Azul Azul S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:
Laura Ponce
Patricio Del Basto
Paula Acuña
laura.ponce@humphreys.cl
patricio.delbasto@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl

FECHA
Octubre 2026

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile
Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl
Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Categoría de riesgo[1]	
Tipo de instrumento	**Categoría**
Bonos y línea de bonos	**A+**
Tendencia	**En Observación[2]**
EEFF base	30 de junio de 2026

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

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M$ de cada año	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**jun-26**
Ingresos de actividades ordinarias	12.884.811	14.515.925	18.684.003	24.057.808	35.541.164	13.894.783
Costos de ventas	-10.633.999	-12.509.716	-13.380.725	-18.046.118	-27.218.078	-10.945.374
Ganancia bruta	**2.250.812**	**2.006.209**	**5.303.278**	**6.011.690**	**8.323.086**	**2.949.409**
Gastos de administración	-3.220.307	-3.922.954	-3.537.838	-4.214.509	-6.680.517	-2.737.088
Resultado operacional	**-969.495**	**-1.916.745**	**1.765.440**	**1.797.181**	**1.642.569**	**212.321**
Costos financieros	-587.883	1.507.393	-854.683	-833.835	-784.550	-368.740
Ganancia (pérdida)	-2.284.095	-1.696.132	1.536.375	1.244.260	590.681	-363.688
EBITDA	**1.554.677**	**770.852**	**4.493.714**	**4.444.374**	**7.908.132**	**1.743.087**

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M$ de cada año	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**jun-26**
Activos corrientes	7.285.060	6.456.219	6.429.375	8.306.873	9.111.128	9.569.175
Activos no corrientes	17.581.688	19.759.019	21.985.049	22.670.677	18.879.884	20.501.150
Total activos	**24.866.748**	**26.215.238**	**28.414.424**	**30.977.550**	**27.991.012**	**30.070.325**
Pasivos corrientes	6.155.161	5.713.964	7.036.130	9.092.793	7.037.627	9.392.419
Pasivos no corrientes	10.537.110	14.022.929	13.363.574	12.625.777	11.103.724	11.191.933
Total pasivos	**16.692.271**	**19.736.893**	**20.399.704**	**21.718.570**	**18.141.351**	**20.584.352**
Patrimonio total	8.174.477	6.478.345	8.014.720	9.258.980	9.849.661	9.485.973
Total pasivos y patrimonio	**24.866.748**	**26.215.238**	**28.414.424**	**30.977.550**	**27.991.012**	**30.070.325**
Deuda financiera	7.660.088	14.307.914	14.497.179	13.716.241	12.693.413	12.242.298

[1] Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (21-10-2026).
[2] Tendencia anterior: Estable.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Azul Azul S.A. (**Azul Azul**) es una sociedad anónima abierta constituida en 2007, cuyo objeto es organizar, producir, comercializar y participar en actividades profesionales de entretención y esparcimiento de carácter deportivo y recreacional, así como en actividades formativas con contenido deportivo. La compañía administra, en calidad de concesionaria, los bienes, derechos y activos de la Corporación de Fútbol Profesional de la Universidad de Chile, club fundado en 1927 al alero de la Casa de Estudios de la Universidad de Chile, en virtud de un contrato de concesión que se extiende hasta 2052. El uso del nombre y de los símbolos distintivos del club se rige, adicionalmente, por un convenio de autorización suscrito en 2008 con la Universidad de Chile.

Durante 2025, **Azul Azul** generó ingresos por $ 35.541 millones y un EBITDA de $ 7.908 millones, en tanto que su deuda financiera ascendía a $ 12.693 millones al cierre del ejercicio. En el primer semestre de 2026, en un escenario sin participación en fases de grupos de torneos internacionales, la sociedad registró ingresos por $ 13.895 millones y un EBITDA de $ 1.743 millones, con una deuda financiera de $ 12.242 millones, correspondiente en su totalidad al bono serie A (BULLA-A).

El cambio de tendencia, desde "*Estable*" a "*En Observación*", responde a la solicitud de revocación del actual directorio presentada por la representante de Sartor AFIP, accionista mayoritario de la sociedad, y al consecuente proceso de elección de una nueva mesa directiva. ***Humphreys*** considera necesario monitorear la evolución de este proceso y evaluar sus eventuales implicancias sobre la administración y conducción futura de **Azul Azul**.

La clasificación de los bonos de **Azul Azul** en *"Categoría A+"* se fundamenta principalmente en la estructura de financiamiento del bono, que destina preferentemente los ingresos por derechos televisivos al servicio de la deuda y contempla resguardos que permiten acotar, dentro de rangos razonables, el riesgo de los títulos respecto del riesgo corporativo global del emisor, y en el buen posicionamiento del club, uno de los dos equipos de mayor adhesión y convocatoria del país, atributo que sustenta la capacidad de la entidad para generar ingresos comerciales y por venta de entradas.

Dentro de las características del bono, tal como se explica en el acápite "Garantías del Instrumento", destaca la prenda sobre los flujos por derechos de transmisión televisiva que percibe el club 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 que la sociedad registre utilidades negativas, medidas en doce meses, en dos estados financieros consecutivos. Adicionalmente, el contrato de emisión establece *covenants* que acotan el endeudamiento y el gasto en remuneraciones como proporción de los ingresos, partida que constituye el principal desembolso de la operación, lo que incentiva mantener una operación con flujos anuales positivos. Para efectos 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 los deportistas con mayores habilidades, es un hecho consolidado, por lo que 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, como tampoco su capacidad de generar negocios.

Dado lo anterior, y considerando tanto la trayectoria como la adhesión del Club Universidad de Chile, se estima muy poco probable que la entidad deportiva interrumpa su participación en el fútbol profesional local, por lo que los flujos provenientes de los derechos televisivos presentan un adecuado nivel de seguridad. El pago de estos derechos corresponde a TNT Sports, operador de las transmisiones del fútbol profesional chileno, cuyo contrato de explotación de dichos derechos constituye un activo relevante dentro de su negocio. Adicionalmente, la entidad ha exhibido un cumplimiento regular de sus obligaciones de pago, incluso durante períodos de disrupción operacional como la suspensión de los campeonatos en 2019 y 2020.

También, como elemento favorable, se incorpora la generación de ingresos relativamente estables, en particular los derechos de televisión, expresados en UF y comprometidos hasta 2033, y los ingresos por publicidad, respaldados por contratos de mediano plazo, entre los que destaca el reciente nuevo acuerdo con Adidas, vigente entre 2026 y 2030. Esta base de ingresos permitió atenuar, durante el primer semestre de 2026, el menor aporte de la recaudación asociada a partidos jugados.

Asimismo, la evaluación incorpora la gestión desarrollada por la administración, orientada a conformar un equipo competitivo a un costo razonable y a mantener disciplina presupuestaria, la que permitió revertir las pérdidas de periodos anteriores, registrar utilidades entre 2023 y 2025 y prepagar en 2022 la deuda con la Tesorería General de la República, con la consecuente extensión de la concesión. Junto con ello, la venta de derechos de jugadores constituye una fuente complementaria de liquidez, aun cuando su valor se encuentra vinculado al desempeño deportivo del club.

En contraposición, la clasificación se ve restringida por la posibilidad, aunque acotada, de un término anticipado de la concesión, situación que podría ocurrir ante un incumplimiento grave o la quiebra de la sociedad concesionaria y que tendría un efecto severo en su modelo de negocios, y por el giro reducido de la compañía, cuyo contrato de concesión delimita expresamente las actividades que puede desarrollar. Asimismo, se considera la exposición a la pérdida de valor de los derechos sobre jugadores.

