



## Cruzados S.A.D.P.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Benjamín Rodríguez W.  
Paula Acuña L.  
Aldo Reyes D.  
[benjamin.rodriguez@humphreys.cl](mailto:benjamin.rodriguez@humphreys.cl)  
[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)  
[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

FECHA  
Mayo 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	<b>A+</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de diciembre 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 1103 de 01.06.2022
Serie UC (BCRUZ-UC)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M \$	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de activ. ordinarias	11.260.601	15.577.589	15.221.189	14.081.358	23.521.065
Costo de ventas	-9.080.871	-12.590.740	-13.718.204	-15.550.899	-18.460.404
<b>Ganancia bruta</b>	<b>2.179.730</b>	<b>2.986.849</b>	<b>1.502.985</b>	<b>-1.469.541</b>	<b>5.060.661</b>
Gastos de administración	-1.738.086	-1.766.637	-1.637.065	-1.712.302	-2.392.084
Costos financieros	-4.053	-94.472	-88.793	-149.384	-323.559
Ganancia antes de impuestos	199.346	2.581.746	-533.463	-3.538.301	1.251.440
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>199.346</b>	<b>2.581.746</b>	<b>-533.463</b>	<b>-3.538.301</b>	<b>1.251.440</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M \$	2018	2019	2020	2021	2022
Activos corrientes	7.278.231	9.687.728	10.140.660	8.127.453	39.092.878
Activos no corrientes	8.917.301	14.571.927	14.428.999	16.441.787	19.014.369
<b>Total activos</b>	<b>16.195.532</b>	<b>24.259.655</b>	<b>24.569.659</b>	<b>24.569.240</b>	<b>58.107.247</b>
Pasivos corrientes	2.063.323	3.209.062	3.403.321	6.683.103	8.472.770
Pasivos no corrientes	0	4.690.197	5.339.405	5.597.505	26.707.032
Patrimonio Total	14.132.209	16.360.396	15.826.933	12.288.632	22.927.445
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>16.195.532</b>	<b>24.259.655</b>	<b>24.569.659</b>	<b>24.569.240</b>	<b>58.107.247</b>
Deuda financiera	0	0	1.016.921	763.151	22.192.427

# 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 46,74%, BTG Pactual Chile con 17,24% e Inversiones Auguri Dos SPA con un 10,51%, estos tres accionistas concentran el 74,49%.

A diciembre de 2022, la compañía generó ingresos consolidados por \$ 23.521 millones y una utilidad de \$ 1.251 millones, explicado esencialmente por la significativa venta de jugadores y mayores ingresos por borderó, lo cual permitió superar dos años de pérdidas consecutivas. La deuda financiera actual alcanzó los \$ 22.192 millones con un patrimonio total consolidado de \$ 22.927 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación en "Categoría A+" de la línea de bonos 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>1</sup> y a número de campeonatos ganados. Teniendo la tercera 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 existe entre los flujos esperados de **Cruzados** y los vencimientos para cada ejercicio anual<sup>2</sup>,

<sup>1</sup> Cifra extraída de la última encuesta sobre el fútbol 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>2</sup> Considerando amortizaciones e intereses.

considerando que el bono corporativo implica pagos anuales no superiores a \$ 2.158; en los hechos, el FCLP<sup>3</sup> de la compañía superaría las cuotas anuales entre las 3,4 y 6,2 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 **Cruzados** y su capacidad de generar los flujos necesarios para responder a sus obligaciones.

Es más, la continuidad del fútbol local de los distintos países, en gran parte está asegurada por ser de interés de la Federación International 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 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, hasta 2069. 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 Asociación Nacional De Fútbol (A.N.F.P), 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 A.N.F.P, 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

<sup>3</sup> FCLP ajustado a los flujos del proyecto.

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 46 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.

