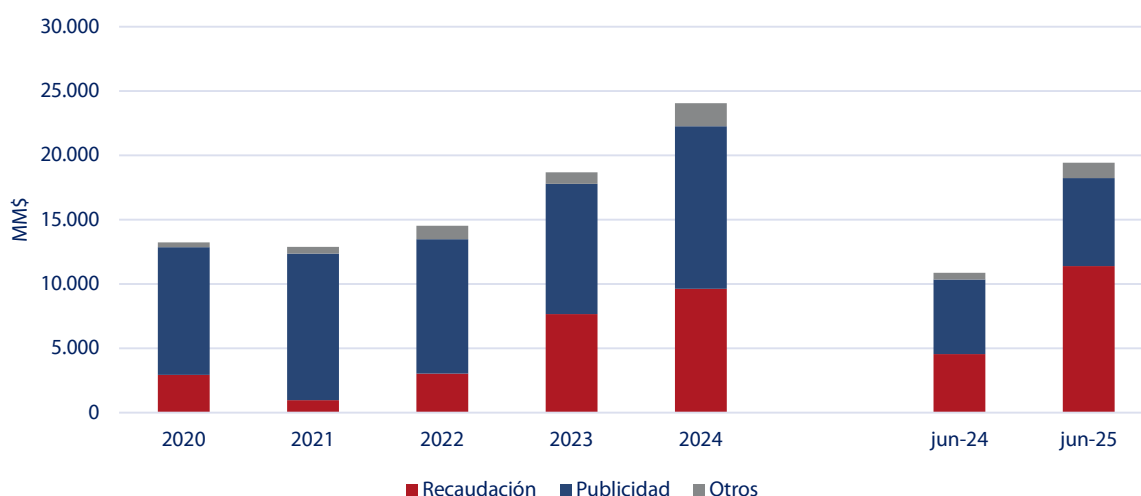


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento

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*.

En este segmento, las ventas por publicidad (propaganda) ocupan el primer lugar, representando un 31,6% de los ingresos totales en 2024 y un 22,4% a junio de 2025. Por su parte, los derechos televisivos representaron un 21,0% de los ingresos totales a diciembre de 2024 y un 14,1% a junio de 2025.

Si bien la composición relativa de los ingresos varió, en la Ilustración 2 se observa un incremento del segmento entre 2023 y 2024, alcanzando ingresos por \$ 12.650 millones, lo que significó un crecimiento de 24,8% respecto de 2023, impulsado principalmente por la mayor exposición derivada del mejor rendimiento deportivo del equipo. Asimismo, entre junio de 2024 y junio de 2025 se evidencia un aumento de 17,9% en los ingresos, explicado por una mayor venta de espacios publicitarios.