Un aspecto limitante es que la entidad no posee un estadio propio, por lo que sus partidos como local se disputan en el Estadio Nacional Julio Martínez Prádanos o en el Estadio Santa Laura. Ambos recintos son arrendados y se utilizan también para otros eventos, lo que en ocasiones obliga al club a jugar en estadios de menor capacidad o en otras regiones, con el consecuente efecto negativo sobre la venta de entradas.

Por otro lado, los resultados deportivos constituyen un factor determinante de los resultados financieros, ya que influyen en la venta de entradas y abonos, en los ingresos por participación en torneos internacionales, en el valor de los jugadores y en el interés de los auspiciadores. Lo anterior quedó de manifiesto en 2026, ejercicio en el que la ausencia de participación en fases de grupos de torneos internacionales redujo significativamente los ingresos respecto de 2025.

Se recoge también, como un elemento ajeno a **Azul Azul**, la posibilidad de que la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP) sea sancionada por la FIFA, lo cual podría influir en los resultados y en la 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 trata de 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 afectado al fútbol chileno, aunque de concretarse produciría un efecto severo en la compañía.

Otro factor considerado en la clasificación es la exposición de la sociedad al tipo de cambio, dado que parte de sus contratos de publicidad, de las compras y arriendos de pases y de las remuneraciones de jugadores se expresan en moneda extranjera, sin que se mantengan coberturas financieras.

En términos contingentes, el pago del laudo arbitral que obligó a la ANFP a indemnizar al Canal del Fútbol (TNT Sports) por los partidos no disputados en 2019 y 2020 fue estructurado mediante un acuerdo ratificado por el Consejo de Presidentes en octubre de 2025, en virtud del cual los clubes asumen el pago en proporción a su participación en los derechos de transmisión, a través de descuentos en las rendiciones mensuales de dichos derechos. De acuerdo con lo informado por la administración, el pago se efectuará en cuotas mensuales hasta diciembre de 2033 y su efecto sobre los flujos del club sería inferior al 1%, por lo que no se esperan impactos relevantes sobre la capacidad de pago de la sociedad.

Garantías del Instrumento

El bono emitido dispone como garantía en favor de los tenedores de bonos de una prenda sobre los ingresos que el club percibe por derechos de transmisión televisiva, según el contrato suscrito entre TNT Sports 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 pagados por el Canal del Fútbol (TNT Sports), perteneciente al grupo Warner Bros. Discovery, operador de escala global que ha cumplido regularmente con sus obligaciones bajo el contrato.
b) El contrato entre TNT Sports y la ANFP tiene vigencia hasta 2033, mientras que el bono vence en septiembre de 2032.
c) Los flujos por concepto de transmisión televisiva que percibe **Azul Azul** son altamente predecibles y superan holgadamente los vencimientos anuales de la deuda.
d) Se asegura la operatividad del cobro mediante un mandato para que la ANFP deposite los fondos en una cuenta de reserva destinada al pago de los bonos, administrada por 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 con un monto adicional equivalente al siguiente cupón de capital e intereses en caso de que **Azul Azul** presente utilidades negativas, medidas en los últimos doce meses, en dos estados financieros consecutivos, lo que permite resguardar el pago oportuno de los bonos ante una eventual repetición de los resultados negativos observados en el pasado y justifica la diferencia entre la categoría de riesgo corporativa y la de los títulos de deuda. A junio de 2026, el resultado de los últimos doce meses fue negativo en $ 665 millones, por lo que, de repetirse esta situación en los estados

financieros a septiembre de 2026, la sociedad deberá efectuar dicha dotación adicional con recursos propios.

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 2026

En términos nominales, durante el primer semestre de 2026 los ingresos de **Azul Azul** alcanzaron $ 13.895 millones, lo que representa una disminución de 28,5% respecto de igual periodo de 2025, explicada principalmente por la menor recaudación por borderó y por la caída de los ingresos asociados a torneos internacionales, dado que el club quedó eliminado en la primera fase de la Copa Sudamericana, cuyo partido de local se disputó sin público por la sanción aplicada por la Conmebol, y que parte de los encuentros del campeonato nacional se jugaron con restricciones de público dispuestas por la autoridad. Lo anterior fue parcialmente compensado por mayores ingresos por publicidad, derechos de televisión y transferencias de jugadores, estas últimas asociadas principalmente a las ventas de Matías Sepúlveda y Emmanuel Ojeda.

Los costos de venta alcanzaron $ 10.945 millones, con una reducción de 27,5%, asociada a la ausencia del deterioro de pases reconocido en igual periodo de 2025, a una menor amortización de pases y a menores costos de organización de partidos y de concentraciones y viajes, en tanto que las remuneraciones disminuyeron 3,7%. En consecuencia, el margen bruto pasó de 22,3% a 21,2%.

Los gastos de administración, por su parte, se redujeron 4,3%, debido principalmente a menores multas asociadas a Conmebol y una reducción en los gastos de publicidad y mantención.

A partir de lo anterior, el EBITDA alcanzó $ 1.743 millones, inferior en 72,3% al registrado en el primer semestre de 2025 ($ 6.302 millones), y el periodo cerró con una pérdida de $ 364 millones, frente a una utilidad de $ 892 millones en igual periodo del año anterior.

A junio de 2026, la sociedad contaba con activos por $ 30.070 millones, financiados con $ 20.584 millones de pasivos y $ 9.486 millones de patrimonio. La deuda financiera alcanzó $ 12.242 millones.

Resultados diciembre 2025

En términos nominales, durante 2025 los ingresos alcanzaron $ 35.541 millones, con un alza de 47,7% respecto de 2024, impulsada por la participación del club en la Copa Libertadores y en la Copa Sudamericana —torneo en el que alcanzó las semifinales—, que generó ingresos por $ 6.314 millones, junto con mayores ingresos por borderó, publicidad, venta de productos y transferencias de jugadores.

Los costos de venta aumentaron 50,8%, hasta $ 27.218 millones, por mayores costos de organización de partidos, remuneraciones y amortización de pases, además del reconocimiento de un deterioro de pases por $ 2.670 millones, resultante de un *test* que consideró la edad de los jugadores y su participación efectiva en cancha. En consecuencia, el margen bruto se redujo desde 25,0% a 23,4%.

Los gastos de administración aumentaron 58,5%, principalmente por el incremento en gastos de publicidad, mayores remuneraciones administrativas y un aumento significativo en multas de Conmebol y otras sanciones, además de mayores gastos de administración asociados a la operación del club.

A partir de lo anterior, el EBITDA alcanzó $ 7.908 millones, con un aumento de 77,9% respecto de 2024, y la compañía registró una utilidad de $ 591 millones.

Al cierre de 2025, la sociedad contaba con activos por $ 27.991 millones, financiados con $ 18.141 millones de pasivos y $ 9.850 millones de patrimonio. La deuda financiera alcanzó $ 12.693 millones.

