



ACCIÓN DE RATING

08 de noviembre, 2023

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Azul Azul S.A.

Bonos	A+
Solvencia	BBB-
Tendencia	Estable
Estados Financieros	2Q-2023

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de servicios](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Director Senior, Corporaciones y Fondos
fvilla@icrchile.cl

Anaid Durán +56 2 2896 8200
Analista
aduran@icrchile.cl

Azul Azul S.A.

Reseña de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría A+/Estable, los bonos corporativos garantizados de Azul Azul S.A. y en categoría BBB-/Estable, la solvencia del emisor. La clasificación asignada a la línea de bonos con garantía considera los siguientes factores positivos:

- ❖ Bonos colocados por UF 400 mil tienen como fuente de pago los ingresos provenientes del contrato de televisión con TNT Sports, los cuales son pagados directamente por parte de la ANFP, y además constituyen una cuenta de reserva para el servicio de la deuda, la cual es fondeada mensualmente con los ingresos provenientes del contrato.
- ❖ Fuente de pago permitiría cubrir las obligaciones estructuradas, con un ratio de cobertura de servicio de la deuda promedio de 2,85x entre los años 2024 y 2031 (segundo y penúltimo año de vigencia del bono), período en el cual el bono mantendría un perfil de cupones anuales constantes, considerando amortizaciones de capital y pagos de intereses, de forma trimestral. Los índices de RCSD son consistentes con una categoría de riesgo en el rango A, inclusive en un escenario de descenso a Primera B.
- ❖ Plazo del instrumento calzado con la duración del contrato que sustenta el pago de la deuda, esto es, diez años transcurridos desde la colocación de la serie. Asimismo, tanto el contrato de televisión como el instrumento a emitir se encuentran denominados en Unidades de Fomento.
- ❖ Ingresos contractuales de alta calidad, consistentes en pagos fijos mensuales, reajustables, y con una contraparte de sólida calidad crediticia. TNT Sports pertenece al grupo Warner Discovery Inc, clasificado en categoría BBB- en escala internacional.
- ❖ Muy baja probabilidad de pérdida de contratos. Tras realizar una revisión de las principales cláusulas del contrato entre la ANFP y TNT Sports, concluimos que el contrato que respalda las obligaciones financieras es muy robusto, no evidenciándose incentivos a terminar el acuerdo de manera anticipada, ni una probabilidad relevante de que esto ocurra. Asimismo, en la medida que el club Universidad de Chile se mantenga en la competencia profesional, organice y dispute debidamente sus partidos comprometidos (Primera A o Primera B), debería continuar recibiendo íntegramente los pagos por concepto de televisión local.

Como contrapartida, la clasificación del bono se encuentra acotada porque el contrato que sustenta el servicio de la deuda corresponde a un activo imprescindible para el emisor. Esto es, existe una alta dependencia financiera del emisor a los ingresos provenientes del contrato de televisión. Tanto los ingresos provenientes de contratos con auspiciadores, como los ingresos de televisión local, representan las fuentes de flujos más estables y de largo plazo para la institución. La prescindencia de parte de estos flujos para servir las obligaciones financieras estructuradas puede mermar los resultados operacionales del emisor en escenarios adversos.

En tanto, la clasificación asignada a la solvencia considera los siguientes factores positivos:

- ❖ Azul Azul es una de las tres principales entidades en la industria de fútbol profesional en Chile en tamaño y popularidad, lo que se refleja en una escala relativamente alta en cuanto a la capacidad de generación de ingresos y de contratos publicitarios.
- ❖ La compañía presenta crecimiento sostenido en sus ingresos por publicidad y derechos de televisión nacional. Esto ocurre gracias a la alta popularidad del club, que fortalece la capacidad de captura de audiencia, impactando positivamente la capacidad de generar contratos de publicidad y auspicios en condiciones favorables y de largo plazo.
- ❖ Cerca del 70% de los ingresos provienen de contratos de mediano y largo plazo con sólidas contrapartes contractuales, lo que incluye contratos de televisión local y contratos de comercialización con diversas empresas, brindando una base estable en la generación de ingresos.

En relación a los factores negativos, que derivan en un debilitamiento de la solvencia del emisor, destacamos:

- ❖ Resultados operacionales débiles, caracterizados por niveles de EBITDA volátiles, con márgenes más bien débiles y un control de costos operacionales inadecuado durante los períodos analizados, principalmente relacionado con las remuneraciones al plantel y un historial de elevados gastos en adquisición de pases de jugadores. Sin embargo, la actual administración de la sociedad se encuentra plenamente comprometida con una mejor gestión de sus gastos de administración y compra de pases de jugadores, implementando un plan de eficiencia en costos, lo que ha reducido el gasto en remuneraciones. Para junio de 2023, este gasto disminuyó un 6% con respecto al primer semestre de 2022 y representó un 52% del total de costos de operación (en comparación con el 59% en junio de 2022). Esto ha impactado de forma positiva sus márgenes, lo que de mantenerse durante los próximos períodos, podría tener repercusiones positivas en la solvencia del emisor.
- ❖ Niveles de endeudamiento relativamente altos respecto a sus comparables. Durante los últimos cinco años, Azul Azul presenta indicadores de endeudamiento financiero consistentemente superiores a sus principales competidores en la industria, y mantiene indicadores de deuda financiera neta sobre EBITDA altos.

Perfil de la Empresa

Azul Azul S.A. es una sociedad fundada el año 2007, dedicada a la organización, producción, comercialización y participación en actividades deportivas relacionadas al fútbol profesional del Club Deportivo Universidad de Chile.