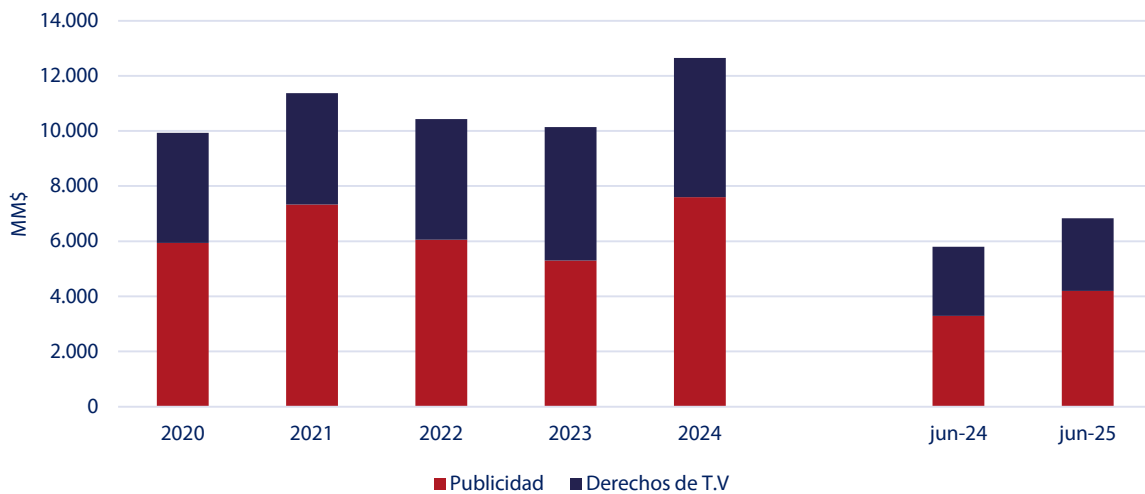


Ilustración 2: Distribución de los ingresos segmento publicidad

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 2020 y junio 2025, representó en promedio el 32,0% 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. En 2023, tuvo relevancia la venta de pases de jugadores, debido al traspaso de un jugador a un equipo de Dinamarca.

A diciembre de 2024, los ingresos por borderó ascendieron a \$ 9.575 millones, en comparación con los \$ 2.806 millones registrados a diciembre de 2023. Este incremento se explica por la alta convocatoria del Club Universidad de Chile, que lideró la asistencia a estadios durante el período, alcanzando aforos completos en el Estadio Nacional, lo que impulsó significativamente la venta de entradas.

Considerando los ingresos totales por recaudación, que incluyen borderó, venta de abonos y participación en torneos internacionales, se observa un crecimiento de 25,8% respecto de 2023, a pesar de que durante 2024 no se concretaron ventas extraordinarias ni se participó en competencias internacionales.

Durante el primer semestre de 2025, los ingresos por recaudación alcanzaron los \$ 11.385 millones, cifra significativamente superior a los \$ 4.540 millones registrados a junio de 2024. Este aumento se explica principalmente por la mayor cantidad de encuentros disputados y por la utilización de recintos con mayores aforos, destacando la realización de partidos en el Estadio Nacional.

Adicionalmente, la participación en torneos internacionales, en particular en la Copa Libertadores, generó ingresos por \$ 3.775 millones, concepto que no estuvo presente en 2024. A ello se suma la venta de los derechos del jugador Marcelo Morales, junto con el reconocimiento de ingresos asociados a cuotas pendientes de la transferencia de Darío Osorio, lo que en conjunto fortaleció la línea de ingresos por transferencias de jugadores.