Hechos relevantes

Cambios en el directorio y en la presidencia

El 23 de abril de 2026, Michael Clark Varela renunció a sus cargos de director y presidente. La junta ordinaria de accionistas celebrada el 28 de abril de 2026 eligió un nuevo directorio, el cual designó a Cecilia Pérez Jara como presidenta y a José Ramón Correa Díaz como vicepresidente, manteniéndose José Ignacio Asenjo Cheyre como gerente general. De acuerdo con lo informado por la administración, el cambio de presidencia no implica modificaciones en los lineamientos estratégicos vigentes, considerando que Cecilia Pérez, quien se desempeñaba como vicepresidenta, asume como continuadora de la gestión anterior, manteniendo el énfasis en el control presupuestario y la disciplina de costos.

Estructura de propiedad y proceso de venta del paquete controlador

El 29 de julio de 2026, la sociedad informó que el liquidador concursal de Asesorías e Inversiones Sartor S.A. acordó con Inversiones Antumalal Limitada la resciliación de la compraventa suscrita el 13 de diciembre de 2024, mediante la cual esta última había adquirido el 90% de las cuotas del Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, propietario del 63,07% de las acciones serie B de **Azul Azul**. En virtud de lo anterior, las partes se retrotrajeron a la situación de propiedad existente antes de dicho contrato,

quedando el 90% de las cuotas del fondo en poder de Asesorías e Inversiones Sartor S.A., sociedad declarada en liquidación concursal, bajo administración de su liquidador. Adicionalmente, sobre las acciones serie B de propiedad del fondo se han decretado embargos en juicios de cobro de obligaciones del fondo.

De acuerdo con información pública, el liquidador, ratificado por la junta de acreedores en septiembre de 2026, se encuentra estructurando, con el apoyo de asesores financieros, un proceso abierto para enajenar en forma conjunta el paquete controlador, con un plazo estimado de seis a ocho meses. Según lo señalado por la administración, mientras se desarrolla dicho proceso no se prevén cambios relevantes en la gestión de la compañía, situación que esta clasificadora monitoreará en los siguientes periodos.

Convenio de uso de nombre y símbolos con la Universidad de Chile

Durante 2026, la Universidad de Chile, titular de la acción serie A de la sociedad, ha cuestionado públicamente el cumplimiento del convenio de autorización de símbolos distintivos suscrito en 2008, que permite a **Azul Azul** utilizar el nombre y los emblemas de dicha casa de estudios a cambio de un *royalty* anual equivalente a 1,05% de los ingresos brutos o a 4% de las utilidades netas, el que resulte mayor. En agosto de 2026, la Universidad señaló haber identificado incumplimientos del convenio y manifestó su intención de revisarlo y de ejercer las acciones que este contempla. Por su parte, la administración ha indicado que la controversia no ha afectado la operación de la concesión, que no anticipa efectos económicos relevantes y que mantiene conversaciones con la Universidad con el objetivo de alcanzar acuerdos.

Sanciones de la Conmebol

Producto de los incidentes ocurridos en el partido entre Independiente y Universidad de Chile, disputado el 20 de agosto de 2025 por la Copa Sudamericana, la Conmebol sancionó al club con multas por un total de US$ 270.000 y con la obligación de disputar a puertas cerradas sus siguientes siete partidos como local en competiciones Conmebol, y sin hinchas propios sus siguientes siete partidos como visitante. En 2026, el partido de local disputado por la primera fase de la Copa Sudamericana se jugó sin público, manteniéndose partidos pendientes de cumplimiento para las próximas participaciones internacionales del club.

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 En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Buen posicionamiento del club deportivo: El Club Universidad de Chile es el segundo equipo de fútbol más importante del país en términos de número de hinchas y de títulos obtenidos. De acuerdo con la encuesta "Radiografía Digital del Fútbol en Chile"[3], Universidad de Chile se posiciona como el segundo club con mayor apoyo a nivel nacional, concentrando un 31% de las preferencias de los encuestados, solo por detrás de Colo-Colo (39%) y por sobre Universidad Católica (7%).

En el ámbito deportivo, el club registra un palmarés compuesto por 18 títulos de Primera División, seis Copas Chile, dos Supercopas, un campeonato de Primera B y una Copa Sudamericana, consolidándose como una de las instituciones más exitosas y reconocidas del fútbol chileno. Asimismo, durante 2025 lideró la asistencia a los estadios del país, con un promedio cercano a 35.800 espectadores por partido como local.

Estructura de financiamiento: La estructura del bono de **Azul Azul** contempla un mecanismo de pago que, dentro de ciertos límites, permite que los títulos de deuda tengan un riesgo inferior a la capacidad de pago corporativa del emisor, tal como se plantea en el acápite "Garantías del Instrumento". Los derechos televisivos de 2025, que alcanzaron $ 5.316 millones, representaron aproximadamente 2,4 veces el servicio anual de la deuda, holgura que se complementa con la cuenta de reserva, con el mecanismo de dotación adicional ante pérdidas y con los límites al endeudamiento y a las remuneraciones establecidos en el contrato de emisión.

Base de ingresos estable: La compañía exhibe una base de ingresos con un componente relevante de estabilidad, constituido por los derechos de televisión, que aumentaron desde $ 4.044 millones en 2021 a $ 5.316 millones en 2025 y se encuentran expresados en UF bajo un contrato vigente hasta 2033, y por los ingresos de publicidad, que alcanzaron $ 8.819 millones en 2025, respaldados por contratos con auspiciadores con plazos de entre uno y tres años y por el nuevo contrato con Adidas, vigente hasta 2030.

Plan de mejora de gestión: Desde 2021, la administración ha implementado un modelo de gestión orientado a separar las funciones del directorio y de la administración, establecer disciplina presupuestaria y conformar planteles competitivos a un costo razonable, con un rol relevante del fútbol formativo. Ello permitió revertir las pérdidas de periodos anteriores y registrar utilidades entre 2023 y 2025, junto con prepagar en 2022 la deuda con la Tesorería General de la República, lo que extendió la concesión hasta 2052. En 2026, frente a la caída de los ingresos, la compañía redujo sus costos de venta y gastos de administración. Si bien la actual administración ha señalado su intención de mantener estos lineamientos, su continuidad deberá evaluarse a la luz de las definiciones que adopte el futuro controlador.

[3] Encuesta"Radiografía Digital del Fútbol en Chile", elaborada por la Fundación Fútbol Club y Insight Chile durante 2025.

Factores de riesgo

Término de concesión: Azul Azul mantiene un contrato de concesión con la Corporación de Fútbol Profesional de la Universidad de Chile cuya vigencia se extiende hasta junio de 2052. Cabe considerar que siempre existe la posibilidad, aunque muy acotada, de un término anticipado de la concesión, lo que produciría un efecto severo en el modelo de negocio de la compañía. Esta situación podría darse ante un incumplimiento grave de la concesionaria o si esta fuese 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 Universidad de Chile, cuyo contrato delimita expresamente lo que puede o no realizar la compañía, lo que restringe la posibilidad de ampliar sus líneas de negocios y diversificar sus fuentes de ingresos durante el plazo de la concesión.

Activos con posibilidad de deterioro: La compañía está expuesta a la pérdida de valor de los derechos sobre sus jugadores, ya sea por bajo rendimiento, lesiones, edad o resultados deportivos desfavorables del club. Este riesgo se materializó en 2025, ejercicio en el que la sociedad reconoció un deterioro de pases por $ 2.670 millones. A junio de 2026, los activos intangibles distintos de la plusvalía, que incluyen los pases de jugadores y los derechos de concesión, ascendían a $ 7.187 millones (23,9% de los activos totales). Se trata de un riesgo transversal a la industria, sobre el cual la compañía tiene un control limitado.