#### 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 2022

A diciembre 2022, la compañía presentó ingresos por \$ 23.521 millones, siendo un 67,0% superior al mismo periodo de 2021, ganancia que está relacionada, principalmente, por el aumento sustantivo de ingresos

por venta de jugadores, creciendo de \$ 83 millones en 2021 a \$ 6.464 millones, y el aumento de la categoría borderó en 3,2 veces.

En cuanto a los costos de ventas, estos presentan un aumento de un 18,7% con respecto al mismo periodo de 2021 llegando a \$ 18.460 millones, explicado esencialmente por un crecimiento derivado de la venta de jugadores, pasando de \$162 millones en 2021 a \$ 2.011 millones en 2022, además de un aumento de 22% y 20% en remuneraciones y gastos de operación, respectivamente. Los gastos de administración siguieron una tendencia similar, exhibiendo un aumento de un 39,7%, llegando a una relación gastos de administración sobre ingresos de 10,2%.

Producto de lo descrito anteriormente la compañía, a diciembre de 2022, generó utilidades de \$ 1.251 millones, superando las pérdidas obtenidas en 2020 y 2021.

A diciembre de 2022, la compañía presenta una deuda financiera que llega los \$ 22.192 millones, superando con creces los \$ 763 millones en 2021, producto de la deuda adquirida para ampliar el 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 13 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 compañía se encuentra con una tendencia al alza en los ingresos si se comparan los años entre 2018 y 2022, considerando las dificultades durante 2020 y 2021 por la pandemia. 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>4</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, \$ 4.017 millones<sup>5</sup> se tiene que su monto supera en 1,9 veces el máximo vencimiento.

**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 2018-2022 de 19,3%, superior a su competencia directa Azul Azul y similar a Blanco y Negro (21,4%) en el mismo periodo. Caso similar ocurre con algunos ratios financieros como liquidez y endeudamiento. La liquidez de la compañía en promedio entre 2018 y 2022 es 3,1 veces. En cuanto a su nivel de endeudamiento, a diciembre de 2022, presenta un *leverage* de 1,5 veces; en ambos casos, son ratios de mejor calidad que la industria, de acuerdo con la información pública disponible a la fecha.

**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 2018 y 2022 un 49,6%<sup>6</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 84,3%<sup>7</sup>.

---

<sup>4</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>5</sup> Ajustado por inflación del último periodo (diciembre 2022).

<sup>6</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>7</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>8</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 2018 y 2021 no representó más del 17,0% de los ingresos totales de la sociedad (28,3% en 2022), ahora si se consideran los préstamos de jugadores y los derechos de solidaridad este porcentaje asciende al 18,0% de los ingresos totales en el mismo periodo.

**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 84,3% 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 Federación Internacional de Fútbol Asociación (F.I.F.A) multe o aplique una sanción tanto a la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (A.N.F.P) 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>8</sup> La concesión fue prorrogada en noviembre de 2021 por 20 años adicionales a partir del año 2049.

## Antecedentes generales

### La compañía

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

### 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 69,8% anual si se consideran los ejercicios entre 2018 y 2022. 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.