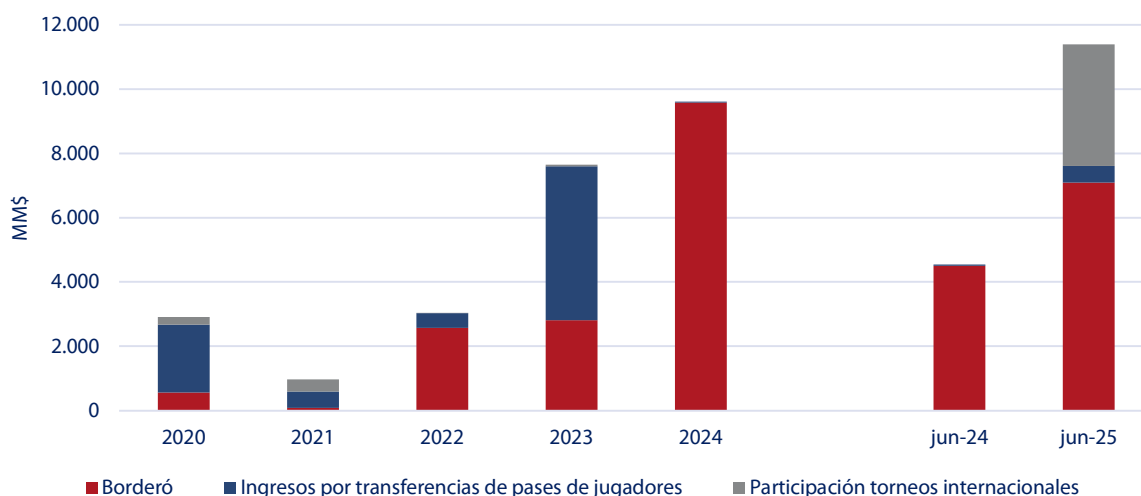


Ilustración 3: Distribución de los ingresos segmento recaudación

Otros ingresos

En este segmento se agrupan los ingresos que no se vinculan directamente con los segmentos previamente descritos. Entre 2019 y junio de 2025, estos ingresos representaron en promedio un 5,5% del total, alcanzando en 2024 un valor de \$ 1.795 millones, impulsados por una mayor actividad comercial, el incremento de ventas indirectas (por ejemplo, ingresos asociados a medios de pago con tarjeta) y el aumento en la asistencia y exposición, favorecidos por el retorno del público al Estadio Nacional, lo que generó ingresos adicionales por servicios complementarios. A junio de 2025, los estos ingresos siguen una tendencia al alza y se incorporan los ingresos por venta de productos oficiales del club.

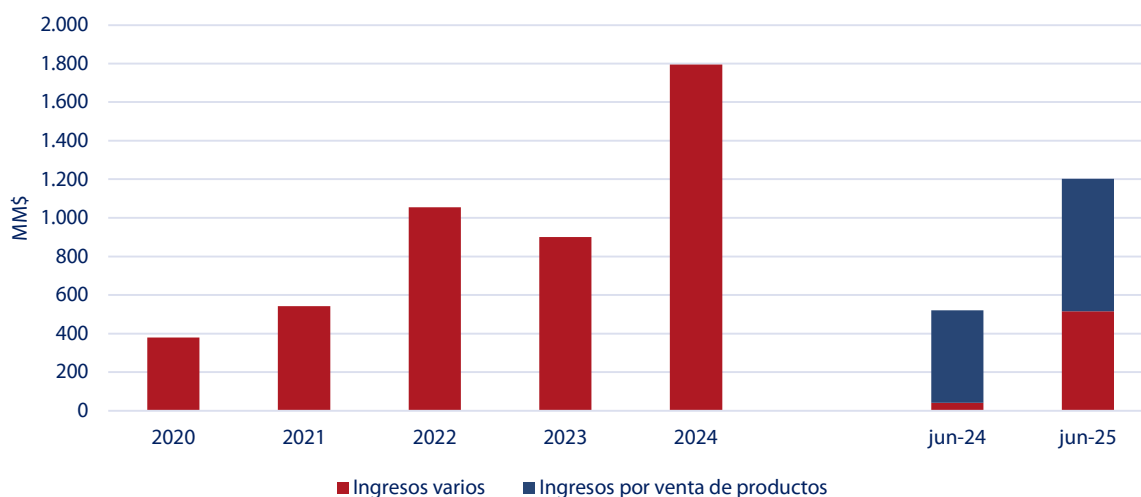


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento otros ingresos

Análisis financiero⁵

Evolución ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos de ingresos reales, **Azul Azul** ha mostrado un crecimiento sostenido desde 2023 en adelante, pasando de \$ 20.273 millones a \$ 24.976 millones. Este incremento se explica principalmente por mayores ingresos provenientes de Borderó, publicidad y derechos de televisión, impulsados por aforos completos en el Estadio Nacional durante 2024. A junio de 2025, anualizado, los ingresos alcanzaron \$ 33.053 millones, reflejando principalmente la participación en torneos internacionales, la venta de derechos de jugadores, publicidad y una mayor recaudación por Borderó.

Estos aumentos responden, en gran medida, a la estrategia implementada por la compañía de conformar un plantel más competitivo para enfrentar tanto torneos nacionales como internacionales, lo que derivó en un mayor número de partidos disputados.