La sociedad opera mediante un contrato de concesión de derechos y arriendo de bienes de la Corporación de Fútbol Profesional de la Universidad de Chile (CORFUCH), firmado en junio de 2007 y válido hasta junio de 2052, tras la cancelación de la obligación tributaria que adquirió como codeudora de la CORFUCH. Los pagos eran anuales, equivalentes al máximo entre el 8% de la utilidad o el 3% de los ingresos.

El modelo de negocios se basa en la generación de ingresos a partir de diversas fuentes relacionadas con la prestación de servicios de entretenimiento. Los clientes de la sociedad son tanto empresas como personas naturales, siendo estas últimas los usuarios finales del servicio.

En la actualidad, la principal fuente de ingresos de Azul Azul proviene de actividades de comercialización, principalmente a través de contratos de publicidad y auspicio con entidades corporativas, establecidos a largo plazo. Además, obtiene beneficios a través de ventas en su tienda oficial, escuelas de fútbol, licencias y publicidad en pantallas LED durante los partidos.

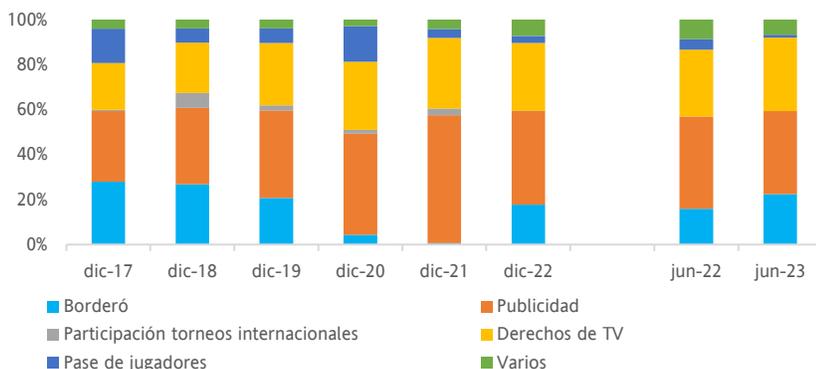
Otra fuente sólida de ingresos corresponde a los derechos de televisación nacional. Éstos se encuentran vinculados a un contrato de largo plazo con TNT Sports, cuya distribución de pagos es gestionada por la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP). El contrato de televisación se encuentra vigente hasta el año 2033.

Los ingresos por borderó y abonos también representan una fuente relevante de ingresos, y corresponden a pagos percibidos por la sociedad producto de la venta de entradas por partidos de local y por pagos de socios abonados. Por su parte, los ingresos por participación en torneos internacionales se obtienen a través de la Confederación Sudamericana de Fútbol (Conmebol), basadas en tarifas por partido jugado en las competencias Copa Sudamericana y Copa Libertadores.

Finalmente, Azul Azul genera ingresos mediante transferencias de jugadores, incluyendo la venta de pases y préstamo de jugadores, así como derechos de solidaridad, que son pagos adicionales que percibe la sociedad por jugadores formados en la institución.

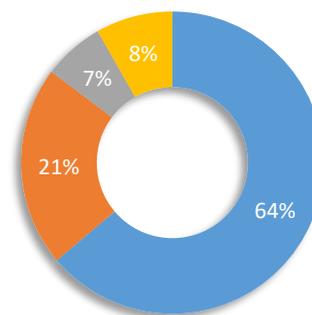
Ingresos por publicidad y televisación nacional representan las principales fuentes de flujos

Distribución de ingresos por línea de negocio. Datos desde 2017



Fuente: CMF

Listado de accionistas de la compañía



- BCI CdeB S.A.
- Inmobiliaria DSE Ltda
- Asesorías e inv. Sangiovese Ltda
- Otros

Fuente: Azul Azul S.A.

DIRECTORIO

Michael Clark	Presidente
Cecilia Pérez	Vicepresidente
Paola Davanzo	Directora
Miguel Berr	Director
Carlos Larraín	Director
Andrés Weintraub	Director
Héctor Humeres	Director
Roberto Nahum	Director
Andrés Segú	Director
Juan Pablo Pavez	Director
José Correa	Director

Fuente: CMF, información a octubre 2023

Clasificación de riesgo del negocio: **BBB+**

Sólida posición de mercado: entre los tres líderes históricos de la industria

Azul Azul destaca como una de las mayores sociedades anónimas en el ámbito futbolístico en Chile, siendo el Club Deportivo Universidad de Chile uno de los tres equipos de mayor popularidad en la historia del fútbol local. En términos de ingresos consolidados en el año 2022, Azul Azul se situó en el tercer lugar de la industria, posicionándose por detrás de Blanco y Negro y Cruzados.

Consideramos que la escala es un factor favorable para la clasificación, puesto que es reflejo de una mayor capacidad de atracción de audiencia, y en consecuencia, para asegurar contratos relevantes que otorguen robustez a sus flujos de caja, junto con una buena capacidad de negociación con proveedores relevantes.

