



## ACCIÓN DE RATING

5 de noviembre, 2025

### Reseña anual de clasificación

#### RATINGS

##### Azul Azul S.A.

Bonos	A+
Solvencia	BBB+
Tendencia	En observación
Estados Financieros	2T-2025

#### METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de servicios](#)

#### CONTACTOS

**Francisco Loyola** +56 2 2896 8205  
Gerente de Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

**Fernando Villa** +56 2 2896 8207  
Director Senior  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

## Azul Azul S.A.

### Reseña anual con cambio de clasificación de solvencia

**ICR aumenta a categoría BBB+, desde categoría BBB-, la clasificación de solvencia de Azul Azul S.A., manteniendo la tendencia “En Observación”. La clasificación de sus bonos estructurados se mantiene en categoría A+/En Observación.** El cambio en la clasificación de solvencia considera los siguientes factores:

- ❖ Azul Azul S.A. ha presentado un notorio fortalecimiento en su capacidad de generación de ingresos y EBITDA, durante al menos cinco semestres. Tras la colocación de bonos en 2022, la administración ha estado enfocada en el fortalecimiento financiero de la sociedad, lo que se ha apoyado en covenants que la obligan a mantener controlados sus niveles de eficiencia. Como resultado, Azul Azul ha mantenido una trayectoria creciente en ingresos, EBITDA y márgenes.

En efecto, el margen EBITDA pasó de 3,4% en 2022, a posicionarse en niveles entre 18% y 22% a partir de 2023. A junio de 2025, la sociedad reportó un EBITDA de \$3.671 millones, anotando un crecimiento de 54% respecto al primer trimestre de 2024, y manteniendo un margen de 18,7% sobre ingresos.

Lo anterior refleja también un foco en la expansión de los ingresos de largo plazo. En efecto, los ingresos comerciales se incrementaron 43% durante 2024 y 28% durante el primer semestre de 2025. Recientemente la sociedad renovó hasta 2030 el contrato con Adidas, lo que refuerza su capacidad de mantener acuerdos comerciales de largo plazo con sus principales patrocinadores, lo que brinda fortaleza a los resultados operativos.

- ❖ Los saldos de obligaciones financieras han bajado de manera consistente tras la colocación de sus bonos en diciembre de 2022, debido a un perfil de amortización con cupones mensuales de capital e intereses, pagados con los flujos de ingresos de televisión local, que permiten cubrir en más de 2x el servicio de la deuda. Esta estructura ha posibilitado una reducción progresiva en el apalancamiento de la sociedad y en sus gastos financieros, lo que, en conjunto con el buen desempeño operacional, ha propiciado mejoras sostenidas en los indicadores de apalancamiento financiero y de deuda financiera neta sobre EBITDA. Entre diciembre de 2022 y junio de 2025, estos indicadores disminuyeron desde 2,2x hasta 1,3x, y desde 25,5x hasta 1,9x respectivamente.

En síntesis, observamos un robustecimiento significativo en la capacidad de generación de flujos de caja y en la estructura de capital de la sociedad, lo que está reforzado por componentes de largo plazo en cuanto a la generación de ingresos y control de costos, y a una continua reducción en el saldo de obligaciones financieras.

En la medida que la sociedad continúe exhibiendo consistencia en su desempeño financiero, su rating de solvencia podría volver a ajustarse al alza, considerando que todavía mantiene una brecha con respecto su benchmark, que responde fundamentalmente a la volatilidad histórica de sus resultados.

En relación al bono serie BULLA-A, la presente acción de rating no contempla mejoras, debido a que este instrumento cuenta con una estructura de pagos aislada del EBITDA de la sociedad, al ser cubiertos directamente con los flujos provenientes del contrato con TNT Sports, lo que le otorga una calidad crediticia distinta a la solvencia del emisor.

Por último, mantenemos la tendencia “En observación”, en atención a las observaciones formuladas por la CMF a la operación verificada en el principal accionista de la Sociedad, por parte de una sociedad relacionada con su presidente, Michael Clark. Si bien, a efectos de subsanar las discrepancias con la CMF, en abril de 2025 se llevó a cabo una OPA por el 100% de las acciones serie B de Azul Azul, instancia que posteriormente fue declarada no exitosa, todavía existen recursos judiciales vigentes, abiertos por uno de los directores y accionistas minoritarios, que buscan anular la operación.