Reducción de flujos por venta de entradas por ausencia de estadio: Azul Azul no cuenta con estadio propio y disputa sus partidos de local principalmente en el Estadio Nacional Julio Martínez Prádanos, con el que mantiene un acuerdo para la temporada 2026, y alternativamente en el Estadio Santa Laura, recintos arrendados que también se utilizan para otros eventos. Cuando no es posible utilizarlos, el club debe jugar en estadios de menor capacidad o en otras regiones, lo que reduce la venta de entradas, como ocurrió en 2022 durante las obras de remodelación del Estadio Nacional. A ello se suman las restricciones de público que puede imponer la autoridad, como las aplicadas en partidos del campeonato nacional durante 2026. Si bien la administración ha señalado que el desarrollo de un estadio propio constituye una prioridad, su financiamiento y eventual ejecución dependerían de las definiciones del futuro controlador.

Resultados económicos dependientes de rendimiento: Los resultados deportivos influyen directamente en la base de ingresos de la compañía, a través de la asistencia a los estadios, el número de abonados, los premios y derechos asociados a torneos internacionales, el valor de los jugadores y el interés de los auspiciadores. Ello se evidenció en el contraste entre 2025, año en que la participación en la Copa Libertadores y en la Copa Sudamericana generó ingresos por $ 6.314 millones (17,8% del total), y el primer semestre de 2026, en que la eliminación en la primera fase de la Copa Sudamericana redujo dichos ingresos a $ 206 millones.

Riesgos externos: La compañía no está exenta de que la Federación Internacional de Fútbol Asociado (FIFA) multe o sancione a la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP) o a la Confederación Sudamericana de Fútbol (Conmebol), lo que podría implicar que la sociedad deje de recibir ingresos por participar en competencias internacionales y pierda auspiciadores, afectando sus resultados y su viabilidad. Sin embargo, se trata de 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, asociadas a contratos de publicidad, compras y arriendos de pases y remuneraciones de jugadores, sin contar con coberturas financieras, por lo que las fluctuaciones del tipo de cambio pueden afectar sus resultados. A junio de 2026, la sociedad presentaba una posición neta pasiva en dólares equivalente a $ 1.564 millones (16,5% del patrimonio), parcialmente compensada por una posición activa en euros de $ 1.000 millones; asimismo, contratos de ingresos expresados en dólares, como el de Adidas, otorgan una cobertura natural parcial.

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 Profesional de la Universidad de Chile, club fundado en mayo de 1927 al alero de la Casa de Estudios de la Universidad de Chile. La concesión, otorgada inicialmente por un plazo de 30 años, se extendió hasta 2052 tras el pago anticipado de la deuda tributaria de la Corfuch con la Tesorería General de la República.

Las principales líneas de negocio corresponden a la organización y participación en espectáculos deportivos de fútbol masculino y femenino, la formación de jugadores jóvenes con miras a su integración al plantel profesional y la posterior venta de sus derechos, y la comercialización de espacios publicitarios, licencias y productos oficiales a través de las distintas plataformas físicas y digitales que posee el club.

El capital de la sociedad se divide en una acción serie A, de propiedad de la Universidad de Chile, que le permite elegir dos de los once directores, y 44.683.340 acciones serie B. A junio de 2026, el principal accionista era el Fondo de Inversión Privado Tactical Sport, con el 63,07% de las acciones serie B, seguido por Romántico Viajero SpA, con aproximadamente 21,5%. Desde abril de 2026, el directorio es presidido por Cecilia Pérez Jara.

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 lo cual identifica tres segmentos en sus estados financieros: recaudación por borderó, publicidad y otros ingresos.

Durante 2025, el segmento recaudación representó 54,5% de los ingresos totales, impulsado por la participación en torneos internacionales y la mayor venta de entradas, mientras que publicidad alcanzó 39,8% y otros ingresos 5,7%. A junio de 2026, en cambio, el segmento publicidad representó 55,0% del total, recaudación 37,6% y otros ingresos 7,3%, reflejando la menor actividad internacional del club. La distribución de los ingresos por segmento se muestra a continuación.

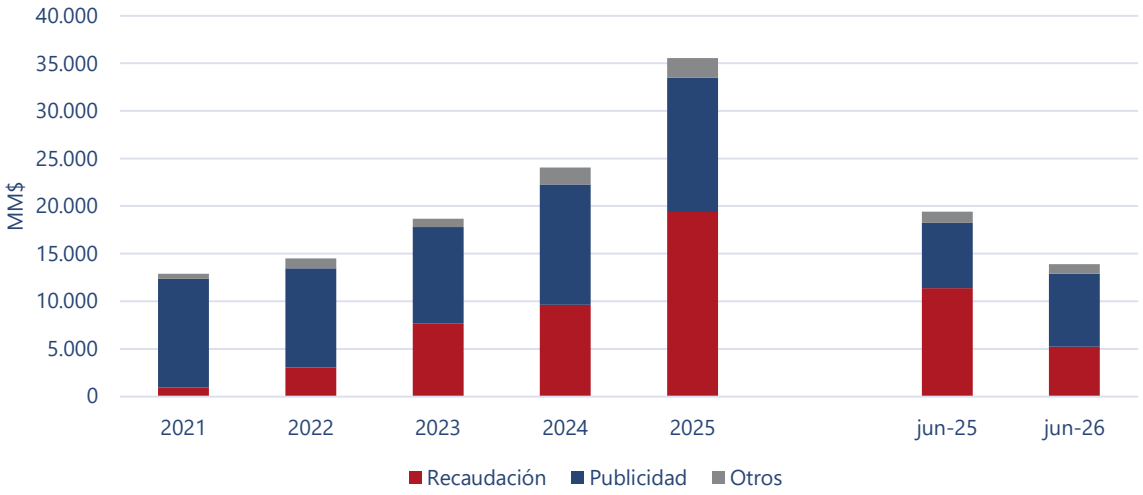


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento

Líneas de negocio

A continuación, se muestra la evolución de los ingresos de la sociedad de acuerdo con las líneas de negocio ya mencionadas, describiendo las características de cada una de ellas.

Publicidad

Dentro del segmento publicidad se incluyen los ingresos que percibe la sociedad por propaganda en los estadios, *sponsors* y *merchandising*, junto con los derechos de televisión.

Durante 2025, los ingresos por publicidad (propaganda y auspicios) alcanzaron $ 8.819 millones, equivalentes a 24,8% de los ingresos totales, mientras que los derechos de televisión sumaron $ 5.316 millones (15,0% del total). A junio de 2026, estas partidas representaron 35,4% y 19,6% de los ingresos, respectivamente, aumento de participación que se explica por la menor recaudación del periodo.

En términos absolutos, el segmento alcanzó $ 14.135 millones en 2025, con un crecimiento de 11,7% respecto de 2024, y $ 7.647 millones en el primer semestre de 2026, 11,9% superior a igual periodo del año anterior, impulsado por el nuevo contrato con Adidas, la incorporación de nuevos auspiciadores y el reajuste de los derechos de televisión.