Apoyo inquebrantable de hinchas pese a desempeño deportivo desfavorable

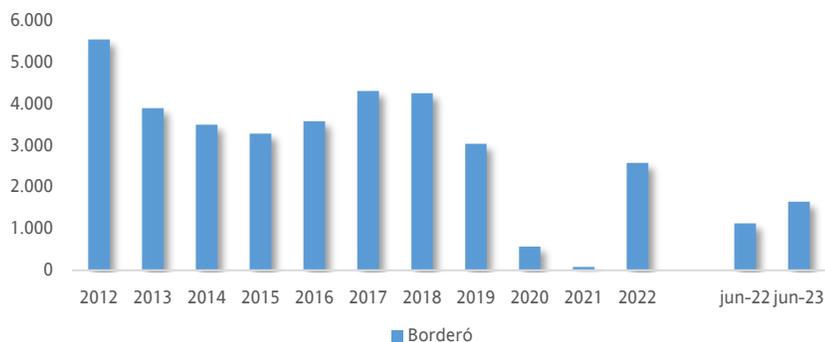
En línea con lo anterior, observamos que la sociedad disfruta de un sólido posicionamiento de marca, respaldado por una amplia audiencia y base de fanáticos, lo que representa un factor atractivo para aquellas compañías interesadas en establecer acuerdos publicitarios con la entidad, dado el alto nivel de visibilidad que se logra a través del club.

Es relevante destacar que, a pesar del desempeño deportivo poco favorable que el club ha tenido durante los últimos años, con una posición muy volátil en la tabla del campeonato nacional, y con una ausencia de títulos desde el año 2017, la fanaticada de la Universidad de Chile se ha mantenido sólida. Esto se refleja en sus ingresos por borderó y abonos, los cuales representaron por sobre un 20% del total de ingresos de la sociedad en años normales (sin restricciones de movilidad).

Este aspecto está estrechamente vinculado a sus ingresos por publicidad, los cuales han mantenido un crecimiento constante. Esto demuestra su capacidad de atracción y fidelización de audiencia, convirtiéndolo en un atractivo para los *sponsors* que desean mantener contratos con Azul Azul.

Sólidos ingresos por borderó y abonos a lo largo de los años. Clara recuperación durante 2022 y 2023, luego de debilitarse producto de la pandemia por Covid-19

Evolución ingresos (MM\$) por borderó (hasta el año 2016 este ingreso incluye participación en torneos internacionales)



Fuente: Azul Azul S.A.

Alta proporción de contratos y relaciones comerciales de largo plazo con contrapartes de buena calidad crediticia

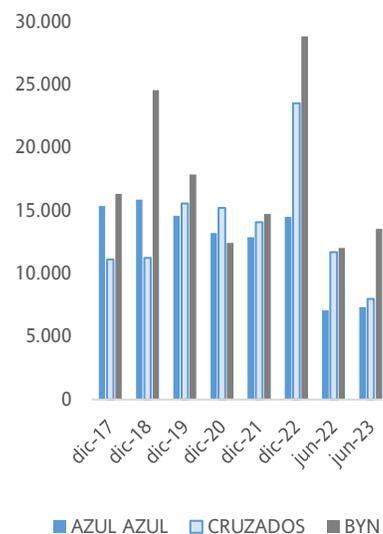
Entre los años 2017 y 2022, la compañía muestra un constante crecimiento en sus ingresos por publicidad, a una tasa anual compuesta de 4,7%. Durante este período, la

Factor	A	BBB+	BBB
Posición de mercado	■		
Franquicia, fortaleza de la marca, capacidad de ejecución y reputación	■	■	
Relación con clientes corporativos	■		
Elasticidad de la demanda			■
Estructura de costos			■

Fuente: Metodología de servicios ICR (aplicación modificada)

Azul Azul se mantiene dentro de los tres líderes históricos de la industria

Tamaño en base a ingresos (MM\$), principales participantes de la industria



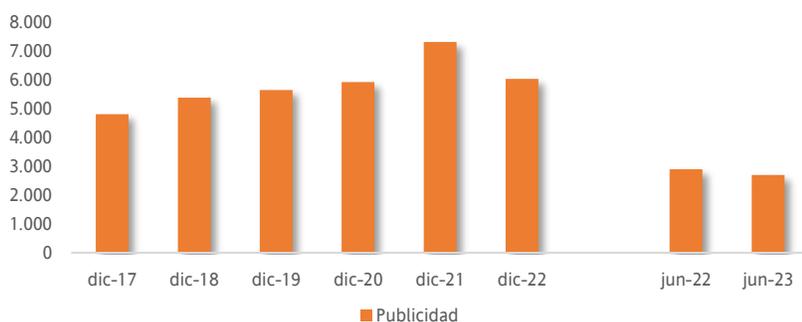
Fuente: CMF

alta popularidad de Universidad de Chile ha permitido que Azul Azul fortalezca su capacidad de negociación de contratos de publicidad y auspicios con diversas entidades, entre las que figuran Adidas y Betano como sponsors principales, además de otras marcas de destacado reconocimiento. En general, los contratos de esta naturaleza mantienen plazos que oscilan entre uno y cuatro años, lo que brinda una fuente muy relevante de ingresos para la sociedad.

Cabe destacar, además, que Azul Azul lleva una relación contractual de más de 20 años con Adidas, quien les provee indumentaria deportiva, lo que los convierte en el tercer club con el contrato más largo del mundo junto a la marca alemana.

Sólida capacidad de generación de ingresos de publicidad mediante contratos de mediano y largo plazo

Evolución de ingresos área publicidad (millones de pesos)



Fuente: CMF

Por el lado de la televisión nacional, el contrato que tiene la ANFP en representación de todos los clubes con TNT Sports se extiende hasta el año 2033, lo que brinda una fuente robusta de ingresos para la sociedad, y que ha exhibido un crecimiento anual compuesto de 6,5% entre 2017 y 2022.