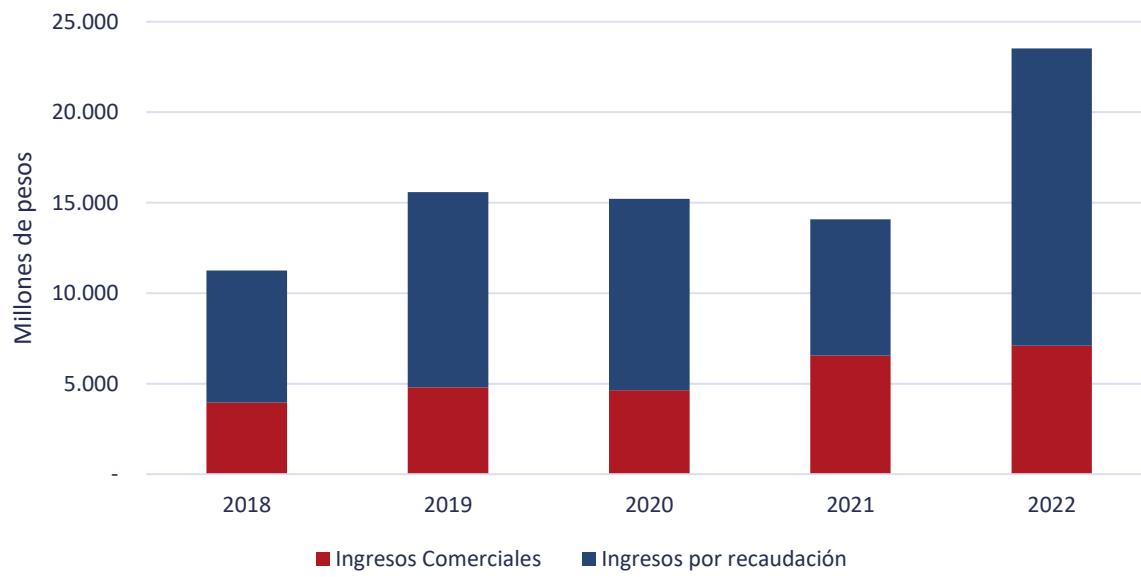


Ilustración 1: Evolución de los ingresos por segmento en millones de pesos (2018 - 2022)

## 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, observándose que **Cruzados**, en términos de endeudamiento se encuentra en una posición más favorables respecto al resto. A la fecha, el emisor exhibe un *leverage* de 1,5 vez, en contraste con Colo-Colo y Universidad de Chile, que muestran indicadores de 2,1 y 3,1 veces, respectivamente.

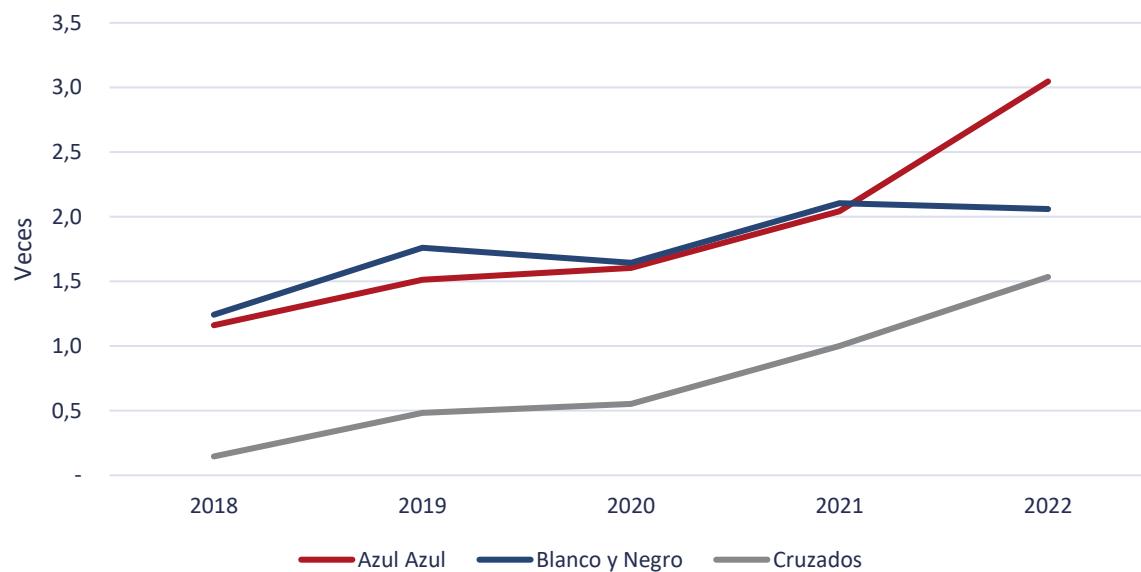


Ilustración 2: Leverage (2018 - 2022)

En términos de liquidez, si bien en el año 2021 la liquidez de la compañía disminuyó, durante 2022 se revierte llegando al máximo valor del periodo analizado (4,6 veces) producto del aumento del Efectivo y equivalentes al efectivo, proveniente de los fondos del bono, que serán utilizados durante el proceso de ampliación del estadio. Con todo, en años pasados también mostró mejor liquidez que sus pares.