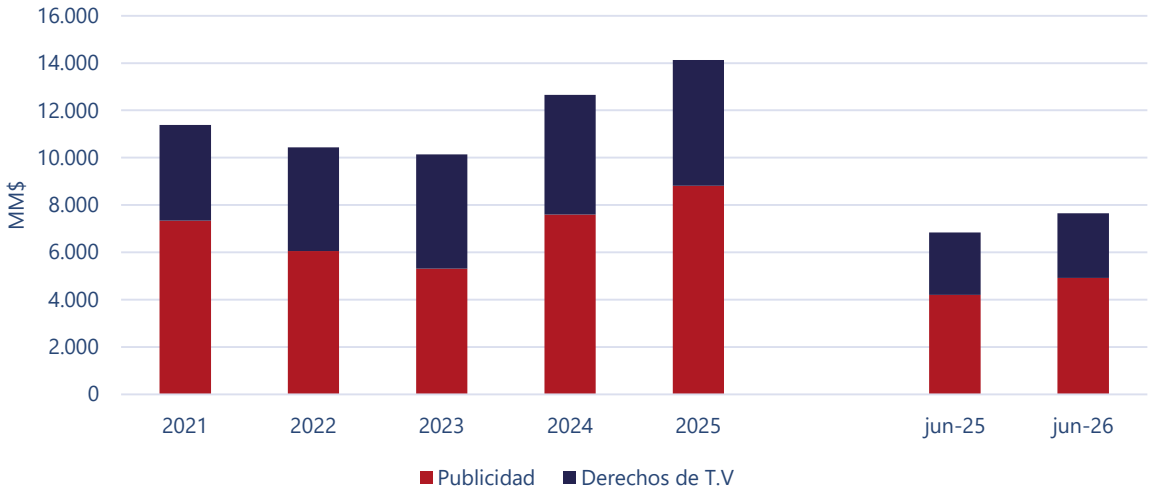


Ilustración 2: Distribución de los ingresos segmento publicidad

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 y la Copa Chile como en torneos internacionales y partidos amistosos. Además, se considera la venta de derechos de jugadores. Los costos de este segmento dicen relación con la organización de cada evento, los traslados y la concentración del plantel, las remuneraciones del plantel y del cuerpo técnico y el costo asociado a la venta de jugadores.

Entre 2021 y junio de 2026, el segmento representó en promedio 33,6% de los ingresos totales, aunque con una elevada variabilidad, determinada por la asistencia a los estadios, la participación en torneos internacionales y la venta de jugadores.

Durante 2025, los ingresos del segmento alcanzaron $ 19.368 millones, más que duplicando los $ 9.613 millones de 2024. El incremento se explicó por la participación en la Copa Libertadores y en la Copa Sudamericana, que aportó $ 6.314 millones, por mayores ingresos por borderó, asociados a partidos con alta asistencia en el Estadio Nacional, y por la venta de derechos de jugadores, entre ellos Marcelo Morales.

En el primer semestre de 2026, los ingresos del segmento se redujeron 54,1%, hasta $ 5.231 millones, debido a la menor recaudación por borderó, afectada por la menor cantidad de partidos, por las restricciones de público en el campeonato local y por la disputa sin público del partido de Copa Sudamericana, y a la caída de los ingresos por torneos internacionales. Lo anterior fue parcialmente compensado por las transferencias de jugadores, que sumaron $ 1.207 millones.

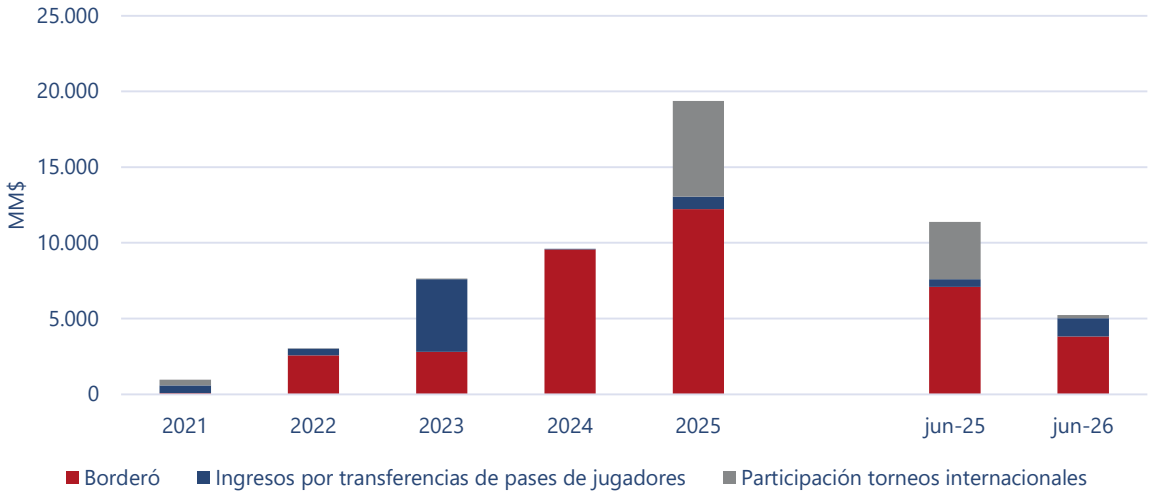


Ilustración 3: Distribución de los ingresos segmento recaudación

Otros ingresos

En este segmento se agrupan los ingresos que no se vinculan directamente con los segmentos previamente descritos, principalmente la venta de productos oficiales y otros ingresos varios. Entre 2021 y junio de 2026, estos ingresos representaron en promedio 6,1% del total. En 2025 alcanzaron $ 2.038 millones, impulsados por la venta de productos, favorecida por el desarrollo del canal *e-commerce*, por el buen desempeño deportivo y por el aumento de las licencias oficiales, que pasaron de 13 a 21. Entre enero y junio de 2026, los otros ingresos sumaron $ 1.017 millones, con un alza en la venta de productos y una caída de los ingresos varios.

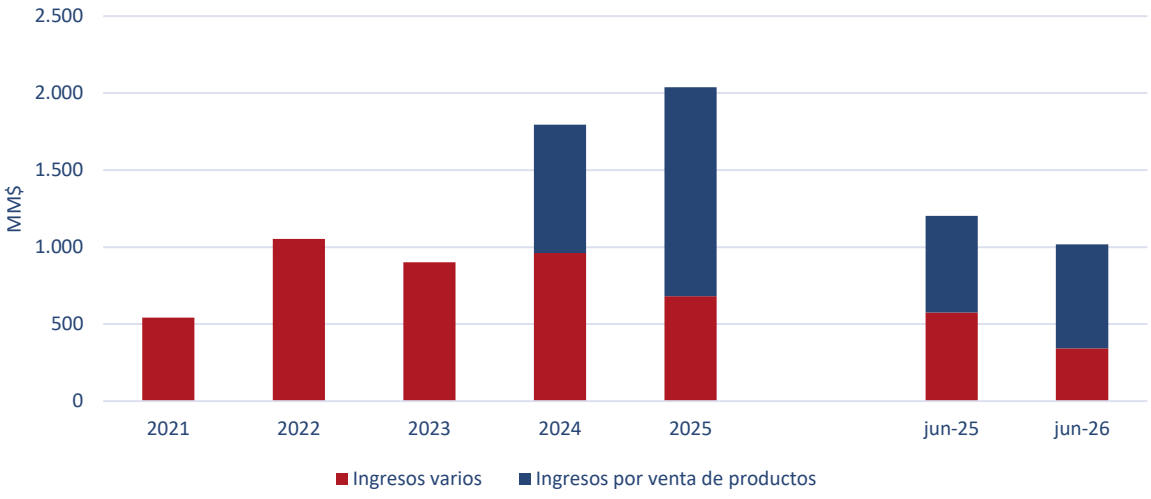


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento otros ingresos

Análisis financiero[4]

Evolución ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Azul Azul** mostraron un crecimiento sostenido entre 2022 y 2025, pasando de $ 16.826 millones a $ 36.483 millones, el mayor nivel del periodo analizado. Este incremento se explicó por la mayor recaudación por borderó, asociada a la utilización del Estadio Nacional con alta asistencia, por el crecimiento de los ingresos por publicidad y derechos de televisión y, en 2025, por la participación en la Copa Libertadores y en la Copa Sudamericana. En los últimos doce meses terminados en junio de 2026, los ingresos se redujeron a $ 30.192 millones, producto de la ausencia de participación en fases de grupos de torneos internacionales y de la menor recaudación por borderó, efectos parcialmente compensados por mayores ingresos por publicidad, derechos de televisión y transferencias de jugadores.