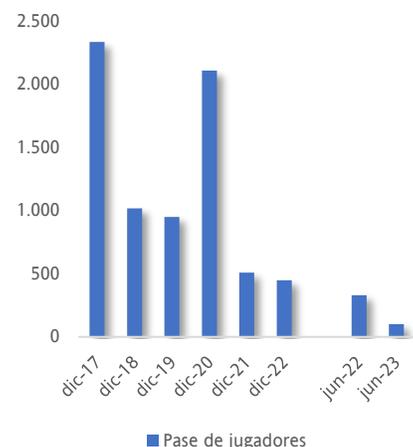
Moderada capacidad de fijación de precios, dadas las características de la demanda

Consideramos que la empresa opera en un mercado con una capacidad de fijación de precios que se sitúa en el rango medio-bajo. En el caso de los ingresos derivados de la televisión local, estos están determinados por estructuras tarifarias establecidas en los términos de licitación de TNT, con contratos a largo plazo. Azul Azul, en esta área, se encuentra en una posición de "tomador de precios", sin la capacidad de intervenir en la fijación de tarifas, aunque estas resulten adecuadas para mantener la rentabilidad y estabilidad del negocio.

En cuanto a los ingresos por la televisión internacional, la sociedad también opera como "tomadora de precios", ya que estos se determinan en función de la competencia en la que participa y las diferentes etapas del torneo.

No obstante, consideramos que existe una mayor capacidad de negociación de precios en los contratos de comercialización. La razón radica en que a mayor popularidad entre los espectadores, mayor es la capacidad de atraer contratos atractivos con el segmento corporativo. En este ámbito, Azul Azul se posiciona por encima de la mayoría de los equipos de la competencia local y se encuentra en una posición similar a la de sus dos principales competidores.

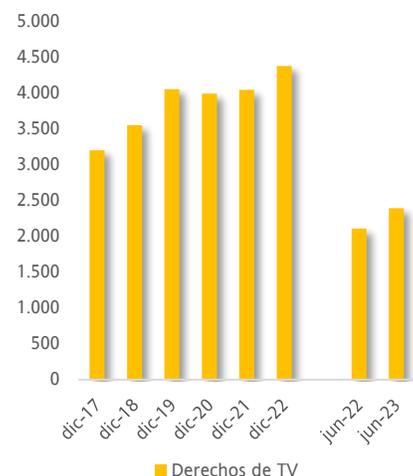
Ingresos por venta de pases muy volátiles
Evolución de ingresos (MM\$) por pase de jugadores (incluye venta de jugadores, préstamo de jugadores y derechos de solidaridad)



Fuente: CMF

Ingresos por televisión presentan estabilidad, con fundamentos de largo plazo

Evolución de ingresos por derechos de televisión (millones de pesos)



Fuente: CMF

Evaluación de la fortaleza financiera: Débil

Ingresos ordinarios crecen durante 2022 y 2023, principalmente por recuperación de ingresos por borderó y abonos

En términos generales, Azul Azul ha experimentado una disminución en sus ingresos ordinarios, con una tasa anual compuesta de -1,1% nominal entre 2017 y 2022. Esto se debió a eventos como el estallido social en 2019 y la pandemia de Covid-19 en 2020-2021, que impactaron negativamente los ingresos, especialmente en borderó y abonos debido a las restricciones impuestas por la autoridad sanitaria. Sin embargo, estos ingresos se están recuperando y se espera que regresen a niveles prepandémicos.

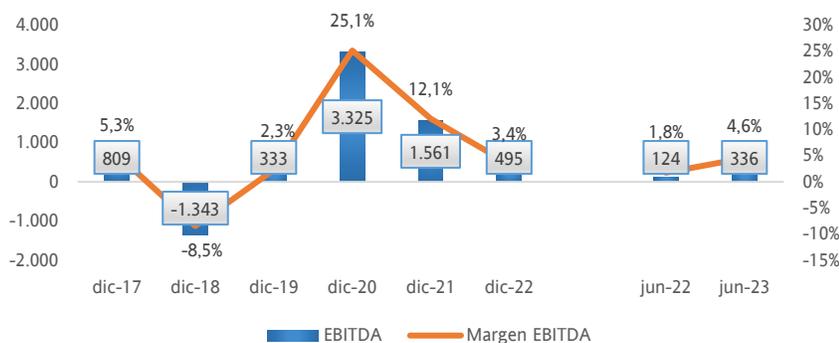
Por otro lado, los ingresos más estables y en crecimiento provienen de la publicidad y los derechos de televisación. Los ingresos por publicidad muestran una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) de 4,7% entre 2017 y 2022, mientras que los ingresos por televisación nacional han crecido al 6,5% (TCAC) en el mismo periodo. Este efecto puede explicarse por la alta penetración de la televisación de fútbol mediante TNT, lo que provoca una mayor audiencia, la cual representa un importante atractivo para los negocios publicitarios. Por lo tanto, ambos segmentos presentan un comportamiento similar en sus trayectorias de ingresos.

En cuanto a los costos operativos y de administración, han sido altos, principalmente debido a remuneraciones de personal y capex, el cual corresponde casi en su totalidad a la compra de pases de jugadores. Esto ha resultado en una generación de EBITDA débil y volátil. Sin embargo, a partir de 2022, la compañía ha implementado un plan de eficiencia en costos, reduciendo el gasto en remuneraciones. Para junio de 2023, este gasto disminuyó un 6% con respecto al primer semestre de 2022 y representó un 52% del total de costos de operación (en comparación con el 59% en junio de 2022).