En consecuencia, la tendencia “En Observación” refleja la necesidad de revisar continuamente el desarrollo legal del caso, y las potenciales consecuencias que pueda tener a nivel de estructura de propiedad, gobierno corporativo y en las operaciones rutinarias de Azul Azul S.A.

## 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 es controlada por el FIP Tactical Sport, que posee el 63,07% de la propiedad de la entidad, a través de BCI Corredores de Bolsa (agente custodio). A su vez, el fondo Tactical Sport pertenece en un 90% al presidente de Azul Azul Michael Clark, quien adquirió dicha participación en diciembre de 2024.

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, estableciéndose dicha fecha tras la cancelación de la obligación tributaria que adquirió como codeudora de la CORFUCH, la que fue pagada mediante la emisión de bonos corporativos en 2022.

Actualmente la principal fuente de ingresos de Azul Azul corresponde a borderó y abonos, que corresponden a pagos percibidos por la sociedad producto de la venta de entradas por partidos de local y por pagos de abonados.

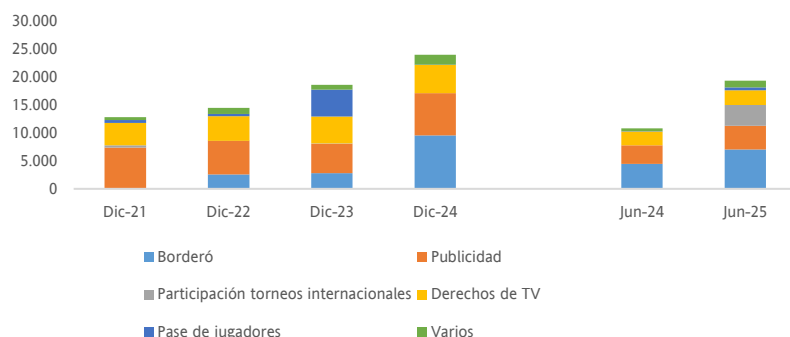
Destacan también los flujos provenientes de actividades de comercialización, establecidos principalmente por medio de contratos de publicidad y auspicio con entidades corporativas, estructurados a largo plazo. Además, obtiene beneficios por ventas en su tienda oficial, escuelas de fútbol, licencias y publicidad en pantallas LED durante los partidos.

Otra fuente importante de ingresos corresponde a los derechos de televisión 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 televisión se encuentra vigente hasta el año 2033.

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.

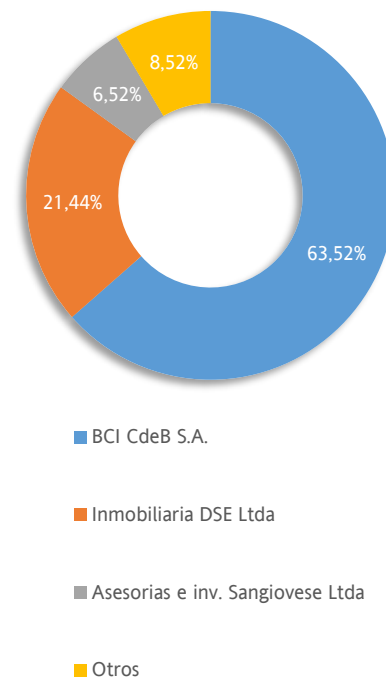
Finalmente, Azul Azul genera ingresos mediante la transferencia de jugadores, incluyendo la venta de pases y préstamo de deportistas, así como derechos de solidaridad, que son pagos adicionales que percibe la sociedad por futbolistas formados en la institución. Si bien las transferencias de jugadores no representan una fuente continua de ingresos, sí son un factor importante en la obtención de utilidades, especialmente cuando se trata de jugadores formados en el club.

**Borderó y publicidad representaron en conjunto el 58% de los ingresos del primer semestre de 2025**  
Distribución de ingresos por línea de negocio (millones de pesos)



Fuente: CMF

Listado de accionistas de la compañía



Fuente: CMF, información a septiembre de 2025

## DIRECTORIO

Michael Clark	Presidente
Cecilia Pérez	Vicepresidente
Andrés Weintraub	Director
Daniel Schapira	Director
Héctor Humeres	Director
Roberto Nahum	Director
Juan Pablo Pavez	Director
Cristián Aubert	Director
Aldo Marín	Director
José Ramón Correa	Director
Eduardo Schapira	Director

Fuente: CMF, información a octubre 2025

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

**Azul Azul cuenta con una sólida posición de mercado. Se ubica entre los tres líderes históricos de la industria en términos de patrimonio e ingresos**

Azul Azul destaca como una de las principales 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 2024, Azul Azul se situó en el segundo lugar de la industria, posicionándose por detrás de Blanco y Negro.