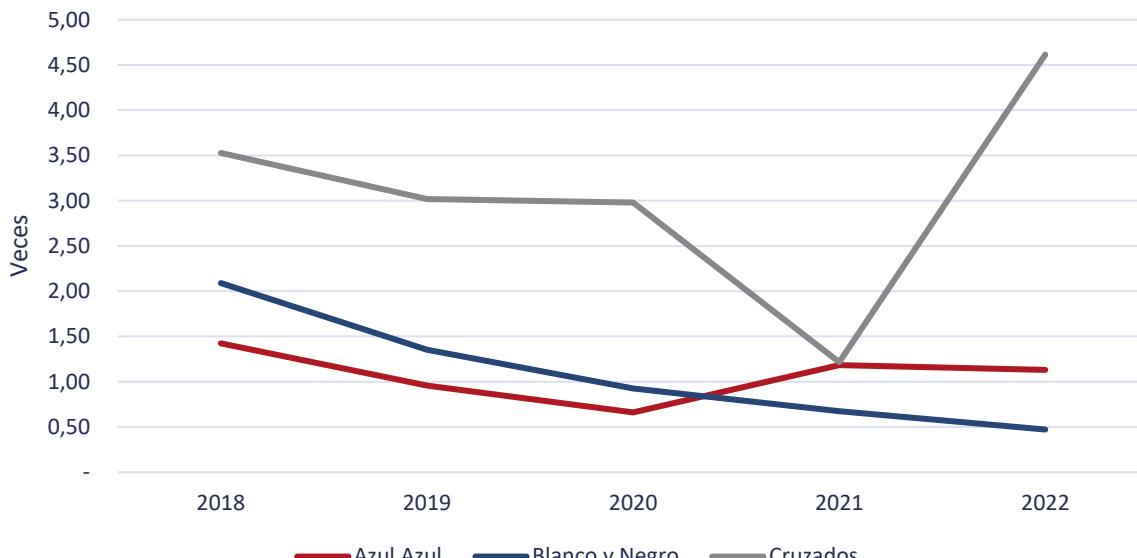


Ilustración 3: Liquidez (2018 - 2022)

## Líneas de negocio

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

### 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 Asociación Nacional de Fútbol Profesional de Chile (A.N.F.P), 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 2018 y 2022, representó en promedio el 65,4% 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 A.N.F.P, los cuales en los últimos cinco años representan en promedio un 21,5% del total del segmento, seguidos por los derechos de televisión con un 14,7%, la venta de jugadores con un 12,1% y borderó con un 8,8%.

En la ilustración 4 se puede observar que los ingresos de los subsegmentos se han 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 17% de los ingresos totales para el año 2022 y fluctuando entre \$ 3.330 millones y \$ 3.951 millones entre 2019 y 2022.