Consideramos que la volatilidad en EBITDA y márgenes constituye uno de los principales factores que afectan la solvencia del emisor, ya que tienen incidencia tanto en el perfil del negocio como en la evaluación de riesgo financiero. Sin embargo, de la mano con este plan de racionalización de costos, y la recuperación de sus ingresos, se ha observado un impacto positivo en los márgenes en 2023. El EBITDA a junio de 2023 alcanza \$336 millones, lo que significa un aumento de 171% respecto de junio de 2022. Del mismo modo, el margen EBITDA subió a 4,6%, en contraste con el 1,8% registrado en junio de 2022.

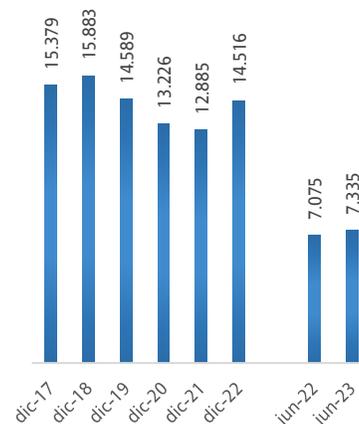
EBITDA y margen EBITDA muestran comportamiento fluctuante

Evolución EBITDA (millones de pesos) y margen EBITDA (%)



Fuente: CMF

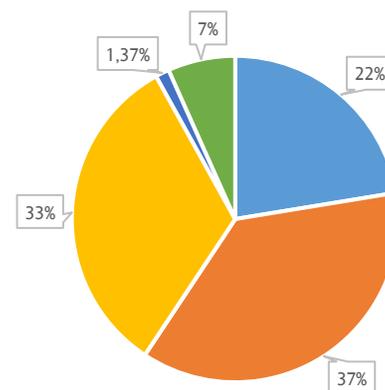
Ingresos totales aumentan gracias a la vuelta de público a los estadios, posterior a la pandemia, incrementando los ingresos por borderó
Evolución ingresos ordinarios (millones de pesos)



Fuente: CMF

Cerca del 70% de los ingresos vinculados a contratos de largo plazo

Ingresos por línea de negocios, a junio de 2023



- Venta entradas
- Publicidad
- Participación torneos
- Derechos de TV
- Pase de jugadores
- Varios

Fuente: CMF

Endeudamiento financiero mayor al de comparables

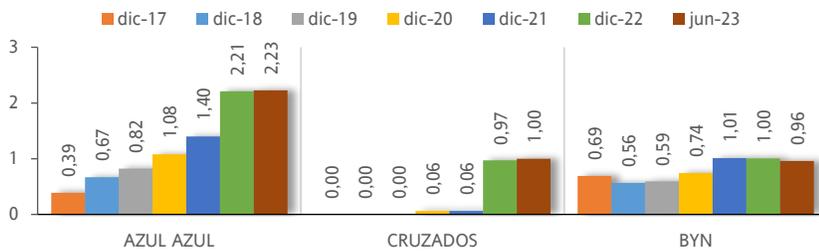
Hasta junio de 2023, Azul Azul mantenía obligaciones financieras que comprendían un crédito y una línea de crédito con bancos e instituciones financieras, los cuales constituían solo el 1% de su deuda financiera bruta. Adicionalmente mantenía los bonos emitidos en diciembre de 2022 por un valor total de 400.000 UF (que representan el 99% restante de la deuda financiera bruta), con los cuales liquidó sus obligaciones con bancos e instituciones financieras, empresas relacionadas, y con la Tesorería General de la República, de la cual era codeudor solidario de la CORFUCH.

Todo esto, provoca finalmente que la sociedad se encuentre con un nivel de endeudamiento financiero bastante alto para la industria en la que opera.

Al cierre de junio de 2023, la deuda financiera bruta de Azul Azul ascendió a \$14.612 millones. Además, su indicador de endeudamiento financiero (que mide la relación entre la deuda financiera bruta y el patrimonio) alcanzó 2,23 veces para ese período. Esto señala un nivel de endeudamiento financiero considerablemente alto en comparación con sus competidores, que mantienen indicadores cercanos a 1 vez.

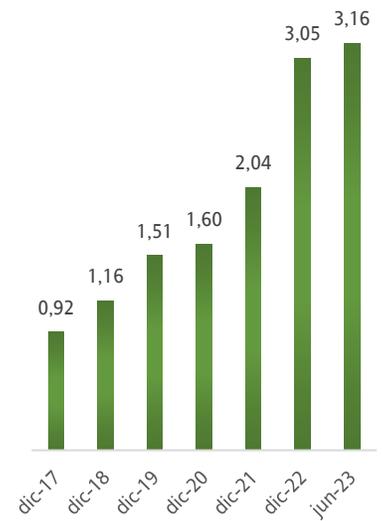
Endeudamiento financiero superior a sus pares

Evolución de endeudamiento financiero, veces (incorpora obligaciones con entidades relacionadas y con el fisco).



En consecuencia, la situación financiera “débil” combina un desempeño operacional volátil en el tiempo, con una estructura financiera de endeudamiento relativamente más intensiva en obligaciones financieras, con respecto a sus principales competidores en la industria.