Respecto del EBITDA, con la caída de ingresos y el alza en los gastos de administración (remuneraciones y otros gastos) se percibió una contracción en 2021 que se profundizó en 2022 con incrementos en los costos (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. De esta manera, se registró un aumento de 23,2% en 2024. En los últimos doce meses terminados en junio de 2025, el EBITDA de la compañía alcanzó \$ 8.444 millones, explicado principalmente por el crecimiento en los ingresos.

En consecuencia, el margen EBITDA de la compañía alcanzó 25,5% a junio de 2025, lo que representa un aumento en comparación con el 18,5% registrado a diciembre 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. Por consiguiente, el flujo pasó de \$954 millones en 2023 a \$5.220 millones en 2024, impulsado principalmente por mayores recaudaciones asociadas a ingresos por partido, venta de espacios publicitarios y recuperación de cuentas por cobrar por derechos de jugadores.

En el primer semestre de 2025, el flujo de actividades de operación alcanzó \$5.892 millones, explicado por un incremento en los ingresos provenientes de espectáculos deportivos, publicidad y derechos de televisión, así como por la venta de derechos de jugadores y una mejor gestión de costos, compensado en parte por mayores pagos a proveedores y empleados.

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

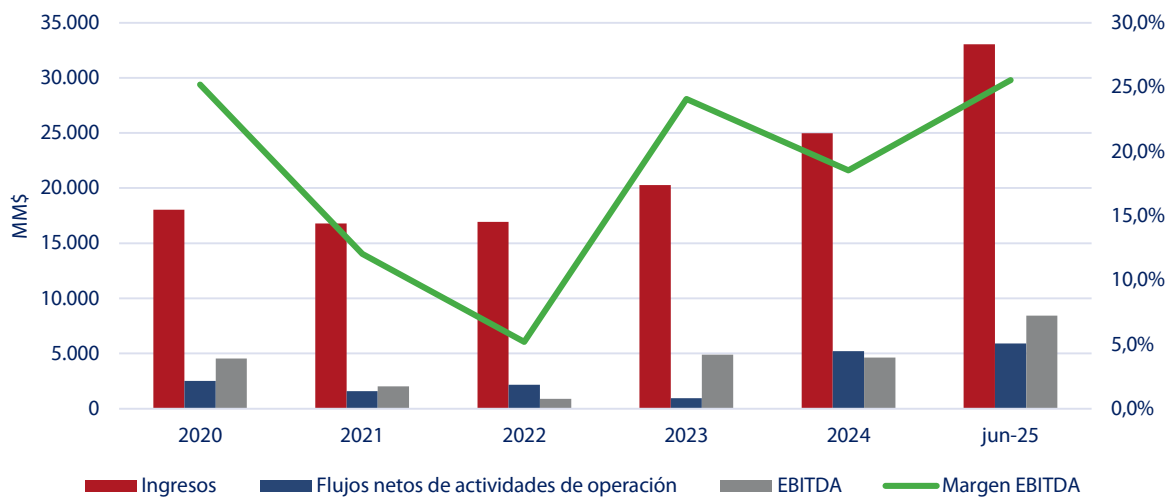


Ilustración 5: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA

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).

Desde entonces, el indicador ha mostrado una tendencia a la baja, alcanzando 2,2 veces a junio de 2025, explicado por la recuperación del patrimonio a partir de resultados positivos para la sociedad, impulsados por un incremento en las ventas y una reducción en los gastos de administración.

