



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Cruzados S.A.D.P.**

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:  
Antonio González G.  
antonio.gonzalez@humphreys.cl

FECHA  
Mayo 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Tendencia	<b>A+</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de diciembre 2021

### Características de la línea de bonos en proceso de inscripción

Plazo máximo	30 años.
Monto máximo	UF 600.000.
Moneda de emisión	UF.
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a la línea se destinarán a financiar a la filial garante con la finalidad que esta los destine a la remodelación y ampliación del Estadio San Carlos de Apoquindo.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Razón deuda financiera neta/EBITDA no superior a 5,0 veces.</li> <li>- Razón de endeudamiento financiero no superior a 1,2 veces.</li> </ul>
Garantías	<p>El emisor y la filial garante deberán otorgar las garantías de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Prenda sobre el contrato de <i>Naming Rights</i>: Prenda sin desplazamiento de primer grado sobre los derechos emanados para la filial garante del contrato de <i>Naming Rights</i>.</li> <li>b) Fianza y codeuda solidaria: Otorga al tenedor de bonos el poder de exigir el cumplimiento total de las obligaciones del emisor y de la filial garante sobre todos los bienes, presentes o futuros.</li> </ul>

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M \$	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de activ. ordinarias	11.136.558	11.260.601	15.577.589	15.221.189	14.081.358
Costo de ventas	-10.185.063	-9.080.871	-12.590.740	-13.718.204	-15.550.899
<b>Ganancia bruta</b>	<b>951.495</b>	<b>2.179.730</b>	<b>2.986.849</b>	<b>1.502.985</b>	<b>-1.469.541</b>
Gastos de administración	-1.541.601	-1.738.086	-1.766.637	-1.637.065	-1.712.302
Costos financieros	-5.177	-4.053	-94.472	-88.793	-149.384
Ganancia antes de impuestos	-810.273	199.346	2.581.746	-533.463	-3.538.301
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>-810.273</b>	<b>199.346</b>	<b>2.581.746</b>	<b>-533.463</b>	<b>-3.538.301</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M \$	2017	2018	2019	2020	2021
Activos corrientes	4.185.496	7.278.231	9.687.728	10.140.660	8.127.453
Activos no corrientes	9.955.027	8.917.301	14.571.927	14.428.999	16.441.787
<b>Total activos</b>	<b>14.140.523</b>	<b>16.195.532</b>	<b>24.259.655</b>	<b>24.569.659</b>	<b>24.569.240</b>
Pasivos corrientes	1.895.178	2.063.323	3.209.062	3.403.321	6.683.103
Pasivos no corrientes	266.763	0	4.690.197	5.339.405	5.597.505
Patrimonio Total	11.978.582	14.132.209	16.360.396	15.826.933	12.288.632
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>14.140.523</b>	<b>16.195.532</b>	<b>24.259.655</b>	<b>24.569.659</b>	<b>24.569.240</b>
Deuda financiera	0	0	0	1.016.921	763.151

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Cruzados S.A.D.P. (Cruzados)** es una sociedad anónima deportiva creada en 2009. Su objetivo es organizar, producir, comercializar y participar en actividades deportivas de carácter profesional relacionadas exclusivamente con el fútbol, ello a través de un contrato de concesión de derechos y arrendamiento de bienes del Club Deportivo Universidad Católica de Chile, con vigencia hasta 2069.

Los principales accionistas de la compañía son Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa con un 44,15%, Fundación Club Deportivo Universidad Católica con un 12,94% y Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa con una participación de 12,40%, estos tres accionistas concentran el 69,49%.

A diciembre de 2021, la compañía generó ingresos consolidados por \$ 14.081 millones y una pérdida de \$ 3.538 millones, pérdida que está relacionada, principalmente, por la baja de ingresos por borderó, baja de ventas de abonos y con el hecho de no haber percibido en el ejercicio ingresos por venta de jugadores, ítem relativamente recurrente en un horizonte de mediano y largo plazo (entre 2017 y 2020 la entrada por venta de jugadores fue en promedio de \$ 1.900 millones anuales y entre 2017 y 2019, por concepto de borderó promedió cerca de \$ 1.500 millones). La deuda financiera actual alcanzó los \$ 763 millones, con un patrimonio total consolidado de \$ 12.289 millones.

Este informe tiene como objeto la inscripción de una línea de bonos por un monto máximo de UF 600.000 por parte de **Cruzados**. Los fondos de los bonos emitidos con cargo a la línea serán utilizados para financiar el proyecto de remodelación y ampliación del estadio San Carlos de Apoquindo, el cual tiene un costo aproximado entre UF 980.000 y UF 1.080.000. El resto de la inversión será financiada con un aumento de capital.

La clasificación del bono ha sido otorgada considerando que, a diciembre de 2021, la empresa presenta una relación Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>1</sup>) de 0,2 veces, pero que, al considerar el aumento de los pasivos financieros producto de la colocación del título de deuda, más los flujos esperados de la inversión asociada a este financiamiento una vez operando, el indicador antes referido se estima en torno a las 3 veces. No obstante, si se realizan sensibilizaciones al retorno y flujos asignados al proyecto, el indicador fluctuaría entre 2,8 veces y 6,9 veces<sup>2</sup>.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación en “*Categoría A+*” de la línea de bono a tomar por **Cruzados**, se han considerado como elementos relevantes la amplia experiencia y *know how* que posee la compañía, el buen posicionamiento del club deportivo dentro del fútbol nacional y, en forma indisoluble, el adecuado perfil de vencimiento de la deuda en relación con la capacidad de generación de flujos de la empresa. Todo ello bajo la premisa que el fútbol nacional y sudamericano, como institucionalidad deportiva, presenta una probabilidad muy alta de mantener su operatividad en el tiempo, permitiendo, así, que puedan manifestarse las fortalezas propias de **Cruzados**.

**Cruzados** presenta una trayectoria consolidada en el rubro del fútbol mediante la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile, mostrando en los años en los que ha operado resultados satisfactorios, tanto deportivos como financieros, en particular si se le compara con otras instituciones deportivas de relevancia nacional.

En lo deportivo, se agrega que Club Universidad Católica es el tercer equipo más importante del país en cuanto a popularidad<sup>3</sup> y a número de campeonatos ganados. Teniendo un 6% de la preferencia de los hinchas a nivel nacional y con 16 títulos nacionales.