Endeudamiento total en constante crecimiento
Pasivos totales sobre patrimonio (n° veces)



Fuente: CMF

Clasificación de riesgo de bono estructurado: Categoría A+

Flujos para servir obligaciones financieras provienen directamente de ingresos por televisión local, otorgando prelación respecto a otros pagos del emisor

Los bonos de Azul Azul se encuentran estructurados considerando que el servicio de la deuda se efectúe mediante el pago directo a los tenedores de bonos, por parte de la ANFP, a través de los flujos de ingresos provenientes del contrato de televisión con TNT Sports.

Esta estructura tiene la ventaja de que los pagos de las obligaciones no recaen en el EBITDA del emisor, sino que se realizan directamente a partir de los ingresos vinculados a un contrato de largo plazo. Como resultado, las obligaciones financieras tienen prioridad de pago sobre cualquier otro egreso del emisor, en virtud de esta fuente de ingresos.

Calendario de amortización, cuenta de reserva y prenda a favor de bonistas, fortalecen la estructura de la emisión

El instrumento financiero se caracteriza por un perfil de amortización que consta de cuotas trimestrales uniformes. Estas abarcan pagos de capital e interés, y se extienden entre el segundo y penúltimo año de vigencia del instrumento. Además, el plazo de amortización está alineado con la duración del contrato de televisión, el cual vence en 2033. Esta alineación garantiza una reducción significativa del riesgo de refinanciamiento, ya que asegura que los ingresos coincidan en todo momento con los pagos de cuotas hasta la extinción del instrumento.

La estructura contempla también la constitución de una cuenta de reserva para el servicio de la deuda. Mensualmente, esta cuenta se alimenta con los flujos de ingresos del contrato de televisión, asegurando que siempre disponga del próximo cupón trimestral y, además, mantenga un saldo equivalente a al menos un cupón de pago. En consecuencia, la cuenta de reserva siempre mantendrá un saldo entre uno y dos cupones.

En caso de que los resultados netos sean negativos durante un período de doce meses y esto ocurra en dos trimestres consecutivos, se agregará un cupón adicional a la cuenta de reserva. Este refuerzo podrá levantarse una vez que la sociedad logre resultados netos anualizados positivos durante dos trimestres consecutivos.

Una vez dotada la cuenta de reserva, los ingresos sobrantes del contrato de televisión quedarán a disposición del emisor.

Adicionalmente, se establecerá una prenda a favor de los bonistas, sobre los flujos provenientes del contrato en cuestión, lo que proporciona una protección sólida para asegurar el cumplimiento de las obligaciones con un margen de seguridad razonable.

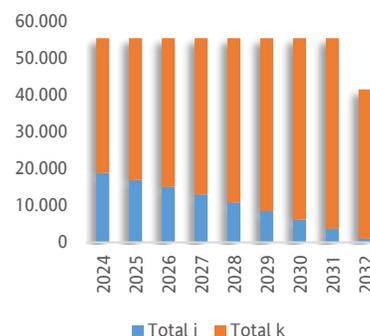
Cobertura de servicio de la deuda¹ consistente con rango de categoría A, inclusive en un escenario adverso

Los ingresos provenientes del contrato que respalda la emisión presentan una amplia holgura con respecto a los flujos requeridos para pagar las obligaciones. En promedio, entre el segundo y penúltimo año² de vigencia del bono, los ingresos por televisión local deberían evidenciar un ratio de cobertura de servicio de la deuda promedio de unas 2,85x, lo que es consistente con una clasificación de riesgo en categoría A.

Incluso en un escenario desfavorable, como el descenso del club a la Primera B, los ingresos por este concepto podrían reducirse en aproximadamente un 14%. Aun en estas

Bono estructurado con cuotas iguales entre 2024 y 2031

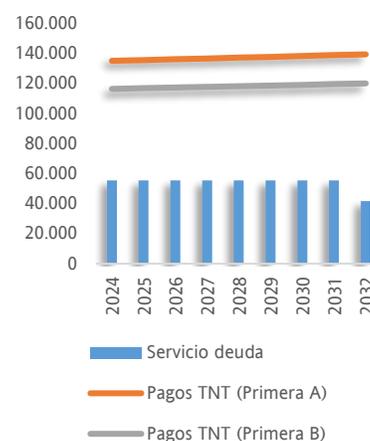
Perfil de amortización del bono, en UF



Fuente: Azul Azul

Adecuada holgura para servir la deuda, en escenario base y estresado

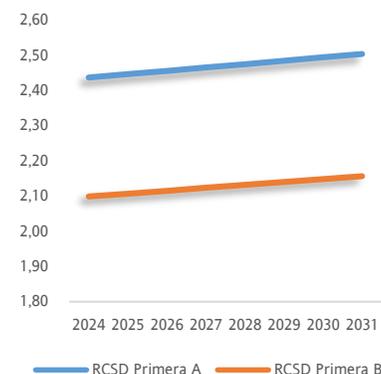
Perfil de pagos de la deuda e ingresos proyectados por televisión (UF)



Fuente: Azul Azul

Ratios de cobertura consistentes con rating A

Ratios de cobertura de servicio de la deuda (veces)



Fuente: Elaboración propia, datos Azul Azul

condiciones, la cobertura de servicio de la deuda se mantendría en alrededor de 2,45 veces durante el mismo período, lo que sigue cumpliendo con los niveles requeridos para la categoría asignada.

Muy bajo riesgo de contraparte

La clasificación asignada considera además, un muy bajo riesgo de contraparte, considerando que la entidad con la cual la ANFP mantiene el contrato de televisación, TNT Sports, es una marca del conglomerado Warner Discovery Inc., sociedad que cuenta con clasificaciones de riesgo internacionales vigentes, en categoría BBB-, dando cuenta de una muy buena calidad crediticia.