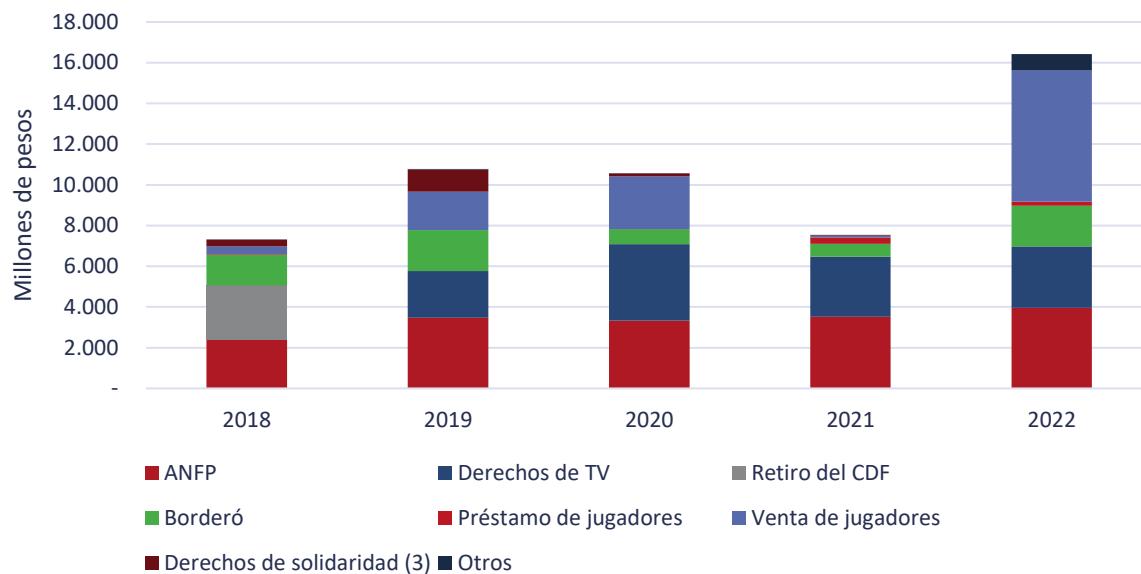


Ilustración 4: Distribución de los ingresos segmento Recaudación en millones de pesos (2018 - 2022)

## 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 (en 2022 la venta de jugadores fue superior por situaciones excepcionales). Como se ve en la ilustración 3 la línea de publicidad, la más relevante, promedió entre 2018 y 2022 alrededor del 81,4% de los ingresos de este segmento. En términos monetarios, ascendió a \$ 5.652 millones en 2022.

En la ilustración 5 se refleja que los ingresos de este segmento han presentado un alza entre 2018 y 2022, alcanzando a diciembre de 2022 a \$ 7.092 millones, un 8,4% superior a lo presentado en 2021.

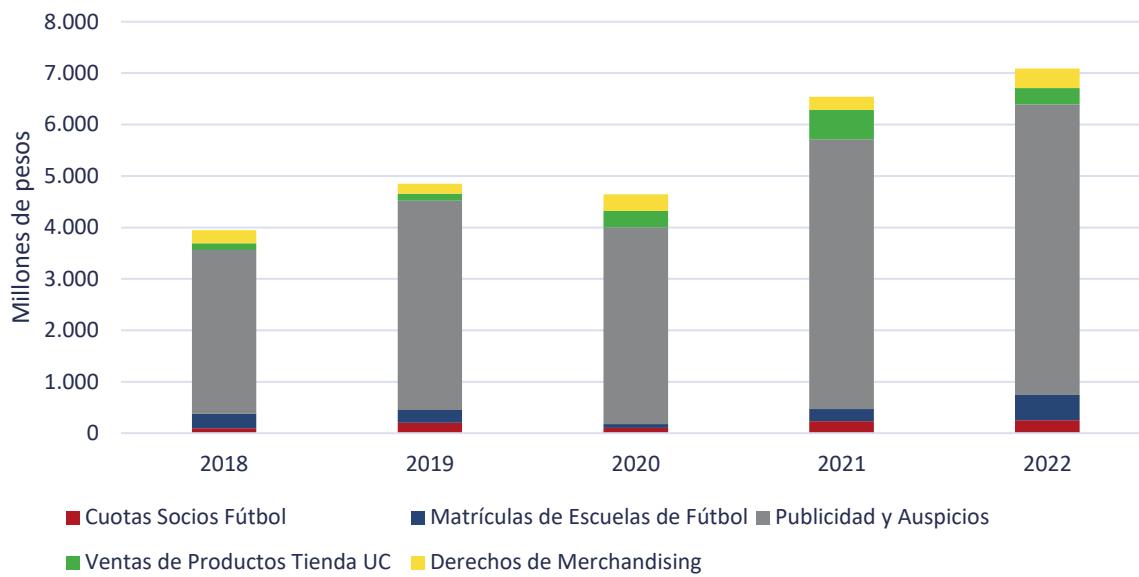


Ilustración 5: Distribución de ingresos segmento Comercial en millones de pesos (2018 - 2022)