Respecto con la estructura de financiamiento informada por la compañía, se valoriza la elevada holgura que existiría entre los flujos esperados de **Cruzados** y los vencimientos anuales<sup>4</sup>, considerando que el bono corporativo implicaría vencimientos anuales no superiores a \$ 1.959 millones (\$ 2.208 millones si se consideran las cuentas por cobrar a empresas relacionadas); en los hechos, el FCLP<sup>5</sup> de la compañía superaría las cuotas anuales entre las 1,7 y 3,1 veces.

En opinión de **Humphreys**, la globalización del fútbol, reflejada, entre otros aspectos, en la transmisión de los partidos de las principales ligas del mundo y en la rápida salida al extranjero de deportistas con mayores habilidades, es un hecho ya consolidado. Por lo tanto, se puede presumir razonablemente que el fútbol chileno y sudamericano, en conjunto con su institucionalidad, ya está adaptada a dicha coyuntura, constatándose que su funcionalidad nunca ha estado en entredicho, así como tampoco su capacidad de generar negocios. En este contexto, se aprecia mejor la estabilidad de las fortalezas enunciadas para

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Considera el aumento de la deuda financiera, sensibilizaciones a las proyecciones realizadas por la compañía y distintas rentabilidades en el periodo proyectado.

<sup>3</sup> Cifra extraída de la última encuesta sobre el futbol chileno realizada en 2019, de la página: [https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user\\_upload/country\\_one\\_pager/cl/\\_20190611\\_encuesta\\_gfk\\_del\\_futbol\\_2019\\_vf.pdf](https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user_upload/country_one_pager/cl/_20190611_encuesta_gfk_del_futbol_2019_vf.pdf).

<sup>4</sup> Considerando amortizaciones e intereses.

<sup>5</sup> FCLP ajustado a los flujos del proyecto.

**Cruzados** y su capacidad de generar los flujos necesarios para responder a sus obligaciones, de acuerdo con el plan de amortización esperada para los bonos.

Es más, la continuidad del fútbol local de los distintos países, en gran parte está asegurada por ser de interés de la Federación Internacional de Fútbol Asociación (FIFA). Y mientras el fútbol esté operativo, es altamente probable que **Cruzados** -por su estilo de administración- destaque a nivel nacional entre las instituciones con mayores logros deportivos y adecuado rendimiento financiero.

Junto con la anterior, la evaluación de la clasificadora incluye como elemento favorable la existencia de flujos relativamente estables, entre ellos los ingresos por abonados, de Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP) y por los derechos de televisión, y los futuros ingresos por *Naming Rights* asociados a la compañía Claro Chile S.A., que, de acuerdo con lo comunicado por la empresa, ascenderían, inicialmente, a las UF 45.000 anuales; los cuales siempre pueden ser entregados como caución para solucionar eventuales ciclos de liquidez coyuntural.

Junto con lo anterior, para efectos de reforzar la liquidez en casos extremos, también está la posibilidad de la venta de "pases" de jugadores, reconociendo que existe cierta relación, entre bajos resultados financieros, mal desempeño deportivo y desvalorización del valor de los "pases" de los jugadores. Sin embargo, se debe mencionar que la compañía ha demostrado la capacidad de vender jugadores en momentos que no necesariamente venían aparejados de éxitos deportivos.

Dentro de los factores desfavorables se ha incluido, la posibilidad del término anticipado de la concesión; sin embargo, dado que ello sólo se puede producir por incumplimientos graves al contrato, se califica como un riesgo con una probabilidad muy baja de ocurrencia. En los hechos **Cruzados** ha dado correcto cumplimiento a los acuerdos establecidos en el contrato de concesión, no existiendo conflictos entre las partes, lo que ha permitido, recientemente, la prórroga por 20 años de contrato, que finalizaba en 2049. A pesar de lo anterior, este es un riesgo que de hacerse efectivo generaría efectos severos en el modelo de negocio de la compañía.

Se recoge dentro de la clasificación, como un elemento ajeno a **Cruzados**, la posibilidad de que la ANFP, pueda ser sancionada por la FIFA, lo cual podría influir en los resultados y viabilidad de la compañía. En un caso extremo la FIFA podría desafiliar a la ANFP, impidiendo la participación de equipos nacionales en campeonatos internacionales; con todo, se debe tener en cuenta que es un riesgo de bajísima probabilidad de ocurrencia, considerando que es una sanción aplicada excepcionalmente a muy pocas federaciones en el mundo y que nunca ha incluido al fútbol chileno. Sin embargo, de concretarse este riesgo produciría un efecto severo en la compañía.

Por último, otro elemento que se recoge como desfavorable, es el giro reducido que presenta **Cruzados**, exclusivamente la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile, lo que limita a la sociedad a ampliar sus líneas de ingreso, además de limitar el tiempo de financiamiento de diversos proyectos ya que quedan acotados al plazo de término de la concesión. Este es un riesgo propio de las concesiones y, por tanto, totalmente internalizado por la compañía; por otro lado, a la fecha, pierde relevancia que el financiamiento se afecte por el plazo de término de la concesión, por cuanto quedan más de 47 años para ello.

La perspectiva de la clasificación se califica en "Estable", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia, ni en los riesgos que afectan a la compañía.

Respecto a los efectos de la pandemia durante 2020 y 2021, sobre los resultados de la sociedad, se estima que se trata de una situación reversible, en particular porque ya se permite, la asistencia de público a los estadios.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Buen posicionamiento.
- Estructura de financiamiento.

#### Fortalezas complementarias

- Experiencia y *Know How*.

#### Fortalezas de apoyo

- Bases de ingresos estables.
- Buen desempeño económico con respecto a sus pares.

#### Riesgos considerados

- Término de la concesión (riesgo de poca ocurrencia, pero que produce efectos importantes).
- Giro reducido.
- Activos con posibilidad de deterioro.
- Resultados económicos dependiente de rendimiento.
- Riesgos externos (riesgo de todo el sector y de muy baja ocurrencia).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2021

A diciembre 2021, la compañía presentó ingresos por \$ 14.081 millones, siendo un 7,5% inferior al mismo periodo de 2020, pérdida que está relacionada, principalmente, por la baja de ingresos por borderó, baja de ventas de abonos y con el hecho de no haber percibido en el ejercicio ingresos por venta de jugadores. En cuanto a los costos de ventas, estos presentan un aumento de un 13,4% con respecto al mismo periodo de 2020 llegando a \$ 15.551 millones, explicado por un crecimiento de 19,9% en remuneraciones y de 26,4% en la amortización de pases de jugadores profesionales, los gastos de administración siguieron una tendencia similar, exhibiendo un aumento de un 4,6%, llegando a una relación gastos de administración sobre ingresos de 12,2%.