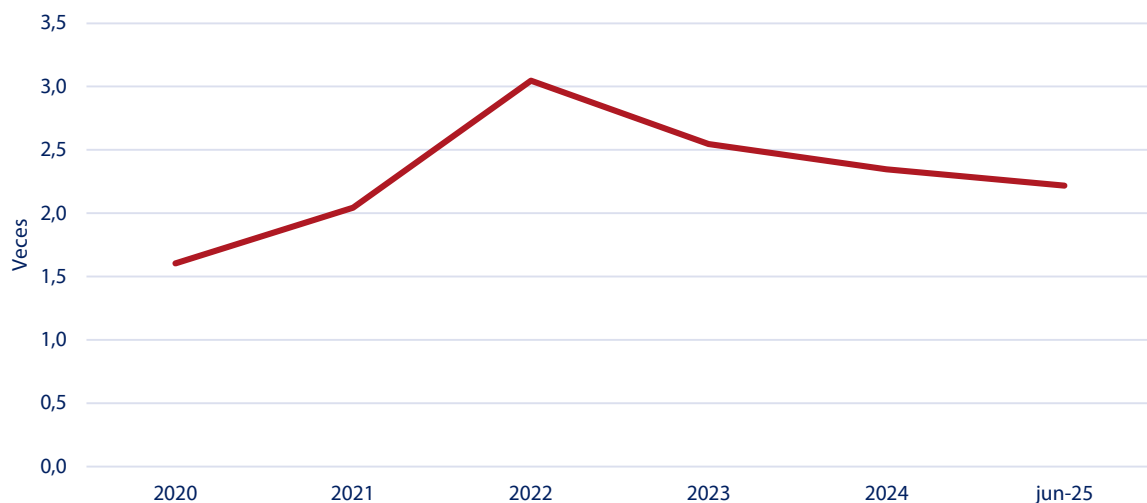


Ilustración 6: Pasivo total sobre patrimonio

Los ratios de deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP⁶) y deuda financiera sobre EBITDA muestran una tendencia a la baja, luego de un fuerte incremento en 2022 asociado a la emisión de bonos (explicada anteriormente), y posteriores caídas entre 2023 y junio de 2025, impulsadas por mejores resultados y, en menor medida, por disminuciones en la deuda financiera.

De esta forma, a junio de 2025 el indicador deuda financiera sobre FCLP se situó en 3,5 veces (4,5 veces a diciembre de 2024), mientras que la deuda financiera sobre EBITDA alcanzó 1,6 veces (3,0 veces a diciembre de 2024).

En cuanto a las recientes sanciones recibidas, se considera que el mayor impacto se daría por los partidos no jugados, lo cual podría ser compensado en gran medida por el fortalecimiento del contrato con Adidas. En los hechos se estima que el indicador de endeudamiento relativo de **Humphreys** de deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo, debiese mantenerse en niveles inferiores a 4,5 veces siendo aun compatible con la actual clasificación de riesgo (y considerando además que es un efecto puntual).