## Análisis financiero<sup>9</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

De acuerdo con lo mostrado en la Ilustración 6 y lo mencionado en acápite anteriores, durante 2022, **Cruzados** experimenta aumento en sus ingresos producto del crecimiento en la recaudación por venta de entradas (borderó), sumado a la venta significativa de jugadores, repercutiendo en un crecimiento de 49,8% con respecto al año anterior, alcanzando \$24.671 millones.

El EBITDA de la compañía, directamente ligada a los ingresos, presentó un aumento aproximado de tres veces en 2022, llegando a los niveles más altos desde 2019, alcanzando un valor de \$ 4.930 millones, frente a los \$ 1.217 millones exhibidos en 2021). Asimismo, el margen EBITDA revierte la tendencia a la baja mostrada desde 2019 a 2021, llegando a diciembre de 2022 a un valor de 20% (7% en 2021).

<sup>9</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

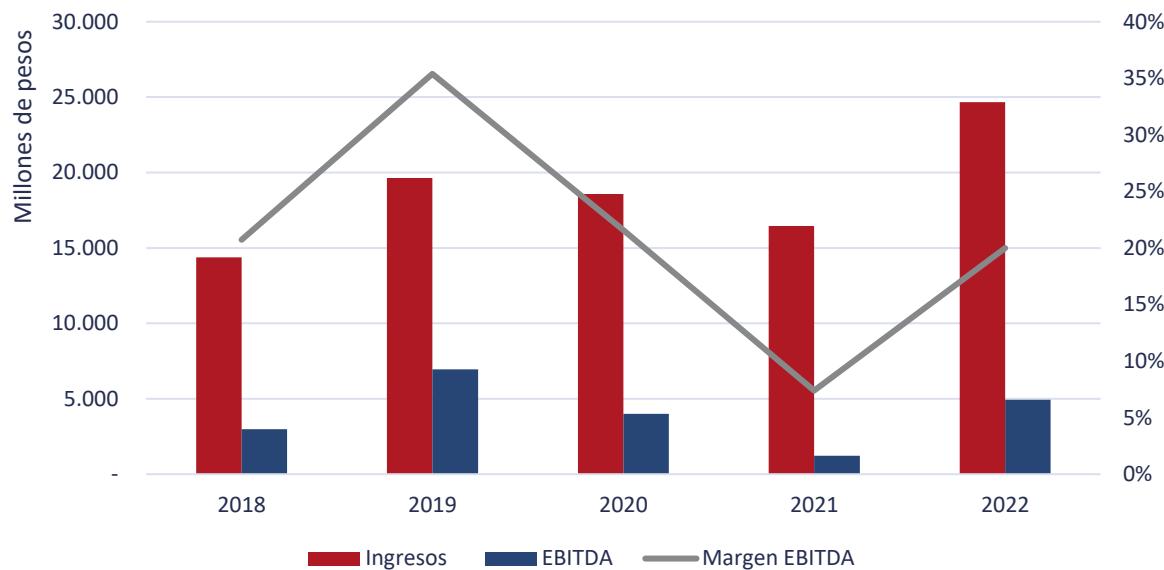


Ilustración 6: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2018 - 2022)

## Evolución del endeudamiento

La razón de endeudamiento, medida como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>10</sup> y deuda financiera sobre EBITDA, en diciembre de 2022 llegó a las 3,0 veces y 4,5 veces, respectivamente, alcanzando sus mayores niveles en el periodo analizado, debido a que en años anteriores la sociedad no presentaba deuda financiera y que durante 2022 se concreta la emisión de un bono por 600.000 UF para la ampliación y modernización del estadio San Carlos de Apoquindo por parte de la compañía.

<sup>10</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.