Estimamos la escala como un factor favorable para la clasificación, ya que, es reflejo de una alta capacidad de atracción de audiencia, y en consecuencia, propicia la adjudicación de contratos relevantes que otorguen robustez a sus flujos de caja, además de una buena capacidad de negociación con proveedores relevantes.

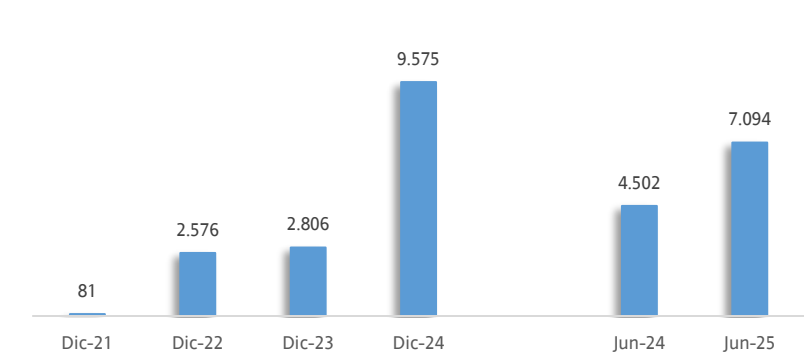
**Apoyo incondicional de hinchas fortalece generación de ingresos por borderó y otorga mayor visibilidad para potenciales sponsors**

En línea con lo anterior, queda en evidencia que la sociedad goza de un sólido posicionamiento de marca, el cual se respalda por una amplia audiencia y capacidad de atracción de fanáticos. Esto 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. Esta fortaleza se ve reflejada en la alta contribución de ingresos por borderó a los resultados de la sociedad, que contribuyeron con casi el 40% de los ingresos ordinarios durante 2024.

Destacamos que luego del debilitamiento de los ingresos por borderó en los años de pandemia, esta actividad ha mostrado una trayectoria creciente a tasas muy elevadas, aumentando sus ingresos en más de 240% durante 2024 y en 58% durante el primer semestre de 2025.

**Sólida recuperación de ingresos por borderó tras periodos de confinamiento**

Evolución de ingresos por borderó (millones de pesos)



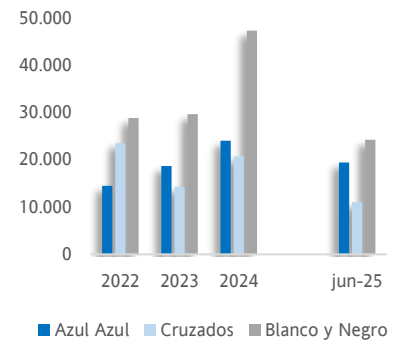
Fuente: CMF

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

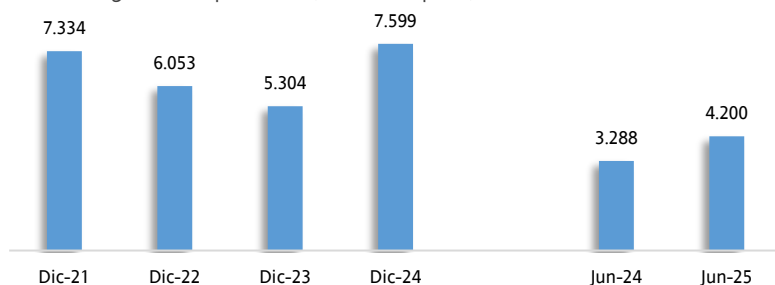
### Elevada porción de ingresos se explica por contratos y relaciones comerciales de largo plazo con sólidas contrapartes

Luego de caídas en los ingresos por concepto de publicidad en 2022 y 2023, destacamos los esfuerzos de la administración por potenciar este segmento de negocio, lo que ha resultado en incrementos de 43% en sus ingresos durante 2024, y de 28% a junio de 2025.