Producto de lo descrito anteriormente la compañía, a diciembre de 2021, generó una pérdida de \$ 3.538 millones muy inferior a la ganancia presentada en el año 2020 (\$ 2.582 millones).

A diciembre de 2021, la compañía presenta una deuda financiera que llega los \$ 763 millones, además presentó cuentas por pagar a empresas relacionados que alcanzan los \$ 4.730 millones, exhibiendo un patrimonio de \$ 12.289 millones.

## Hechos recientes

En noviembre de 2021, se confirma la prórroga a **Cruzados** de la concesión por 20 años adicionales a partir del año 2049.

En febrero de 2022, se anuncia el acuerdo entre **Cruzados** y Claro Chile S.A. para asignar el nuevo nombre al Estadio San Carlos de Apoquindo, los cuales presentaría ingresos comprometidos por UF 965.000 en un contrato por 20 años.

En marzo de 2022, se acordó aumentar el capital de la compañía en \$ 10.595 millones<sup>6</sup>, asociados a la modernización del Estadio San Carlos de Apoquindo.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del 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.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Experiencia y Know How:** **Cruzados** presenta una adecuada experiencia, con más de 11 años de trayectoria en la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile, mostrando en los años que ha operado resultados satisfactorios tanto deportivos como financieros. En los hechos la

---

<sup>6</sup> Cifra en base a información enviada por la compañía, siendo 84.758.665 acciones a un precio por acción de \$ 125.

compañía se encuentra con una tendencia al alza en los ingresos si se comparan los años 2017 y 2021, incluso presentando una disminución en el año 2021, la compañía ha crecido en ingresos un 26% en los últimos cinco años. En lo deportivo destaca como el equipo con mayor cantidad de puntos en los últimos diez años en el campeonato nacional. Esto último cobra importancia porque, en mayor o menor grado, los ingresos de la sociedad dependen del prestigio deportivo del club Universidad Católica.

**Buen Posicionamiento: Cruzados** tiene la concesión de administración del Club Universidad Católica de Chile, el cual es el tercer equipo de fútbol más importante del país con respecto al número de hinchas y al número de campeonatos ganados. Según datos de la encuesta de GFK Adimark, Universidad Católica concentra el 6%<sup>7</sup> de los hinchas totales a nivel nacional, ubicándose en el tercer puesto, sin embargo, distante de Colo-Colo (42%) y Universidad de Chile (20%); en relación con el número de campeonatos nacionales ganados, Universidad Católica cuenta con 16 títulos de primera división de Chile.

**Estructura de financiamiento:** La estructura del bono que planea colocar **Cruzados** presenta amplias holguras en sus vencimientos anuales con respecto a la generación de flujo de la compañía. Si se considera el EBITDA promedio de los últimos 5 años, \$ 2.966 millones se tiene que su monto supera en 1,5 veces el máximo vencimiento (1,3 veces si se considera las cuentas por pagar a entidades relacionadas).

**Buen desempeño económico con respecto a sus pares:** La compañía se ha caracterizado por presentar un adecuado desempeño financiero con respecto a sus pares, en efecto los ingresos de **Cruzados** han presentado un crecimiento promedio en los ingresos entre 2017-2021 de 26%, superior a su competencia directa en el mismo periodo, caso similar ocurre con algunos ratios financieros como liquidez y endeudamiento. La liquidez de la compañía en promedió entre 2017 y 2021 es 1,2 veces. En cuanto a su nivel de endeudamiento, a diciembre de 2021, presenta un *leverage* de 1,0 vez; en ambos casos, son ratios de mejor calidad que la industria, de acuerdo con la información pública disponible a la fecha. Además, si se considera la posible emisión de un bono por 600.000 UF y el aumento de capital para financiar el proyecto por \$ 10.595 millones, el *leverage* quedaría alrededor de 1,4 veces.

**Base de ingresos estable:** La compañía presenta flujos relativamente estables, entre los que se consideran los ingresos por abonados y por derechos de televisión, también se consideran flujos por *Naming Right* (actualmente existe contrato con Claro Chile). Porcentualmente los ingresos calificados más estables, como ingresos televisivos, derechos de ANFP y los ingresos por entradas, representan en promedio entre 2017 y 2021 un 46,2%<sup>8</sup> del total de ingresos, si a lo anterior se suman los ingresos por publicidad, los cuales tienden a ser contratos de más de 2 o 3 años, esta base llega a 81,8%<sup>9</sup>.

<sup>7</sup>Cifra extraída de la última encuesta realizada por GFK Adimark el año 2019, disponible en [https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user\\_upload/country\\_one\\_pager/cl/\\_20190611\\_encuesta\\_gfk\\_del\\_futbol\\_2019\\_vf.pdf](https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2405078/cms-pdfs/fileadmin/user_upload/country_one_pager/cl/_20190611_encuesta_gfk_del_futbol_2019_vf.pdf).

<sup>8</sup> Se consideran los ingresos de ANFP, derechos de TV, retiros CDF, borderó y cuotas de socios. Es importante mencionar que durante gran parte de 2020 y 2021 no se recibieron ingresos por ventas de entradas por la actual pandemia, sin embargo, se trata un caso excepcional y se siguen considerando como ingresos estables para el análisis.

<sup>9</sup> Se consideran los ingresos de ANFP, derechos de TV, retiros CDF, borderó, cuotas de socios e ingresos comerciales. Es importante mencionar que durante gran parte de 2020 y 2021 no se recibieron ingresos por ventas de entradas por la actual pandemia, sin embargo, se trata un caso excepcional y se siguen considerando como ingresos estables para el análisis.