El EBITDA, por su parte, aumentó hasta los $ 8.118 millones en 2025, con un margen de 22,3%, en línea con el fuerte crecimiento de los ingresos. En los últimos doce meses a junio de 2026, el EBITDA descendió a $ 3.312 millones, con un margen de 11,0%, debido a que la caída de los ingresos se concentró en partidas de elevada contribución, como los partidos internacionales y el borderó, mientras que las remuneraciones, principal componente de los costos, presentan una menor flexibilidad en el corto plazo. Cabe considerar que los resultados intermedios están influidos por la estacionalidad propia de la actividad.

El flujo de actividades operacionales alcanzó $ 5.425 millones en 2024, impulsado por mayores recaudaciones asociadas a partidos, a la venta de espacios publicitarios y a la recuperación de cuentas por cobrar por derechos de jugadores. En 2025 disminuyó a $ 3.050 millones, por mayores desembolsos asociados a la organización de una mayor cantidad de partidos, y en los últimos doce meses a junio de 2026 se redujo a $ 1.578 millones, principalmente por la menor recaudación por venta de entradas y por el pago, durante 2026, de premios devengados en 2025.

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

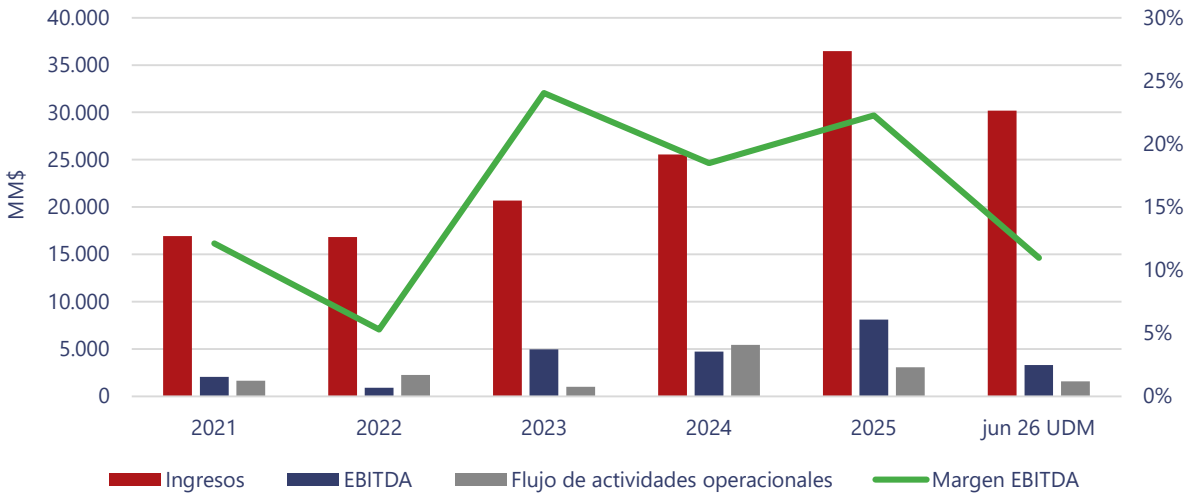


Ilustración 5: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA

Evolución endeudamiento

El *leverage*, medido como pasivo total sobre patrimonio, presentó incrementos en 2022, alcanzando un *peak* de 3,0 veces, atribuible a la reducción del patrimonio por resultados desfavorables. En 2022, la sociedad colocó el bono serie A (BULLA-A) por UF 400.000, cuyos recursos se destinaron a refinanciar pasivos financieros y a pagar la deuda con el Fisco, lo que se reflejó en una caída de los otros pasivos no financieros no corrientes.

Desde entonces, el indicador mostró una tendencia decreciente, pasando de 2,3 veces en 2024 a 1,8 veces en 2025, apoyado en los resultados positivos y en la amortización del bono. A junio de 2026, el indicador aumentó a 2,2 veces, por el incremento de los pasivos corrientes, asociado a obligaciones por la adquisición de jugadores y a ingresos percibidos por anticipado por la venta de abonos y auspicios, que representan obligaciones de prestación futura, y por la reducción del patrimonio producto de la pérdida del semestre. A esa fecha, la deuda financiera representaba 59,5% de los pasivos totales, en tanto que el resto correspondía principalmente a cuentas por pagar e ingresos anticipados.

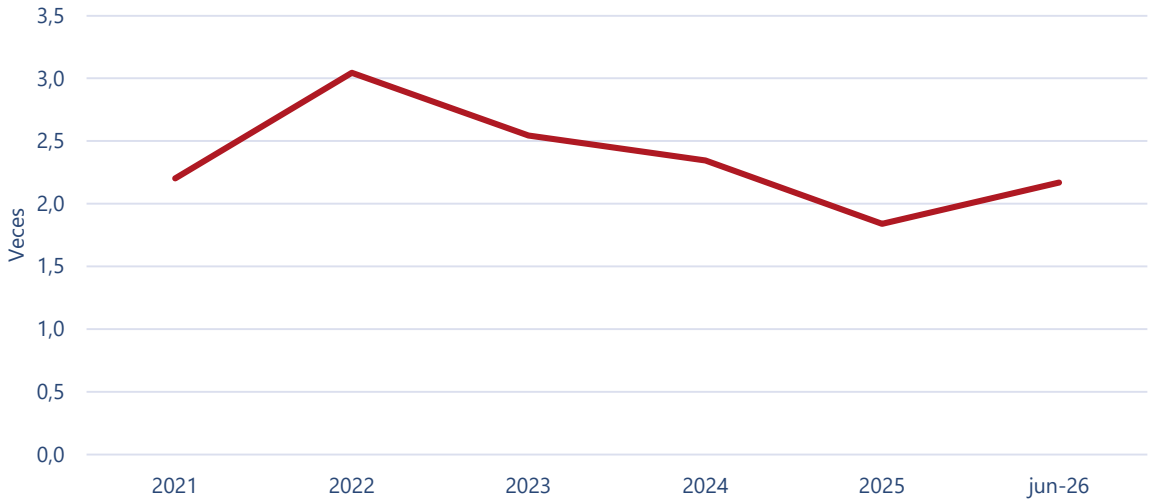


Ilustración 6: Pasivo total sobre patrimonio

Los indicadores de deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP[5]) y de deuda financiera sobre EBITDA muestran, luego del deterioro de 2022 asociado a la emisión del bono, una tendencia favorable hasta 2025, sustentada en mejores resultados y en la amortización de la deuda. A junio de 2026, la deuda financiera sobre EBITDA aumentó a 3,7 veces (1,6 veces en 2025), por la caída del EBITDA de los últimos doce meses, mientras que la deuda financiera sobre FCLP se redujo a 3,1 veces (4,0 veces en 2025), dado que el FCLP recoge la capacidad de generación de flujos de largo plazo de la compañía e incorpora los mejores resultados de los últimos ejercicios. Este último nivel se mantiene por debajo de las 4,5 veces que ***Humphreys*** considera compatibles con la actual clasificación de riesgo.