La alta popularidad del club Universidad de Chile ha posibilitado que la compañía mantenga una alta capacidad de negociación de contratos de publicidad y auspicios con diversas entidades, entre las que figuran Adidas y Jugabet como sus principales *sponsors*. Recientemente la sociedad alcanzó un acuerdo para extender el contrato con Adidas hasta el año 2030, hito que ocasiona un impacto positivo en la capacidad de generación de ingresos de largo plazo. En general, los contratos de esta naturaleza se establecen en plazos que oscilan entre uno y cuatro años, lo que brinda un componente de estabilidad a los resultados operativos.

### 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

Destacamos también la estabilidad y robustez de los ingresos por concepto de televisación de la competencia local, estructurados mediante el contrato que tiene la ANFP en representación de todos los clubes con TNT Sports, que se extiende hasta el año 2033. Estos ingresos han crecido a una tasa anual compuesta de 6,1% entre 2020 y 2024.

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

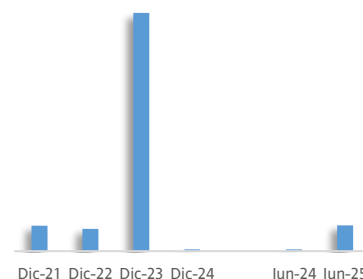
La sociedad opera en un mercado con una capacidad de fijación de precios que se sitúa en el rango medio-bajo. En el caso de los ingresos derivados de la televisación local, estos están determinados por estructuras tarifarias establecidas en los términos de licitación de TNT, con contratos a largo plazo. 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 televisación internacional, la sociedad también opera como "tomadora de precios", ya que estos se determinan en función de la competición en la que participa y las diferentes etapas del torneo.

Sin embargo, consideramos que existe una mayor capacidad de negociación de precios en los contratos de comercialización. Lo anterior, 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.

### Ventas de pases representan una fuente volátil de ingresos

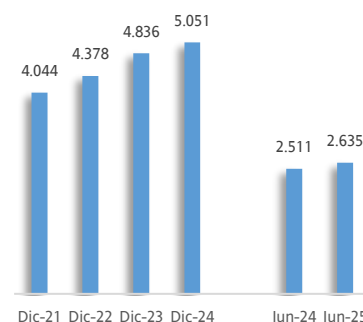
Evolución de ingresos (MM\$) por pase de jugadores (incluye venta de jugadores, préstamo de jugadores y derechos de solidaridad)



Fuente: CMF

### Ingresos por televisación sujetos a contrato de largo plazo, siguen una tendencia creciente

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



Fuente: CMF

## Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

### Fuerte crecimiento de ingresos en ejercicios recientes, impulsados por borderó y actividades comerciales

Si bien la sociedad ha presentado una trayectoria creciente en sus ingresos desde el año 2022, el año 2024 se destacó particularmente por una fuerte expansión de los ingresos por concepto de borderó (+241%) y de publicidad (+43,3%), actividades que representan fuentes cruciales en la generación de ingresos recurrentes. En total, los ingresos ordinarios se incrementaron 28,8% durante 2024, extendiendo el alza durante el primer semestre de 2025 (+79%), también gracias al sólido dinamismo de borderó y actividades comerciales.

Vemos como un factor positivo, y que ha contribuido a la mejora en el rating de solvencia del emisor, el hecho de mostrar un fortalecimiento en sus principales fuentes de generación de ingresos, especialmente aquellas que se encuentran ligadas a contratos o acuerdos comerciales de largo plazo.

### Foco en gestión financiera propicia una mejora significativa en los márgenes operativos e indicadores de eficiencia, apoyada en restricciones que limitan gastos de personal

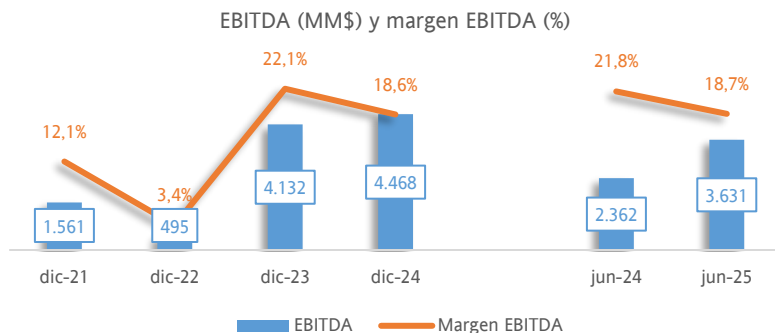
En cuanto a los costos operativos y de administración, a partir de 2022, la compañía ha implementado un plan de eficiencia en costos, lo que ha contribuido a aumentar y estabilizar sus márgenes. Además, el contrato de emisión de bonos establece dentro de sus restricciones, un covenant que limita la relación entre remuneraciones e ingresos, lo que ha generado un incentivo permanente a mantener controlados los gastos de personal.