## Factores de riesgo

**Término de concesión: Cruzados** mantiene un contrato concesión con la Fundación Club Deportivo Universidad Católica de Chile el cual tiene una vigencia hasta el año 2069<sup>10</sup>, aunque siempre existe la posibilidad de término anticipado de la concesión, lo cual produciría un efecto severo en el modelo de negocio de la compañía. Sin embargo, cabe mencionar que se considera que este es un riesgo de muy baja ocurrencia, debido que requiere de incumplimientos graves en el contrato por parte de la sociedad, lo que no se avizora dado el comportamiento mostrado por la compañía.

**Giro reducido: Cruzados** es una sociedad anónima deportiva creada exclusivamente para la administración del contrato de concesión de derechos y arrendamiento de bienes del Club Deportivo Universidad Católica de Chile, cuyo contrato de concesión delimita expresamente lo que puede o no puede realizar la compañía, esto limita a la empresa a ampliar sus líneas de negocios y limitar el financiamiento de diversos proyectos (fin del plazo de concesión en 2069).

**Activos con posibilidad de deterioro:** La compañía no está ajena a la posibilidad de pérdida de valor de sus jugadores, ya sea por mal rendimiento de los mismos, lesiones, malos resultados económicos del club, etc. Cabe mencionar que este es un riesgo en que la compañía no tiene demasiado control y es un riesgo transversal del sector, pero es atenuado por la conservadora política de contrataciones realizadas por la empresa y que la venta y préstamo de jugadores entre 2017 y 2021 no representó más del 18,1% de los ingresos totales de la sociedad, ahora si se consideran los préstamos de jugadores y los derechos de solidaridad este porcentaje asciende al 20,2% de los ingresos totales.

**Resultados económicos dependientes de rendimiento:** Los resultados deportivos son un factor muy importante en los resultados financieros, ya que influyen en la base de ingresos de la compañía como mayor número de auspiciadores, mayores premios por torneo, mayores ingresos televisivos, mayor número de abonados y entradas vendidas. Sin embargo, este riesgo se ve atenuado porque la compañía ha presentado ingresos relativamente estables durante los periodos analizados que representan en promedio el 81,8% de los ingresos, a lo anterior también se suma que según información entregada por la empresa el Club Universidad Católica de Chile ha sido el club que más puntos ha obtenido del campeonato nacional durante estos 10 últimos años.

**Riesgos externos:** La compañía no está exenta a que la FIFA multe o aplique una sanción tanto a la ANFP o a la Confederación Sudamericana de Fútbol (CONMEBOL); esto podría repercutir en que la firma dejaría de recibir ingresos tanto por participar en competencias internacionales como posible pérdida de auspiciadores, lo que terminaría por influir en los resultados y viabilidad de la compañía. Sin embargo, se debe mencionar que es un riesgo de bajísima probabilidad de ocurrencia, considerando que es una sanción aplicada excepcionalmente a muy pocas federaciones en el mundo.

---

<sup>10</sup> La concesión fue prorrogada en noviembre de 2021 por 20 años adicionales a partir del año 2049.

# Antecedentes generales

## La compañía

**Cruzados** se creó en 2009 como una sociedad anónima deportiva, cuyo objetivo es la administración de la concesión del Club Universidad Católica de Chile. Producto del contrato de concesión, que finaliza en 2069, la compañía puede organizar, producir, comercializar y participar en actividades deportivas de carácter profesional ligadas exclusivamente con el fútbol.

Actualmente la compañía se encuentra en proceso de constitución de una filial inmobiliaria, que controlará en un 100%, y que será la encargada de administrar el negocio inmobiliario, entre ellos la remodelación y ampliación del estadio del club, recinto deportivo ubicado en el sector de San Carlos de Apoquindo.

## Composición de los flujos

Como se comentó anteriormente, la empresa se encarga de la administración del contrato de concesión de derechos y arrendamientos de bienes con el Club Universidad Católica de Chile, para ello la compañía identifica dos segmentos en sus estados financieros, estos son recaudación y comercial.

El segmento recaudación -explicado en el acápite siguiente- representa entre el 53,5% y 69,5% anual si se consideran los ejercicios entre 2017 y 2021. Cabe considerar que, por efectos de la pandemia, durante parte de 2020 y 2021 no se tuvo ingresos por venta de entradas, ítem incluido en este segmento. En la Ilustración 1 se muestra la distribución de los ingresos por los segmentos recaudación y comercial.

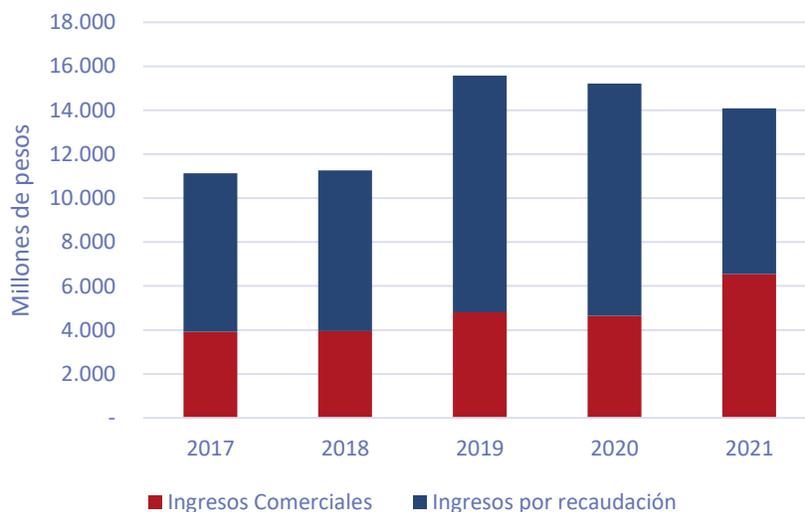


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento en millones de pesos (2017 - 2021)

## Mercado

Actualmente, los tres equipos más grandes de Chile, en términos de popularidad: Colo-Colo, Universidad de Chile y Universidad Católica, son administradas por concesiones, y que a la fecha muestran los siguientes indicadores, observándose que **Cruzados**, se encuentra en una posición más favorable, respecto al resto, en términos de endeudamiento, en donde exhibe un *leverage* de 1,0 vez, en contraste con Colo-Colo y Universidad de Chile, que exhiben indicadores de 3,1 y 2,2 veces, respectivamente.