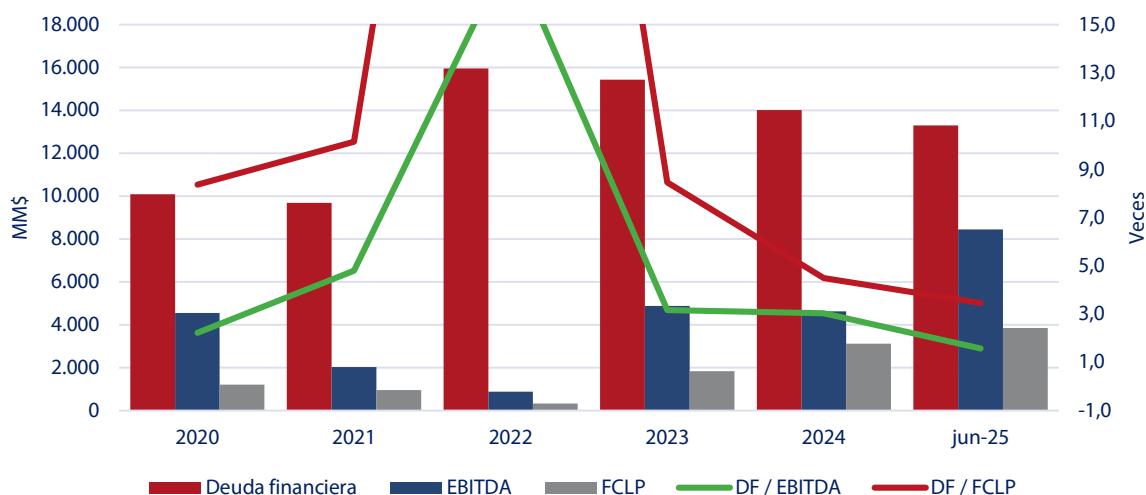


Ilustración 7: Deuda financiera, EBITDA y FCLP

El calendario de vencimiento actual de la firma (considerando los flujos actuales de los últimos doce meses terminados en junio de 2025, sin asumir crecimiento) presenta una elevada holgura de los flujos garantizados de derechos televisivos en relación con las amortizaciones e intereses programados, de modo que estos flujos alcanzan a cubrir 1,4 veces la cuota pactada anual. Sin embargo, al considerar el Flujo de Caja de Largo Plazo de la entidad la holgura se reduce pese a que sigue siendo alta.

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.

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.

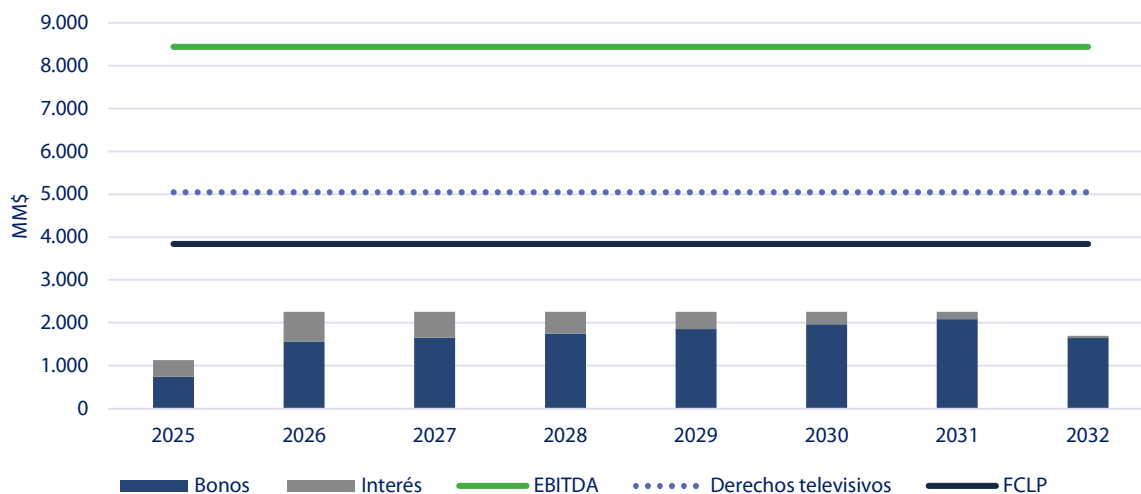


Ilustración 8: Perfil de vencimientos

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), presentó una baja en 2020 debido al traspaso de obligaciones financieras con bancos desde el largo al corto plazo. Posteriormente, esta situación se revirtió, aunque en 2023 y 2024 el indicador volvió a disminuir, alcanzando 0,9 veces en ambos años.

En lo más reciente, a junio de 2025, el ratio mostró una recuperación al situarse en 1,2 veces, impulsado principalmente por un aumento de los activos corrientes. Este incremento se explica por el traspaso de cuentas por la venta de derechos federativos del jugador Darío Osorio, mayores cuentas por cobrar de publicidad y un mayor nivel de efectivo disponible derivado del incremento en los ingresos operacionales.