La deuda financiera, que a junio de 2026 ascendía a $ 12.242 millones, corresponde íntegramente al bono serie A, que devenga una tasa de 6,0% anual y se amortiza trimestralmente hasta septiembre de 2032. La sociedad no mantiene deuda bancaria ni ha contratado nuevo endeudamiento o efectuado refinanciamientos desde la colocación del bono en 2022.

[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.

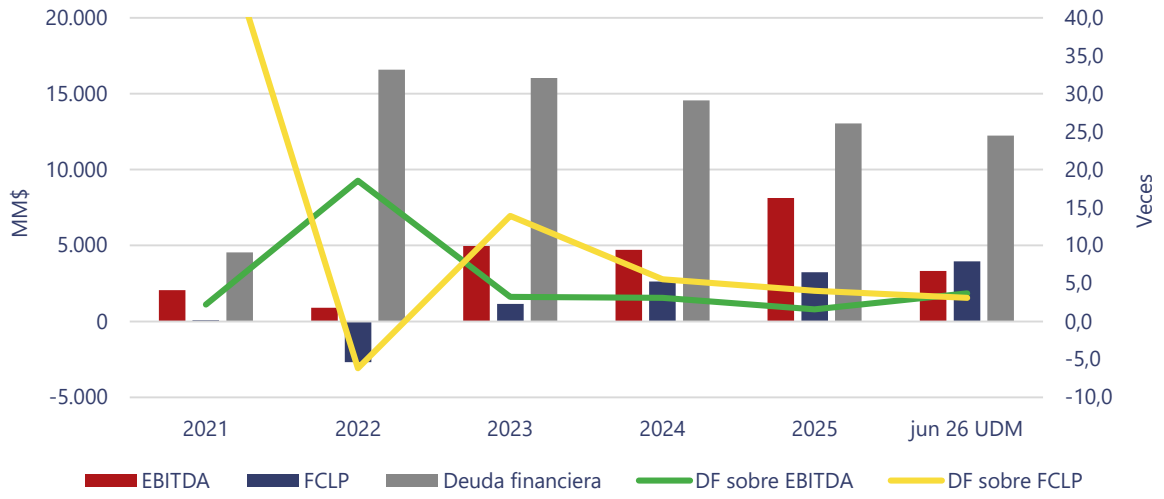


Ilustración 7: Deuda financiera, EBITDA y FCLP

El calendario de vencimientos de la sociedad contempla un servicio anual de la deuda, considerando amortizaciones e intereses, del orden de $ 2.259 millones hasta 2031, el cual presenta una elevada holgura respecto de los flujos garantizados: los derechos televisivos de 2025 ($ 5.316 millones) cubren aproximadamente 2,4 veces dicha cuota. Asimismo, tanto el FCLP ($ 3.948 millones) como el EBITDA de los últimos doce meses ($ 3.312 millones) superan el servicio anual de la deuda.

Si bien los derechos televisivos se destinan preferentemente al pago del bono, con los niveles actuales de generación de flujos se espera que la capacidad de la compañía para cubrir los gastos propios de la operación no se vea mayormente afectada.

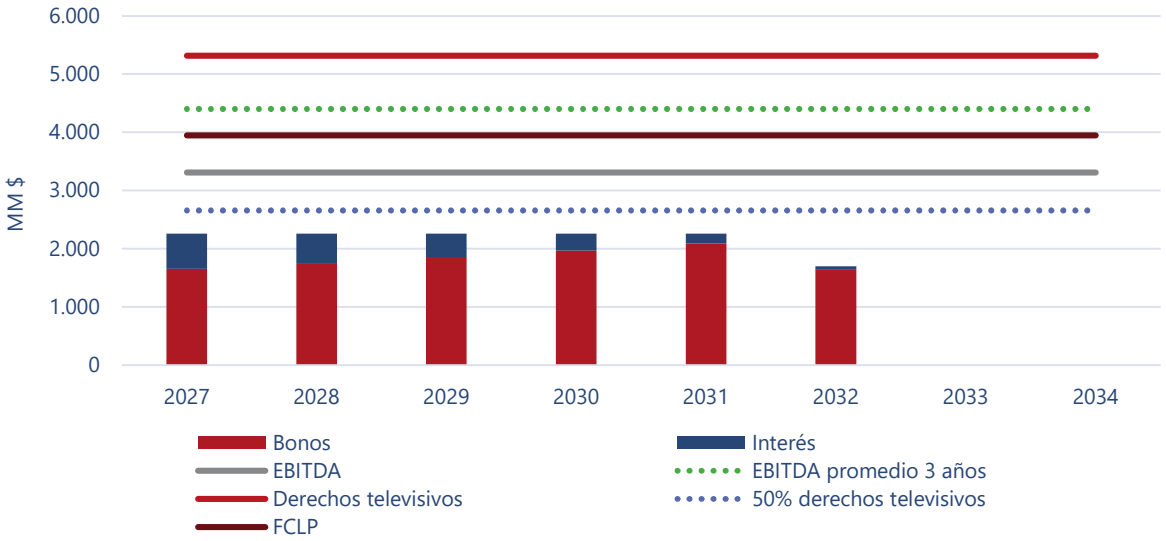


Ilustración 8: Perfil de vencimientos

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), se ubicó en 0,9 veces en 2023 y 2024, para luego aumentar a 1,3 veces en 2025, por el traspaso al corto plazo de las cuotas pendientes por la venta de los derechos de Darío Osorio, mayores cuentas por cobrar por publicidad y menores ingresos anticipados por venta de abonos al cierre del ejercicio.

A junio de 2026, el indicador descendió a 1,0 veces, debido al aumento de los pasivos corrientes asociado a la conformación del plantel y a los ingresos anticipados por venta de abonos y auspicios para la temporada 2026. A esa fecha, la sociedad contaba con efectivo y equivalentes por $ 1.315 millones y con $ 600 millones en la cuenta de reserva del bono, frente a obligaciones financieras de corto plazo por $ 1.698 millones, correspondientes a las amortizaciones del bono de los próximos doce meses.