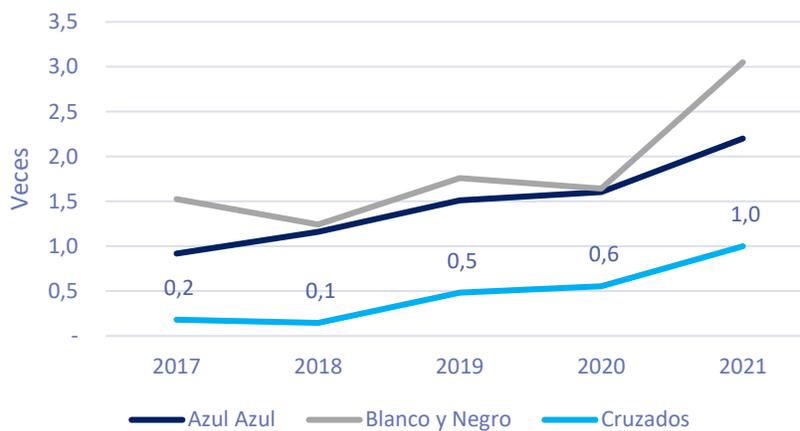


Ilustración 2: Leverage (2017 - 2021)

En términos de liquidez, si bien en el año 2021, la liquidez de la compañía disminuyó, producto del aumento de las cuentas por pagar, sigue siendo la de **Cruzados** las de mayor magnitud de las tres concesiones, alcanzado un valor de 1,2 veces.

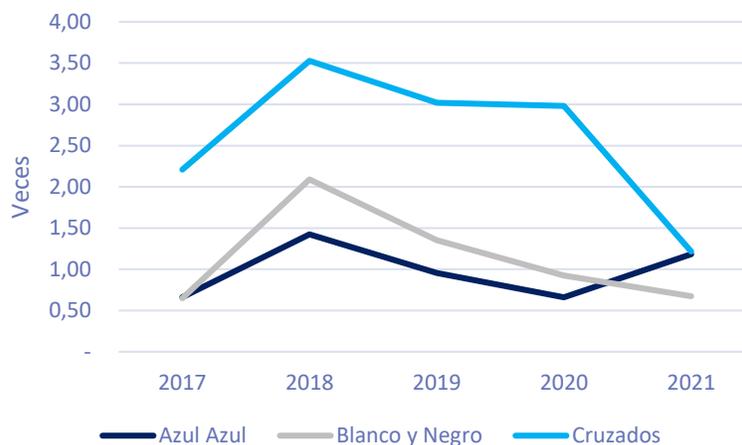


Ilustración 3: Liquidez (2017 - 2021)

# Líneas de negocio

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

## Segmento Recaudación

Dentro del segmento de recaudación se incluye los ingresos que tiene la sociedad por los beneficios monetarios percibidos por su afiliación a la ANFP, derechos de televisión, venta de *ticket* a los partidos del club (borderó) y entradas por la venta, préstamos y formación (derechos de solidaridad) de jugadores. También se incluye recaudaciones de carácter excepcional, como por ejemplo el pago del Canal del Fútbol (CDF) por los ingresos extraordinario que este tuvo por la venta de sus derechos para la transmisión de los partidos de fútbol del campeonato chileno.

El segmento, entre 2017 y 2021, representó en promedio el 64,4% de los ingresos totales de la sociedad. Como se aprecia en la ilustración 2 la fuente de ingreso más importante de este segmento son los recibidos por la ANFP, los cuales en los últimos cinco años representan en promedio un 22,7% del total del segmento, seguidos por los derechos de televisión con un 14,2%, la venta de jugadores con un 10,0% y borderó con un 9,3%.

En la ilustración 4 se puede observar que la representatividad de los subsegmentos se ha comportado de forma variable durante el periodo de análisis, básicamente porque algunos son esencialmente irregulares (por ejemplo, préstamos y ventas de jugadores), otros se vieron afectados por las restricciones impuestas por la pandemia (venta de entradas) y existen partidas de carácter excepcional (retiros Canal del Fútbol). Con todo, los ingresos provenientes de la ANFP tienden a un comportamiento más estable representando el 25% de los ingresos totales para el año 2021 y fluctuando entre \$ 3.330 millones y \$ 3.521 millones entre 2019 y 2021.

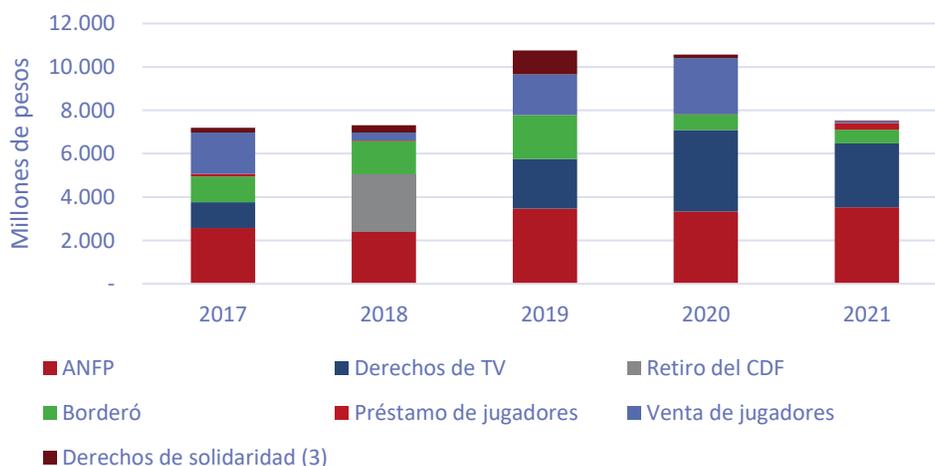


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento Recaudación en millones de pesos (2017 - 2021)

## Segmento Comercial

Este segmento queda determinado, principalmente, por los ingresos de publicidad (básicamente los contratos de publicidad y/o auspicios contraídos por la empresa), más lo que pagan los socios del club de fútbol, las matrículas en la escuela de fútbol, las ventas en las tiendas UC y los derechos de *merchandasing*.

Si bien el segmento es el segundo en términos de ingresos, la línea de publicidad es la más importante, a nivel general. Como se ve en la ilustración 3 la línea de publicidad, la más relevante, promedió entre 2017 y 2021 alrededor del 81,1% de los ingresos de este segmento. En términos monetarios, ascendió a \$ 5.241 millones en 2021. Esta situación debiese revertirse

En la ilustración 5 se refleja que los ingresos de este segmento han presentado un alza entre 2017 y 2021, alcanzando a diciembre de 2021 a \$ 6.542 millones, un 40,9% superior a lo presentado en 2020.