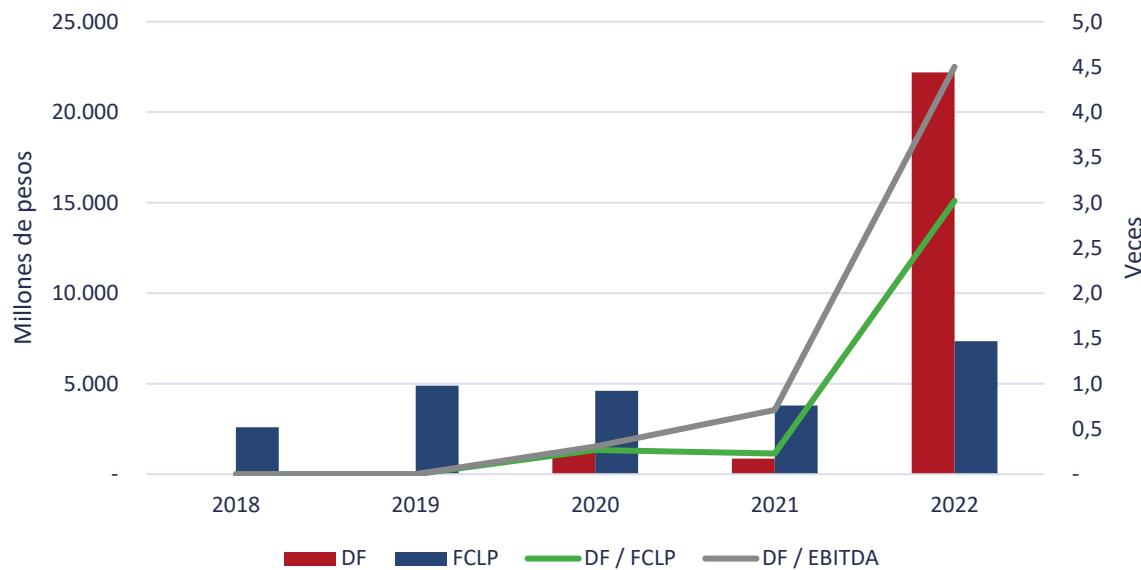


Ilustración 7: Evolución de endeudamiento (2018 - 2022)

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 períodos, previos a 2021, menores a la unidad en veces. En diciembre de 2022 esta relación llega a su valor más alto, exhibiendo un ratio de 1,5 veces producto del aumento de la deuda financiera por las razones mencionadas anteriormente. 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.