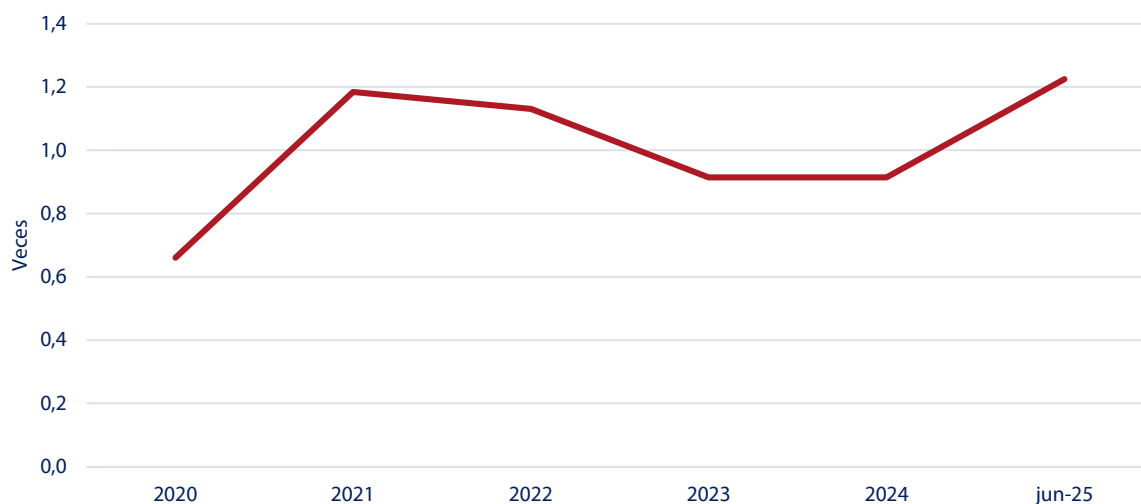


Ilustración 9: Evolución liquidez

Evolución de la rentabilidad⁷

La rentabilidad de la compañía ha mostrado un comportamiento irregular a lo largo de los periodos analizados, con un repunte en 2023 como resultado de un plan de contención de costos operacionales y gastos de administración.

Desde esa fecha, los principales ratios se han mantenido en valores positivos, impulsados por un incremento relevante en el EBITDA, producto de mayores ingresos junto con costos estables y menores gastos de administración. Cabe mencionar que la caída en la rentabilidad operacional en 2025 obedece a un mayor nivel de activos corrientes por alzas en las cuentas por cobrar.

En este contexto, las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional alcanzaron a junio de 2025 4,8%, 16,3% y 15,8%, respectivamente.