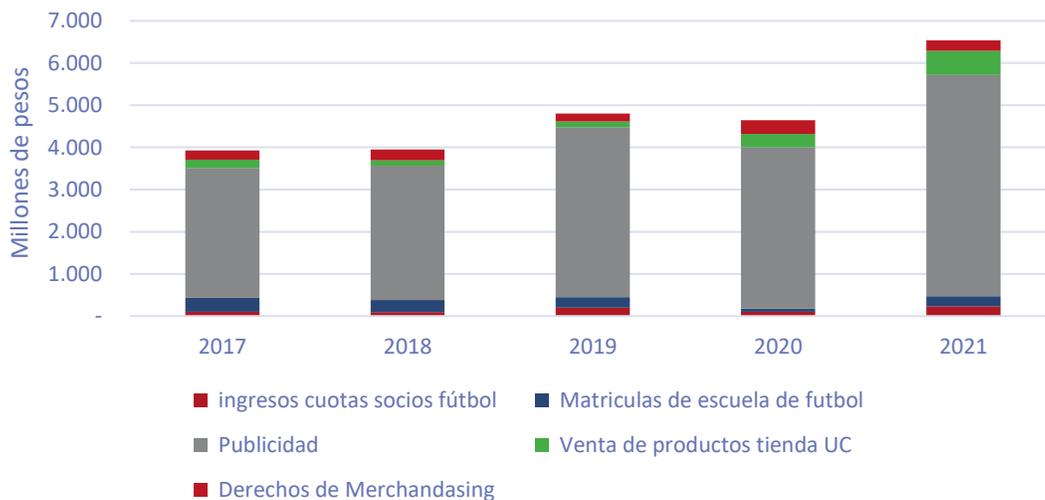


Ilustración 5: Distribución de ingresos segmento Comercial en millones de pesos (2017 - 2021)

## Información de la industria

Actualmente, los tres equipos más grandes de Chile, en términos de popularidad: Colo-Colo, Universidad de Chile y Universidad Católica, son administradas por concesiones, y que a la fecha muestran los siguientes indicadores, observándose que **Cruzados**, se encuentra en una posición más favorable, respecto al resto, en términos de endeudamiento, en donde exhibe un *leverage* de 1,0 vez, en contraste con Colo-Colo y Universidad de Chile, que exhiben indicadores de 3,1 y 2,2 veces, respectivamente.

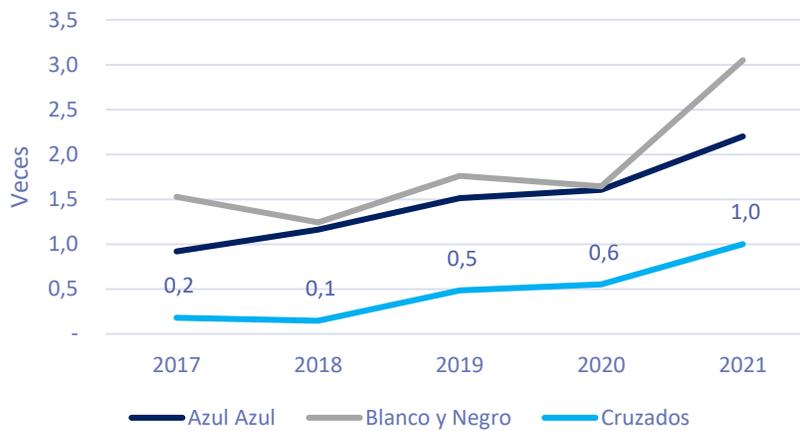


Ilustración 2: Leverage (2017 - 2021)

En términos de liquidez, si bien en el año 2021, la liquidez de la compañía disminuyó, producto del aumento de las cuentas por pagar, sigue siendo la de **Cruzados** las de mayor magnitud de las tres concesiones, alcanzado un valor de 1,2 veces.

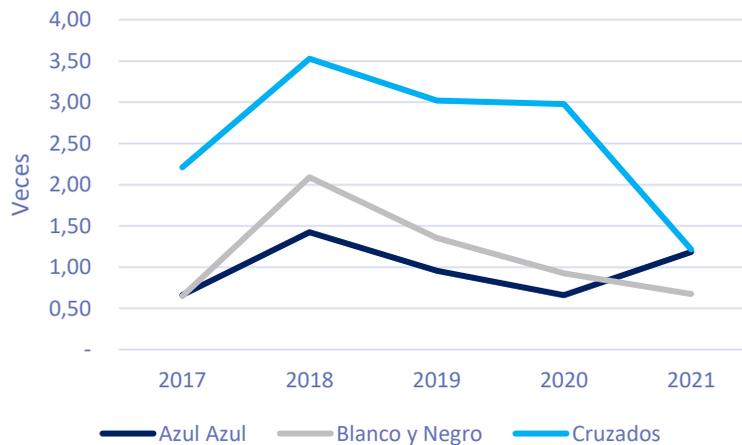


Ilustración 3: Liquidez (2017 - 2021)

# Análisis financiero<sup>11</sup>

## Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

De acuerdo con lo mostrado en la Ilustración 4 y lo mencionado en acápite anteriores, durante 2021, **Cruzados** experimenta una disminución en sus ingresos producto de la baja en la recaudación por venta de entradas (borderó) sumado a que no se vendieron jugadores, repercutiendo en una caída de 11,4% con respecto al año anterior alcanzando \$ 14.528 millones.

El EBITDA de la compañía, directamente ligada a los ingresos, presentó una disminución de 69,6% en 2021, llegando a los niveles más reducido de los últimos cinco años, ya sea medido en valor absoluto o cómo margen EBITDA. En opinión de la clasificadora, esta situación debiese revertir a futuro una vez que se generen los ingresos por venta de jugadores, que aun cuando son variables anualmente, tienden a ser recurrente en una perspectiva de mediano y largo plazo. Se puede observar que durante 2021 el EBITDA fue de \$ 1.074 millones con un margen EBITDA de 7,4%; sin embargo, en lo cuatros ejercicios anteriores dichos valores fluctuaron entre \$ 1.463 millones y \$ 6.130 millones, en el primer caso, y entre 11,3% y 35,4% en el segundo.