Lo anterior ha tenido resultados notorios en ciertos indicadores de eficiencia, tales como la relación entre gastos de administración e ingresos, que se ha reducido sostenidamente desde 27% al cierre de 2022 hasta 14,7% a junio de 2025, posicionándose en niveles más cercanos a los observados en la competencia.

En consecuencia, lo antes expuesto ha tenido un fuerte impacto en el EBITDA del emisor durante los últimos años, alcanzando niveles superiores a \$4 mil millones en 2023 y 2024, y manteniendo una sólida tendencia creciente durante 2025.

### EBITDA y margen EBITDA se incrementan a junio de 2025, respecto del primer semestre de 2024

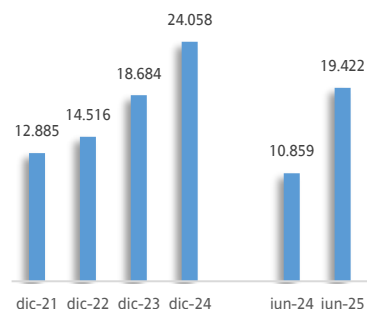
Evolución EBITDA (millones de pesos) y margen EBITDA (%)



Fuente: CMF

### Borderó y publicidad impulsan la tendencia creciente en ingresos

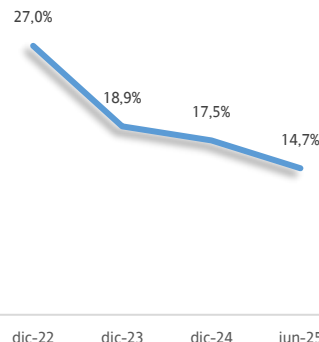
Evolución ingresos ordinarios (millones de pesos)



Fuente: CMF

### Gestión financiera y restricciones contractuales, propician una mejora sostenida en eficiencia

Evolución de indicador de gastos de administración / ingresos



Fuente: CMF

Consideramos que, de consolidarse esta posición financiera, con una trayectoria creciente en ingresos recurrentes y un fuerte control de costos, el rating de solvencia de esta sociedad podría volver a incrementarse en el mediano plazo.

### Endeudamiento financiero decreciente, gracias a acumulación de utilidades y amortizaciones de capital continuas

Al cierre de junio de 2025, Azul Azul mantenía obligaciones financieras que comprendían únicamente sus bonos emitidos en diciembre de 2022, los que, al contar con un perfil de amortización de capital mensual, han permitido reducir continuamente la carga financiera de la entidad, que no ha requerido nuevos financiamientos para cubrir sus necesidades operativas. Esto, combinado con el fortalecimiento patrimonial ocasionado por los positivos resultados obtenidos desde el año 2023, han impulsado una fuerte tendencia a la baja en el endeudamiento financiero, que se ha reducido desde 2,2x al cierre de 2022 hasta 1,3x a junio de 2025, y que esperamos continúe su trayectoria decreciente en los próximos trimestres.

Asimismo, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA presenta una trayectoria decreciente en el tiempo, ubicándose en 1,9x a junio de 2025, lo que contrasta muy favorablemente con el plazo promedio remanente de la deuda, y refleja de buena manera la mejora que ha experimentado el emisor en su fortaleza financiera.

Al igual que en el ámbito de eficiencia, la reducción en el apalancamiento financiero de Azul Azul explica en parte la mejora en la solvencia del emisor, y la estructura de capital de la sociedad ha continuado reduciendo brechas con respecto a su *benchmark*. En consecuencia, de mantener y consolidar esta sólida trayectoria, la solvencia del emisor podría enfrentar nuevos ajustes al alza en el mediano plazo.

## Clasificación de riesgo de bono estructurado: Categoría A+

### Flujo de ingresos por televisión local priorizan el cumplimiento de obligaciones financieras sobre otros pagos del emisor

La estructura de los bonos de Azul Azul está diseñada para que la ANFP realice pagos directos a los tenedores de bonos, a través de los flujos de ingresos provenientes del contrato de televisión con TNT Sports.