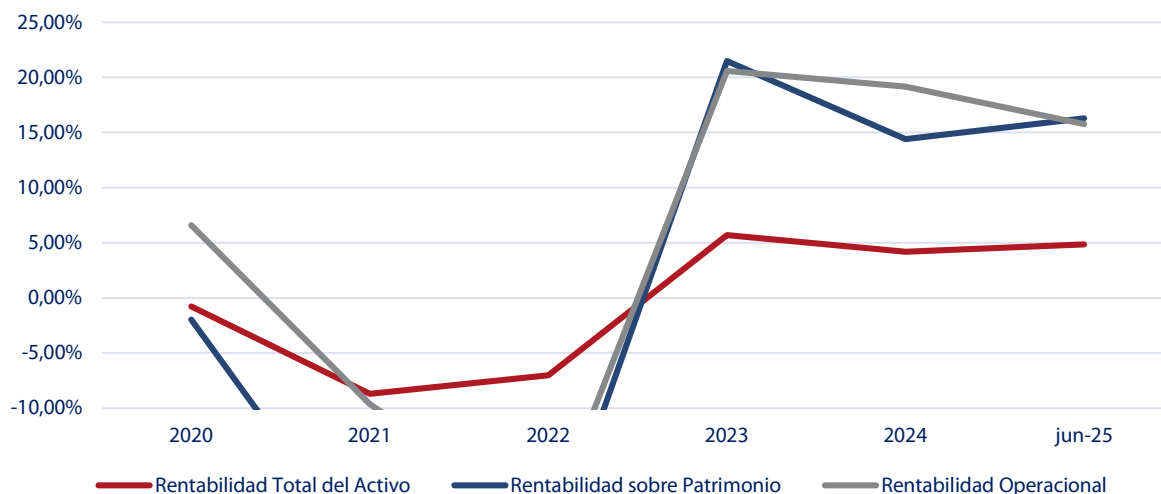


Ilustración 10: Evolución rentabilidades

Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a junio 2025
Razón de deuda financiera neta sobre patrimonio	Inferior o igual a 2,2 veces	1,02 veces.
Razón de deuda financiera neta sobre ingresos	Inferior o igual a 1,1 veces	0,32 veces.
Endeudamiento Máximo	Inferior o igual a 500.000 UF	338.535 UF
Razón de remuneraciones sobre ingresos	Inferior o igual a 0,6	0,33 veces.

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

Ratios Financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Liquidez (veces)	1,66	1,47	1,39	1,70	1,53	1,47
Razón Circulante (Veces)	0,66	1,18	1,13	0,91	0,91	1,22
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,66	1,18	1,13	0,91	0,91	1,22
Razón Ácida (veces)	0,66	1,17	1,04	0,86	0,89	1,19
Rotación de Inventarios (veces)	108,91	120,24	35,01	24,95	58,41	55,34
Promedio Días de Inventarios (días)	3,35	3,04	10,43	14,63	6,25	6,60
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,83	3,54	10,14	8,28	7,74	4,86
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	95,34	102,98	35,99	44,09	47,17	75,14
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,82	2,66	2,80	3,26	3,42	4,25
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	129,39	137,10	130,56	112,02	106,75	85,96
Diferencia de Días (días)	34,05	34,13	94,57	67,94	59,59	10,82
Ciclo Económico (días)	30,70	31,09	84,14	53,31	53,34	4,23

Ratios de endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Endeudamiento (veces)	0,62	0,67	0,75	0,72	0,70	0,69
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,60	2,04	3,05	2,55	2,35	2,22
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	2,19	0,58	0,41	0,53	0,72	0,90
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,22	4,79	18,13	3,16	3,03	2,30
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,45	0,21	0,06	0,32	0,33	0,43
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	44,61%	45,89%	72,49%	71,07%	63,15%	59,09%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,03	-3,40	1,76	0,44	0,41	0,90

Ratios de rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Margen Bruto (%)	23,64%	17,41%	13,62%	28,35%	25,03%	22,08%
Margen Neto (%)	-1,57%	-17,66%	-12,59%	8,36%	5,19%	4,72%
Rotación del Activo (%)	49,12%	53,43%	57,92%	67,04%	78,92%	101,25%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-0,77%	-8,70%	-7,03%	5,70%	4,19%	4,84%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-0,77%	-8,70%	-7,03%	5,70%	4,19%	4,84%
Inversión de Capital (%)	25,90%	29,89%	33,92%	24,96%	22,62%	20,09%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-3,42	11,76	20,46	-31,39	-31,11	13,83
Rentabilidad Operacional (%)	6,60%	-9,63%	-20,66%	20,60%	19,15%	15,78%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-1,96%	-24,27%	-24,29%	21,51%	14,41%	16,30%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	60,24%	67,83%	71,69%	58,92%	65,53%	67,91%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	76,36%	82,59%	86,38%	71,65%	74,97%	77,92%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	19,00%	24,92%	27,01%	18,89%	17,52%	15,75%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	1,91%	-10,44%	-26,26%	23,57%	20,88%	21,83%

E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	25,20%	12,03%	5,20%	24,08%	18,52%	17,47%
-----------------------------	--------	--------	-------	--------	--------	--------

Otros indicadores	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,32%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,07%	1,08%	0,91%	0,00%	0,83%	0,80%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	211,35%	270,41%	341,21%	275,80%	238,74%	217,77%

“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.”