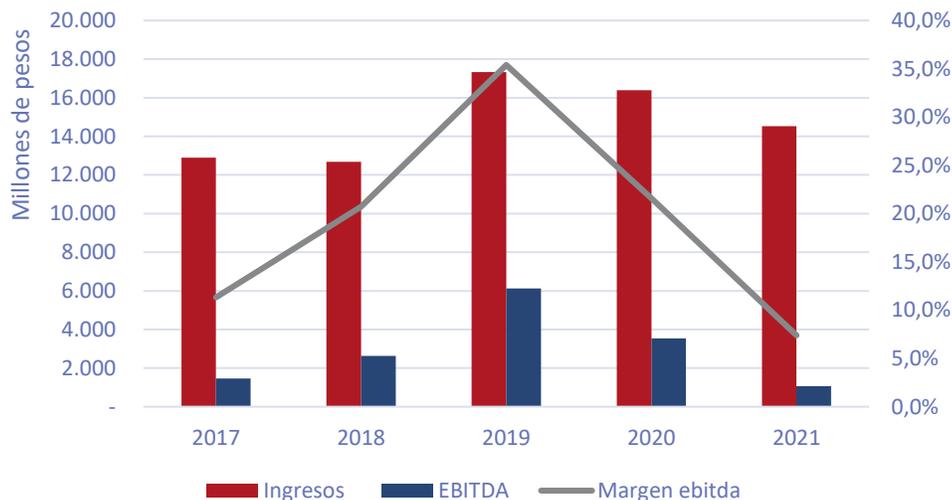


Ilustración 6: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2017 - 2021)

<sup>11</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

## Evolución del endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) y deuda financiera sobre EBITDA, en diciembre de 2021 llegó a las 0,2 veces y 0,7 veces, respectivamente (en años anteriores la sociedad no presentaba deuda financiera). Por otra parte, considerando que la compañía pretende emitir un bono por 600.000 UF para la ampliación y modernización del estadio San Carlos de Apoquindo, se incorporó en el análisis tanto la nueva deuda como los posibles mayores flujos que podría generar la inversión; de esta forma, el ratio deuda financiera sobre FCLP fluctuaría entre 2,8 y 6,9 veces y la relación deuda financiera a EBITDA entre 3,3 y 4,8 veces, dependiendo de la rentabilidad que se le asigne al proyecto, dado los distintos escenarios de sensibilidad utilizados, siempre bajo un criterio conservador (que incluye retorno de 0% para las nuevas inversiones, llevando los ratio a sus niveles más elevados).

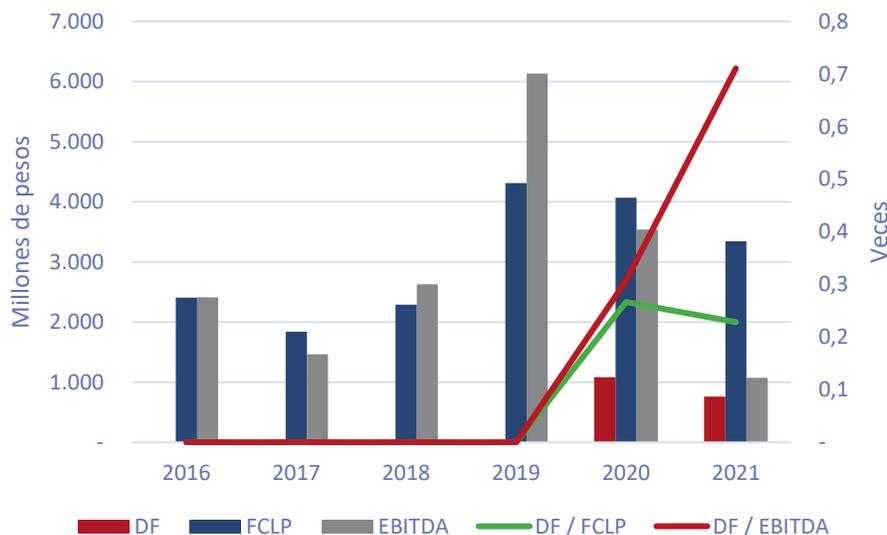


Ilustración 7: Evolución de endeudamiento (2017 - 2021)

En cuanto a la relación pasivo exigible sobre patrimonio, como se puede apreciar en ilustración 8, **Cruzados** presentaba constantemente valores reducidos siendo en todos los periodos, previos a 2021, menores a las 0,6 veces. En diciembre de 2021 esta relación llega a su valor más alto, siendo 1,0 veces producto del aumento en sus cuentas por pagar corrientes y una disminución del patrimonio a raíz de los resultados presentados en el último año. Si consideramos el aumento de la deuda financiera producto de la colocación del bono y el aumento de capital para financiar el proyecto por \$ 10.595 millones, el indicador quedaría alrededor de 1,4 veces. No obstante, el alza, se trata de un ratio comparativamente acotado dentro del contexto nacional, en general con una relación inferior a lo presentado por otras entidades del sector.



Ilustración 8: Nivel de endeudamiento, pasivo exigible sobre patrimonio (2017 - 2021)

La ilustración 9, muestra el calendario de vencimiento de la eventual colocación del bono, donde se puede apreciar la adecuada holgura de los flujos en relación con los vencimientos programados. Si se considera el FCLP, como el FCLP ajustado (por sensibilización de flujos del proyecto) o el EBITDA ajustado por flujos del proyecto, se tienen coberturas anuales sobre pago de la deuda que oscilan entre 1,5 y 6,5 veces. Se debe mencionar que el EBITDA presentado en la ilustración 7 corresponde al del año 2021 que como se mencionó no es representativo de una situación de largo plazo. Si se consideran los EBITDA de 2018, 2019 o 2020, se reflejaría holgura para el pago de los distintos vencimientos de la deuda.