Este mecanismo garantiza que la cobertura del servicio de la deuda no dependa del EBITDA del emisor, sino que se realicen directamente a partir de los ingresos asociados a un contrato de largo plazo. De esta forma, las obligaciones financieras cuentan con prioridad de pago sobre cualquier otro egreso del emisor, asegurando una fuente de pago preferente.

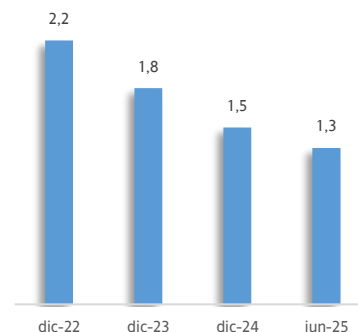
### Sólida estructura de bonos: Calendario de amortización alineado con contrato, cuenta de reserva y prenda a favor de bonistas

Este instrumento financiero se caracteriza por tener un perfil de amortización que consta de cuotas trimestrales uniformes que incluyen pagos de capital e intereses, distribuidas 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 se extiende hasta 2033. Esta alineación garantiza una reducción significativa del riesgo de refinanciamiento, al asegurar que los ingresos coincidan en todo momento con los pagos de cuotas hasta la extinción del instrumento.

Además, la estructura incorpora una cuenta de reserva para el servicio de la deuda, alimentada mensualmente con los ingresos del contrato de televisión. Esta cuenta asegura que siempre se disponga del próximo cupón trimestral y, al menos, mantiene un

Resultados y estructura de la deuda propician una tendencia decreciente en endeudamiento financiero

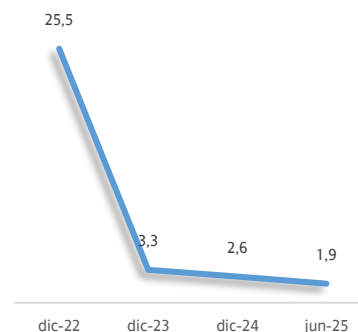
Pasivos financieros sobre patrimonio (x)



Fuente: CMF

Deuda financiera neta sobre EBITDA muestra trayectoria sostenidamente a la baja

Deuda financiera neta sobre EBITDA (n° veces)



Fuente: CMF

saldo equivalente a un cupón de pago, permitiendo así un saldo constante 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 cual proporciona un respaldo sólido que refuerza la capacidad de pago de las obligaciones financieras con un margen de seguridad razonable.

#### **Cobertura de servicio de la deuda<sup>1</sup> consistente con rango de categoría A, inclusive en un escenario adverso**

Los ingresos provenientes del contrato que respalda la emisión presentan una amplia holgura respecto de los flujos requeridos para el pago de las obligaciones. De esta forma, en promedio, entre 2025 y el penúltimo año de vigencia del bono, los ingresos por televisión local deberían evidenciar un ratio de cobertura de servicio de la deuda promedio de 2,47 veces, 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, donde los ingresos por este concepto podrían reducirse en aproximadamente un 14%, la cobertura de servicio de la deuda se mantendría en alrededor de 2,13 veces durante el mismo período, lo que sigue cumpliendo con los niveles requeridos para la categoría asignada.

#### **Contraparte del contrato que respalda las obligaciones cuenta con muy buena calidad crediticia, lo que minimiza el riesgo de incumplimiento**

La clasificación asignada considera, además, un muy bajo riesgo de contraparte, considerando que la entidad con la cual la ANFP mantiene el contrato de televisión, TNT Sports, es una marca del conglomerado Warner Discovery Inc., sociedad que cuenta con clasificaciones de riesgo internacionales vigentes, en categoría BB+ en escala internacional, que sería equivalente a un rating más elevado en escala local.

#### **Contrato de televisión robusto, con bajas probabilidades o incentivos de término anticipado**

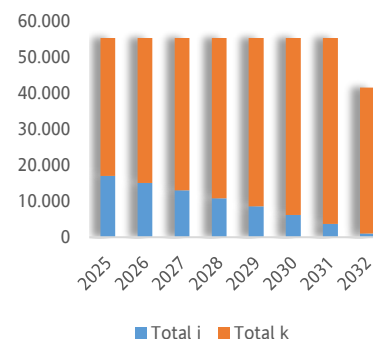
El contrato de televisión con TNT Sports establece diversas obligaciones a las partes. Bajo este acuerdo de largo plazo, se establecen pagos fijos a los clubes del fútbol profesional, quedando además estipulados en los estatutos de la ANFP.