Contrato de televisación robusto, con bajas probabilidades o incentivos de término anticipado

El contrato de televisación con TNT Sports establece diversas obligaciones a las partes. Bajo este acuerdo de largo plazo, se establecen pagos fijos a los clubes del fútbol profesional, quedando además estipulados en los estatutos de la ANFP.

En virtud del contrato, TNT Sports se obliga a televisar los partidos del fútbol profesional chileno, que incluyen el campeonato nacional (Primera A y Primera B), y la Copa Chile. Asimismo, los clubes se obligan a organizar y participar debidamente de los encuentros, y la ANFP a ponerlos a disposición de la compañía televisora.

Por otro lado, el contrato establece que los pagos por televisación deben efectuarse en forma mensual e ininterrumpida, y cualquier eventual contingencia o compensación deberá resolverse sin alterar los flujos de pagos establecidos.

Asimismo, existen muy bajos incentivos de ambas partes para terminar anticipadamente el contrato: por el lado de la ANFP, los flujos de televisación representan una de las fuentes más estables y relevantes de ingresos para el fútbol profesional, y por el lado de TNT Sports, la entidad ha efectuado pagos up front a la ANFP y los clubes para adquirir estos derechos, ha desembolsado recursos relevantes, y mantiene una audiencia importante, especialmente en la televisación de partidos de los principales exponentes del fútbol profesional. En consecuencia, evaluamos positivamente la robustez y estabilidad del contrato vinculado al servicio de la deuda estructurada.

Correlación significativa entre desempeño financiero del emisor y activo que respalda obligaciones

Finalmente, la correlación significativa entre el emisor y la fuente de pago y garantía de las obligaciones constituye un factor que acota la clasificación asignada al instrumento (diferencial entre el rating de la emisión y de la solvencia del emisor). Esto, considerando que los ingresos por televisación son la fuente más estable y de largo plazo de generación de ingresos para la institución, secundada por los ingresos provenientes de contratos con auspiciadores.

Al separar un porcentaje de los ingresos por televisación para servir las obligaciones financieras, se produce una merma en los flujos que el emisor tendrá disponibles para cubrir sus costos operacionales, pues estos ingresos privilegiarán el pago de la deuda.

Teniendo en consideración que los flujos de caja operacionales del emisor han sido históricamente volátiles, la prescindencia de parte de estos ingresos sugiere la necesidad de aumentar los esfuerzos en gestión de costos, iniciativa que la actual administración se encuentra implementando.

Por último, si bien la probabilidad de pérdida de ingresos de televisación local es muy baja —el club debería dejar de participar en el fútbol profesional—, sí puede ocurrir que en escenarios extremos de estrés financiero que comprometan la operación, se generen efectos de arrastre que comprometan los cumplimientos contractuales, y por lo tanto generen mermas transitorias o permanentes en esta fuente de ingresos. Existe por lo tanto, una fuerte relación entre el modelo de negocios y el activo que respalda las obligaciones financieras a emitir.

Principales características de la emisión

Monto máximo	UF 500.000 (línea) UF 400.000 (serie)
Vencimiento	Julio 2032
Tipo	Amortizable, cupones iguales a partir del segundo año. Un año de gracia para el pago del capital.
Tasa interés	6%
Pagador	ANFP
Origen de flujos	Contrato TNT Sports (Warner Discovery Inc.)
Rescate anticipado	Sí
Garantías y refuerzos	Cuenta de reserva para el servicio de la deuda Prenda sobre créditos contra ANFP, en virtud del contrato de televisión con TNT Sports
Uso de fondos	UF 350 mil para refinanciamiento UF 50 mil para capital de trabajo
Covenants	Máxima deuda financieras: UF 500.000 Deuda financiera neta/Patrimonio $\leq 2,2x$ Deuda financiera neta/Ingresos $\leq 1,1x$ Relación entre remuneraciones ³ e ingresos ordinarios $\leq 62,5\%$ hasta el 31 de diciembre de 2024, y $\leq 60\%$ a partir del año 2025

Resumen financiero Azul Azul S.A.