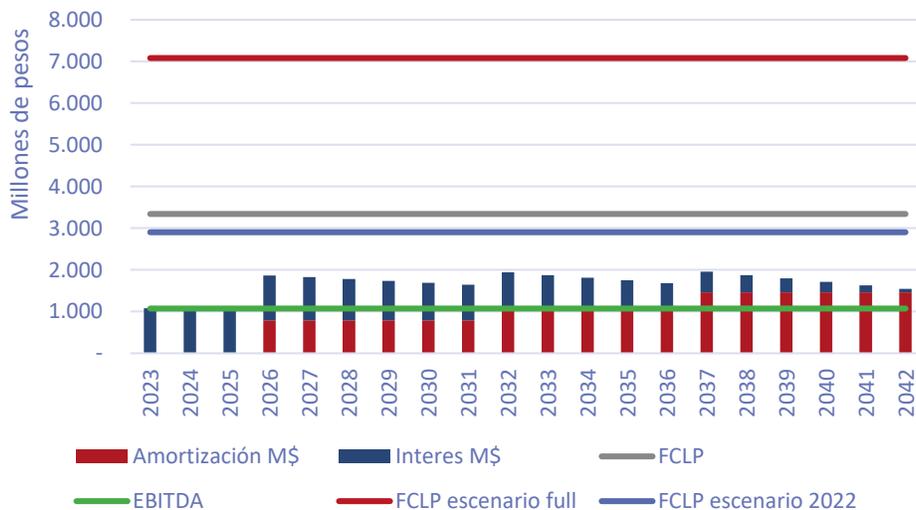


Ilustración 9: perfil de vencimiento

## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), ha sido recurrentemente elevada, siendo para diciembre 2020 de 3,0 veces. Durante 2021, producto principalmente del aumento de las cuentas por pagar corrientes, la relación se encuentra en 1,2 veces. Cabe mencionar que la liquidez de la empresa aun con esta baja en el último periodo se encuentra en valores adecuados y levemente superior a compañías semejantes del sector.



Ilustración 10: evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2017 - 2021)

## Evolución de la rentabilidad<sup>12</sup>

La rentabilidad de la compañía ha presentado un comportamiento irregular durante los periodos analizados llegando a sus valores más altos en 2019 con ratios de 13,0% para la rentabilidad del activo, 17,2% para la del patrimonio y de 23,7% para la operacional. En diciembre de 2021, producto de los negativos resultados que presentó la compañía, estos indicadores llegaron a -14,3%, -24,5% y -21,1%, respectivamente.

<sup>12</sup> Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.  
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.  
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

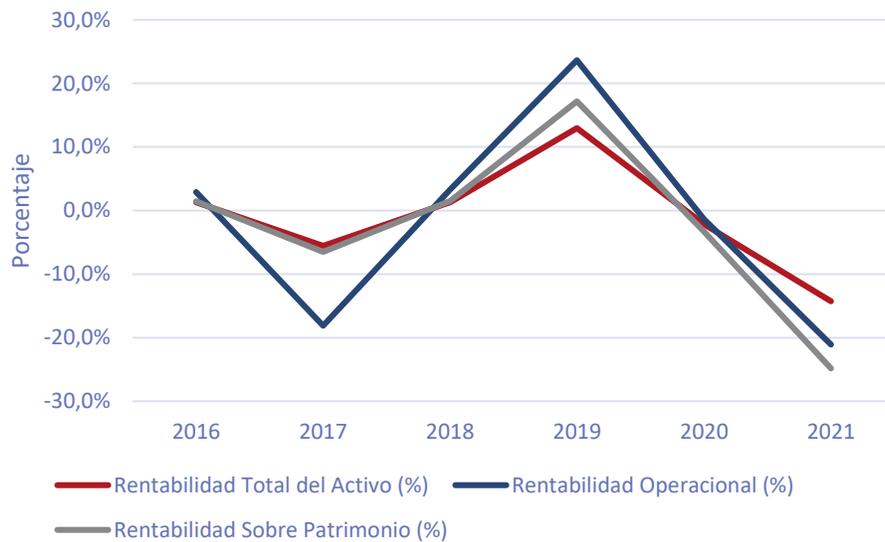


Ilustración 11: Evolución de las rentabilidades (2017 - 2021)

## Ratios financieros<sup>13</sup>

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez (veces)	1,39	1,62	1,60	1,49	1,25
Razón Circulante (Veces)	2,21	3,53	3,02	2,98	1,22
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,21	3,53	3,02	2,98	1,22
Razón Ácida (veces)	2,19	3,52	3,01	2,95	1,19
Rotación de Inventarios (veces)	299,94	333,34	622,47	225,31	132,28
Promedio Días de Inventarios (días)	1,22	1,09	0,59	1,62	2,76
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,36	8,88	6,63	4,03	7,09
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	49,61	41,10	55,06	90,68	51,47

<sup>13</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,07	4,01	4,33	4,66	2,18
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	71,96	91,11	84,22	78,33	167,18
Diferencia de Días (días)	22,35	50,01	29,16	-12,34	115,71
Ciclo Económico (días)	21,14	48,91	28,57	-13,96	112,95

<b>Ratios de endeudamiento</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Endeudamiento (veces)	0,15	0,13	0,33	0,36	0,50
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,18	0,15	0,48	0,55	1,00
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	7,10	--	0,68	0,64	1,19
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,00	0,00	0,00	0,31	0,71
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	--	--	--	3,26	1,41
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	11,63%	6,21%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	6,54%	5,37%	62,30%	55,08%	38,52%
Veces que se gana el Interés (veces)	-156,51	49,18	27,75	-5,98	-23,51

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Margen Bruto (%)	8,54%	19,36%	19,36%	9,90%	-10,24%
Margen Neto (%)	-7,28%	1,77%	16,79%	-3,49%	-24,93%
Rotación del Activo (%)	78,76%	69,53%	65,13%	62,54%	59,13%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-5,55%	1,30%	12,97%	-2,17%	-14,27%
Inversión de Capital (%)	4,21%	4,86%	31,07%	36,58%	52,56%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	4,86	2,16	2,44	2,28	10,06

Rentabilidad Operacional (%)	-18,10%	3,32%	23,65%	-1,36%	-21,08%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-6,48%	1,51%	17,18%	-3,29%	-24,83%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	71,89%	61,80%	62,43%	67,16%	79,93%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	91,46%	80,64%	80,64%	90,10%	110,24%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	13,84%	15,44%	11,30%	10,75%	12,16%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-7,33%	1,60%	17,58%	-1,30%	-22,82%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	11,34%	20,73%	35,39%	21,56%	7,39%

*"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."*