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 televisión 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 televisión 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

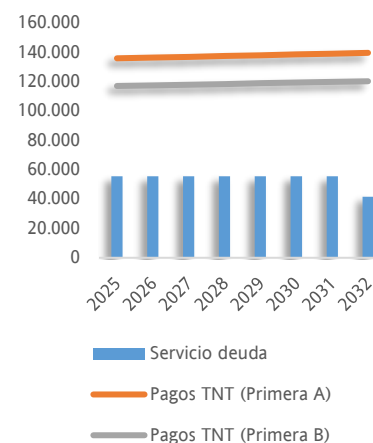
**Bono estructurado con cuotas iguales hasta 2031**  
Perfil de amortización del bono, en UF



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



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.

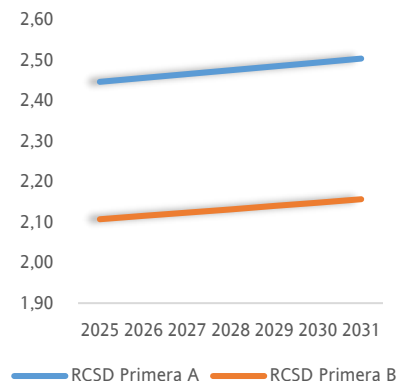
#### Correlación significativa entre desempeño financiero del emisor y activo que respalda obligaciones

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.

Por lo tanto, 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. Entonces, considerando que los flujos de caja operacionales del emisor han sido históricamente volátiles, la prescindencia de parte de estos ingresos sugiere la necesidad de continuar reforzando la estrategia implementada por la actual administración enfocada en una óptima gestión de costos, para fortalecer su generación de flujos.

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.

Ratios de cobertura consistentes con rating A  
Ratios de cobertura de servicio de la deuda (veces)



Fuente: Elaboración propia, datos Azul Azul

## Principales características de la emisión

<b>Monto máximo</b>	UF 500.000 (línea)
	UF 400.000 (serie)
<b>Vencimiento</b>	Septiembre 2032
<b>Tipo</b>	Amortizable, cupones iguales a partir del segundo año. Un año de gracia para el pago del capital.
<b>Tasa interés</b>	6%
<b>Pagador</b>	ANFP
<b>Origen de flujos</b>	Contrato TNT Sports (Warner Discovery Inc.)
<b>Rescate anticipado</b>	Sí
<b>Garantías y refuerzos</b>	Cuenta de reserva para el servicio de la deuda
	Prenda sobre créditos contra ANFP, en virtud del contrato de televisión con TNT Sports
<b>Uso de fondos</b>	UF 350 mil para refinanciamiento
	UF 50 mil para capital de trabajo

## Covenants asociados a ratios financieros

	Deuda neta / patrimonio		Deuda neta / ingresos		Remuneraciones / ingresos	
Fecha	Exigido	Efectivo	Exigido	Efectivo	Exigido	Efectivo
4T-24	2,2	1,2	1,1	0,463	0,625	0,371
1T-25	2,2	1,36	1,1	0,472	0,625	0,372
2T-25	2,2	1,02	1,1	0,319	0,625	0,332