	Denominación	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23
BALANCE								
Caja	Miles de pesos	1.790.579	1.511.034	1.527.464	1.206.507	1.665.904	118.796	1.247.651
Activos corrientes	Miles de pesos	8.664.045	5.513.691	7.606.451	7.285.060	6.456.219	5.279.439	6.758.916
Activos no corrientes	Miles de pesos	22.204.442	21.289.619	19.625.643	17.581.688	19.759.019	19.734.790	20.565.201
Activos totales	Miles de pesos	30.868.487	26.803.310	27.232.094	24.866.748	26.215.238	25.014.229	27.324.117
Pasivos corrientes	Miles de pesos	6.085.686	5.767.478	11.516.482	6.155.161	5.713.964	9.162.131	7.232.067
Pasivos no corrientes	Miles de pesos	10.497.429	10.364.333	5.257.040	10.537.110	14.022.929	9.852.923	13.525.353
Pasivos totales	Miles de pesos	16.583.115	16.131.811	16.773.522	16.692.271	19.736.893	19.015.054	20.757.420
Pasivos con entidades relacionadas	Miles de pesos	0	0	0	0	0	4.449.946	0
Deuda financiera corriente	Miles de pesos	686.289	2.737.668	7.571.909	1.188.900	490.377	1.925.004	1.112.561
Deuda financiera no corriente	Miles de pesos	8.930.187	5.960.022	3.750.653	10.248.674	13.817.537	9.743.349	13.499.678
Deuda financiera bruta	Miles de pesos	9.616.476	8.697.690	11.322.562	11.437.574	14.307.914	11.668.353	14.612.239
Deuda financiera neta	Miles de pesos	7.825.897	7.186.656	9.795.098	10.231.067	12.642.010	11.549.557	13.364.588
Patrimonio	Miles de pesos	14.285.372	10.671.499	10.458.572	8.174.477	6.478.345	5.999.175	6.566.697
RESULTADOS Y FLUJOS								
Ingresos ordinarios	Miles de pesos	15.883.300	14.589.370	13.225.693	12.884.811	14.515.925	7.075.335	7.335.282
Costo de ventas	Miles de pesos	18.658.823	13.733.099	10.109.460	10.633.999	12.509.716	6.284.267	6.588.448
Ganancia bruta	Miles de pesos	-2.775.523	856.271	3.116.233	2.250.812	2.006.209	791.068	746.834
Margen bruto	%	-17,5%	5,9%	23,6%	17,5%	13,8%	11,2%	10,2%
Gastos de administración	Miles de pesos	3.970.291	3.644.786	2.513.695	3.220.307	3.922.954	1.780.549	1.611.269
Eficiencia	%	25%	25%	19%	25%	27%	25%	22%
Resultado Operacional	Miles de pesos	-6.745.814	-2.788.515	602.538	-969.495	-1.916.745	-989.481	-864.435
Margen Operacional	%	-42,5%	-19,1%	4,6%	-7,5%	-13,2%	-14,0%	-11,8%
Depreciación y Amortización	Miles de pesos	5.402.894	3.121.192	2.722.814	2.530.273	2.411.995	1.113.358	1.200.180
EBITDA	Miles de pesos	-1.342.920	332.677	3.325.352	1.560.778	495.250	123.877	335.745
EBITDA 12 meses	Miles de pesos	-1.342.920	332.677	3.325.352	1.560.778	495.250	792.837	707.118
Margen EBITDA	%	-8,5%	2,3%	25,1%	12,1%	3,4%	1,8%	4,6%
Flujo Operacional	Miles de pesos	-758.075	-835.813	1.868.437	1.242.916	1.938.113	1.724.502	662.703
Capex	Miles de pesos	3.655.713	2.858.709	1.143.781	1.127.389	4.127.887	2.087.151	973.821
EBITDA-Capex	Miles de pesos	-4.998.633	-2.526.032	2.181.571	433.389	-3.632.637	-1.963.274	-638.076
Ingresos Financieros	Miles de pesos	11.196	22.393	6.728	4.676	142.003	138.014	43.952
Gastos Financieros	Miles de pesos	461.183	478.960	517.782	587.883	1.507.393	316.472	424.223
Resultado Neto	Miles de pesos	-752.998	-3.613.873	-212.927	-2.284.095	-1.696.132	-2.175.302	88.352
INDICADORES FINANCIEROS								
Liquidez	Veces	1,42	0,96	0,66	1,18	1,13	0,58	0,93
Endeudamiento total	Veces	1,16	1,51	1,60	2,20	3,05	3,17	3,16
Endeudamiento financiero	Veces	0,67	0,82	1,08	1,40	2,21	1,94	2,23
Endeudamiento financiero neto	Veces	0,55	0,67	0,94	1,25	1,95	1,93	2,04
Deuda / activo total	%	53,7%	60,2%	61,6%	68,8%	75,3%	76%	76%
Cobertura de gastos financieros brutos	Veces	-2,91	0,69	6,42	2,65	0,33	0,39	0,79
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Veces	-5,83	21,60	2,95	6,56	25,53	14,57	18,90
ROA de EBITDA	%	-4,4%	1,2%	12,2%	6,0%	1,9%	0,5%	1,2%
ROA de Resultado	%	-2,4%	-13,5%	-0,8%	-8,7%	-6,5%	-8,7%	0,3%
ROE	%	-5,3%	-33,9%	-2,0%	-27,9%	-26,2%	-36,3%	1,3%
ROS	%	-4,7%	-24,8%	-1,6%	-17,7%	-11,7%	-30,7%	1,2%
Capex/Ingreso	%	23,0%	19,6%	8,6%	8,7%	28,4%	29,5%	13,3%

Fuente: EEFF proporcionados por la compañía y CMF.

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Evolución de ratings

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bono senior	Tendencia	Motivo
Oct-22	BBB-	A+	Estable	Primera Clasificación
Oct-23	BBB-	A+	Estable	Reseña Anual

Definición de categorías

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “-“ indica una menor protección dentro de la misma categoría.

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

La subcategoría “+“ indica una mayor protección dentro de la misma categoría.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.

¹ Flujos de caja disponibles para el servicio de la deuda, sobre cupones (capital e interés). Los flujos para el servicio de la deuda corresponden a los ingresos mensuales en virtud del contrato con TNT Sports.

² Se considera el intervalo entre el segundo y penúltimo año, pues en estos períodos los cupones alcanzan sus niveles máximos. Esto debido a que el bono considera un período de gracia de un año para el pago de capital, y a que en el último año el monto remanente de amortización es menor. En consecuencia, los ratios de cobertura son mayores en el primer y último año.

³ Corresponde al ítem “remuneraciones” según el desglose de “costo de ventas” en las notas explicativas de los estados financieros del emisor.