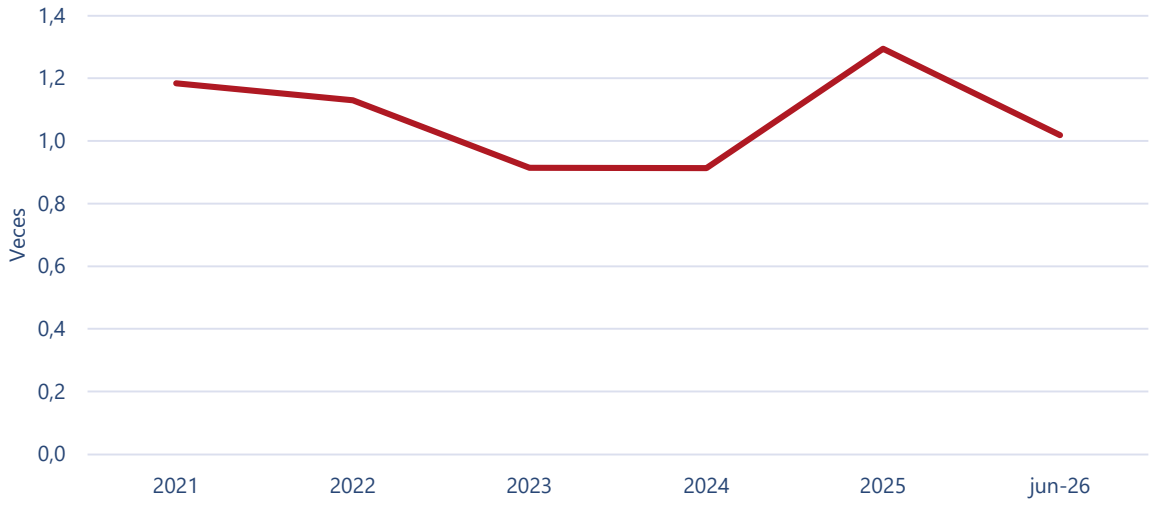


Ilustración 9: Evolución liquidez

Evolución de la rentabilidad[6]

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.

Entre 2023 y 2025, los principales indicadores se mantuvieron en niveles positivos, aunque con una tendencia decreciente en 2025, explicada por el reconocimiento del deterioro de pases y por el aumento de los activos corrientes asociado a mayores cuentas por cobrar. A junio de 2026, la rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio pasaron a valores negativos, como consecuencia de la pérdida de los últimos doce meses, derivada de la contracción del EBITDA.

[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.

En este contexto, las rentabilidades sobre activos, patrimonio y operacional alcanzaron -2,2%, -6,7% y 2,8%, respectivamente, en los doce meses terminados en junio de 2026.

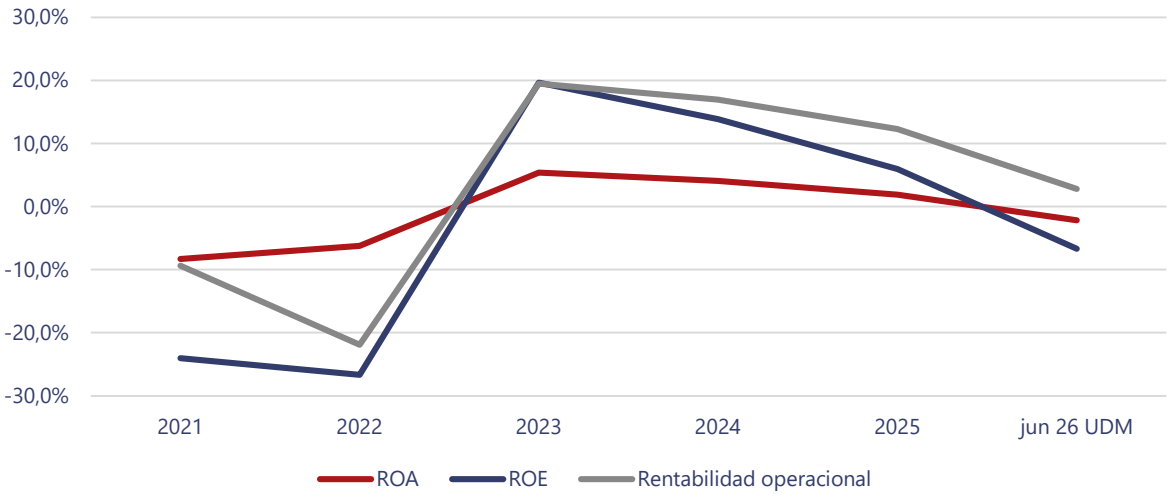


Ilustración 10: Evolución rentabilidades

Covenants financieros

***Covenants* línea de bonos**		
	Límite	**Valor a junio 2026**
Razón de deuda financiera neta sobre patrimonio	Inferior o igual a 2,2 veces	1,09 veces
Razón de deuda financiera neta sobre ingresos	Inferior o igual a 1,1 veces	0,34 veces
Endeudamiento máximo	Inferior o igual a UF 500.000	UF 299.907
Razón de remuneraciones sobre ingresos	Inferior o igual a 0,6 veces	0,38 veces

Adicionalmente, la utilidad de los últimos doce meses a junio de 2026 fue negativa en $ 665 millones, en tanto que en los últimos doce meses terminados en marzo de 2026 había sido positiva, por lo que aún no se cumple la condición de dos estados financieros consecutivos con utilidad negativa que obliga a dotar la cuenta de reserva con un monto adicional.

Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**jun-26**
Liquidez (Veces)	1,18	1,13	0,91	0,91	1,29	1,02
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,18	1,13	0,91	0,91	1,29	1,02
Razón Ácida (veces)	1,17	1,04	0,86	0,89	1,26	0,97
Rotación de Inventarios (veces)	128,89	28,16	24,38	53,78	82,61	58,77
Promedio Días de Inventarios (días)	2,83	12,96	14,97	6,79	4,42	6,21
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	3,44	9,70	8,12	7,62	7,78	7,60

Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	106,19	37,64	44,95	47,93	46,90	48,03
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,39	2,52	3,09	3,29	5,13	4,52
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	152,47	144,70	118,03	111,06	71,12	80,82
Diferencia de Días (días)	46,28	107,06	73,08	63,13	24,22	32,79
Ciclo Económico (días)	43,45	94,10	58,11	56,35	19,80	26,58

Ratios de endeudamiento	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**jun-26**
Endeudamiento (veces)	0,69	0,75	0,72	0,70	0,65	0,68
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,20	3,05	2,55	2,35	1,84	2,17
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,52	0,41	0,53	0,72	0,63	0,84
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,21	18,56	3,23	3,09	1,61	3,70
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,45	0,05	0,31	0,32	0,62	0,27
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	19,21%	72,49%	71,07%	63,15%	69,97%	59,47%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	23,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	-3,41	-1,57	0,44	0,39	0,63	-1,03

Ratios de rentabilidad	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**jun-26**
Margen Bruto (%)	17,47%	13,82%	28,38%	24,99%	23,42%	23,19%
Margen Neto (%)	-17,73%	-11,68%	8,22%	5,17%	1,66%	-2,27%
Rotación del Activo (%)	49,24%	55,37%	65,76%	77,66%	126,97%	100,40%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-8,29%	-6,23%	5,41%	4,03%	1,87%	-2,16%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-8,29%	-6,23%	5,41%	4,03%	1,87%	-2,16%
Inversión de Capital (%)	29,89%	33,92%	24,96%	22,62%	22,82%	24,23%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	11,40	19,56	-30,79	-30,61	17,14	170,81
Rentabilidad Operacional (%)	-9,37%	-21,87%	19,50%	16,96%	12,25%	2,80%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-24,04%	-26,67%	19,67%	13,86%	5,91%	-6,71%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	62,89%	67,66%	57,01%	64,01%	58,95%	67,09%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	82,53%	86,18%	71,62%	75,01%	76,58%	76,81%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	24,99%	27,03%	18,94%	17,52%	18,80%	21,94%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-10,20%	-30,13%	22,60%	20,02%	16,42%	3,71%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	12,11%	5,31%	24,05%	18,47%	22,25%	10,97%

Otros indicadores	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**jun-26**
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,00%	0,91%	0,00%	0,83%	0,99%	0,88%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	270,41%	341,21%	275,80%	238,74%	224,42%	233,03%

* Activos en Ejecución Descontados

"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."