## Resumen financiero Azul Azul S.A.

	Denominación	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
<b>BALANCE</b>							
Caja	Miles de pesos	1.206.507	1.665.904	812.088	2.024.494	905.359	2.323.121
Activos corrientes	Miles de pesos	7.285.060	6.456.219	6.429.375	8.306.873	8.976.589	13.025.343
Activos financieros corrientes	Miles de pesos	0	571.477	540.433	571.607	560.192	580.323
Activos no corrientes	Miles de pesos	17.581.688	19.759.019	21.985.049	22.670.677	21.488.196	19.620.751
Activos totales	Miles de pesos	24.866.748	26.215.238	28.414.424	30.977.550	30.464.785	32.646.094
Pasivos corrientes	Miles de pesos	6.155.161	5.713.964	7.036.130	9.092.793	8.562.305	10.636.218
Pasivos no corrientes	Miles de pesos	10.537.110	14.022.929	13.363.574	12.625.777	13.292.779	11.859.267
Pasivos totales	Miles de pesos	16.692.271	19.736.893	20.399.704	21.718.570	21.855.084	22.495.485
Deuda financiera corriente	Miles de pesos	802.215	490.377	1.394.004	1.471.735	1.400.625	1.545.525
Deuda financiera no corriente	Miles de pesos	6.857.873	13.817.537	13.103.175	12.244.506	12.688.802	11.747.740
Deuda financiera bruta	Miles de pesos	7.660.088	14.307.914	14.497.179	13.716.241	14.089.427	13.293.265
Deuda financiera neta	Miles de pesos	6.453.581	12.642.010	13.685.091	11.691.747	13.184.068	10.970.144
Patrimonio	Miles de pesos	8.174.477	6.478.345	8.014.720	9.258.980	8.609.701	10.150.609
<b>RESULTADOS Y FLUJOS</b>							
Ingresos ordinarios	Miles de pesos	12.884.811	14.515.925	18.684.003	24.057.808	10.859.045	19.422.115
Costo de ventas	Miles de pesos	10.633.999	12.509.716	13.380.725	18.046.118	7.723.248	15.100.001
Ganancia bruta	Miles de pesos	2.250.812	2.006.209	5.303.278	6.011.690	3.135.797	4.322.114
Margen bruto	%	17,5%	13,8%	28,4%	25,0%	28,9%	22,3%
Gastos de administración	Miles de pesos	3.220.307	3.922.954	3.537.838	4.214.509	1.943.432	2.859.301
GAV / ingresos	%	25,0%	27,0%	18,9%	17,5%	17,9%	14,7%
Resultado Operacional	Miles de pesos	-969.495	-1.916.745	1.765.440	1.797.181	1.192.365	1.462.813
Margen Operacional	%	-7,5%	-13,2%	9,4%	7,5%	11,0%	7,5%
EBITDA	Miles de pesos	1.560.778	495.250	4.132.235	4.467.787	2.361.919	3.631.257
Margen EBITDA	%	12,1%	3,4%	22,1%	18,6%	21,8%	18,7%
Flujo Operacional	Miles de pesos	1.242.916	1.938.113	896.142	5.109.445	2.547.781	3.333.537
Compra de pases	Miles de pesos	1.127.389	4.127.887	1.551.383	3.950.644	2.474.660	3.008.359
Ingresos Financieros	Miles de pesos	4.676	142.003	88.441	85.232	46.037	32.261
Gastos Financieros	Miles de pesos	587.883	1.507.393	854.683	833.835	421.770	400.366
Resultado Neto	Miles de pesos	-2.284.095	-1.696.132	1.536.375	1.244.260	594.981	891.629
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>							
Liquidez	Veces	1,2	1,1	0,9	0,9	1,0	1,2
Endeudamiento total	Veces	2,0	3,0	2,5	2,3	2,5	2,2
Endeudamiento financiero	Veces	0,9	2,2	1,8	1,5	1,6	1,3
Endeudamiento financiero neto	Veces	0,8	2,0	1,7	1,3	1,5	1,1
Deuda / activo total	%	67,1%	75,3%	71,8%	70,1%	71,7%	68,9%
Cobertura de gastos financieros brutos	Veces	2,7	0,3	4,8	5,4	5,6	9,1
Cobertura de gastos financieros netos	Veces	2,7	0,4	5,4	6,0	6,3	9,9
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses	Veces	2,7	0,4	5,4	6,0	8,1	7,6
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Veces	4,1	25,5	3,31	2,6	2,1	1,9
ROA de EBITDA	%	6,3%	1,9%	14,5%	14,4%	7,8%	11,1%
ROA de Resultado	%	-9,2%	-6,5%	5,4%	4,0%	2,0%	2,7%
ROE	%	-27,9%	-26,2%	19,2%	13,4%	6,9%	8,8%
ROS	%	-17,7%	-11,7%	8,2%	5,2%	5,5%	4,6%

Fuente: Elaboración propia, datos 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 (solventia) 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 solventia 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 solventia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solventia, 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 solventia.

## Evolución de ratings

Fecha	Clasificación solventia	Clasificación bono senior	Tendencia	Motivo
Oct-22	BBB-	A+	Estable	Primera Clasificación
Oct-23	BBB-	A+	Estable	Reseña Anual
Oct-24	BBB-	A+	Estable	Reseña Anual
Dic-24	BBB-	A+	En observación	Hecho relevante, toma de control
Oct-25	BBB+	A+	En observación	Reseña anual, cambio de clasificación de solventia

## 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 mayor proteccion dentro de la misma categoría.

### 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.

La subcategoría “+” indica una mayor proteccion 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 CONSIDERACIÓN 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, licenciadores 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.

---

<sup>1</sup> 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.