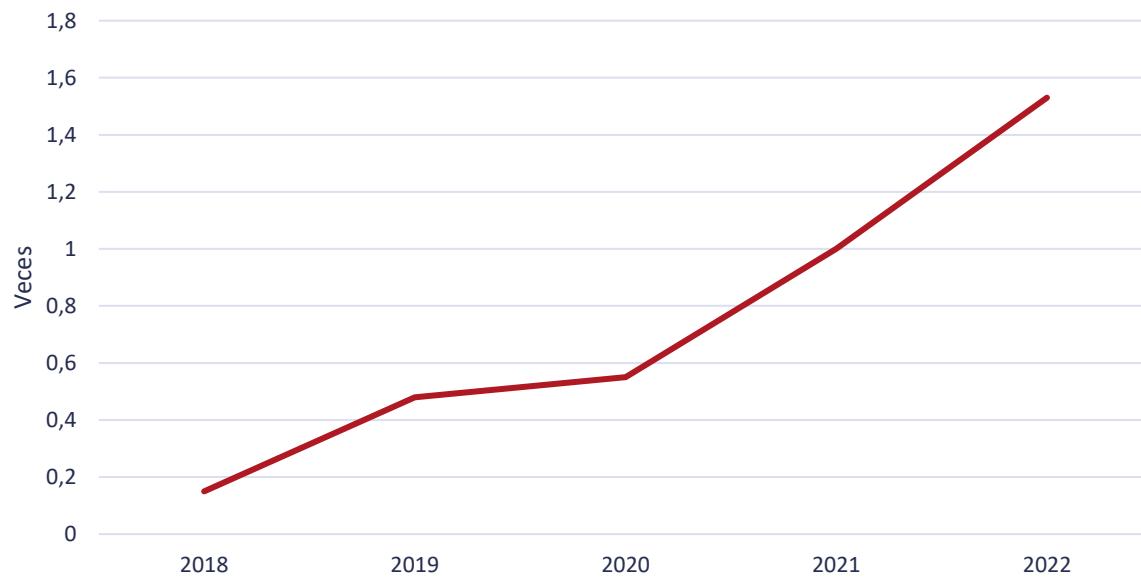


Ilustración 8: Nivel de endeudamiento, pasivo exigible sobre patrimonio (2018 - 2022)

La ilustración 9, muestra el calendario de vencimiento actual de la compañía, donde se puede apreciar la adecuada holgura de los flujos en relación con los vencimientos programados. Si se considera ya sea el FCLP, como el EBITDA, se tienen coberturas anuales sobre pago de la deuda que oscilan entre 2,3 y 6,5 veces.

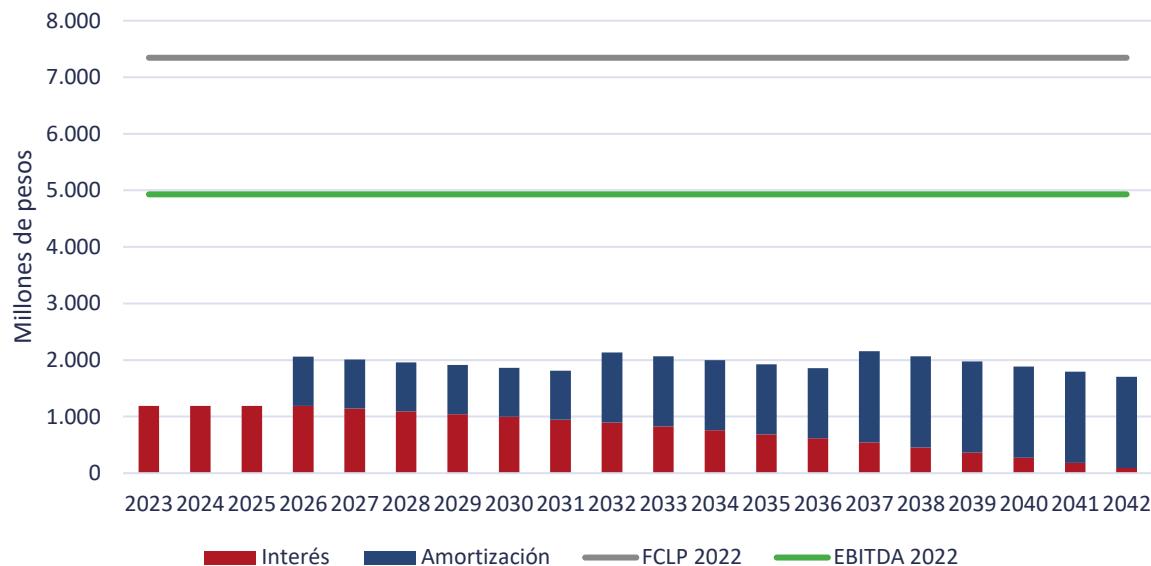


Ilustración 9: perfil de vencimiento

## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), ha sido recurrentemente elevada. Durante 2021, producto principalmente del aumento de las cuentas por pagar corrientes, la relación llegó a 1,2 veces; sin embargo, al cierre de 2022, producto de la entrada a la caja de los recursos provenientes de la colocación del bono, el ratio llegó a su máximo valor en el periodo analizando, igual a 4,6 veces. Cabe mencionar que conforme avanza el proyecto de la ampliación del estadio, este número comenzará a bajar, llegando a valores más similares a los mostrados históricamente.

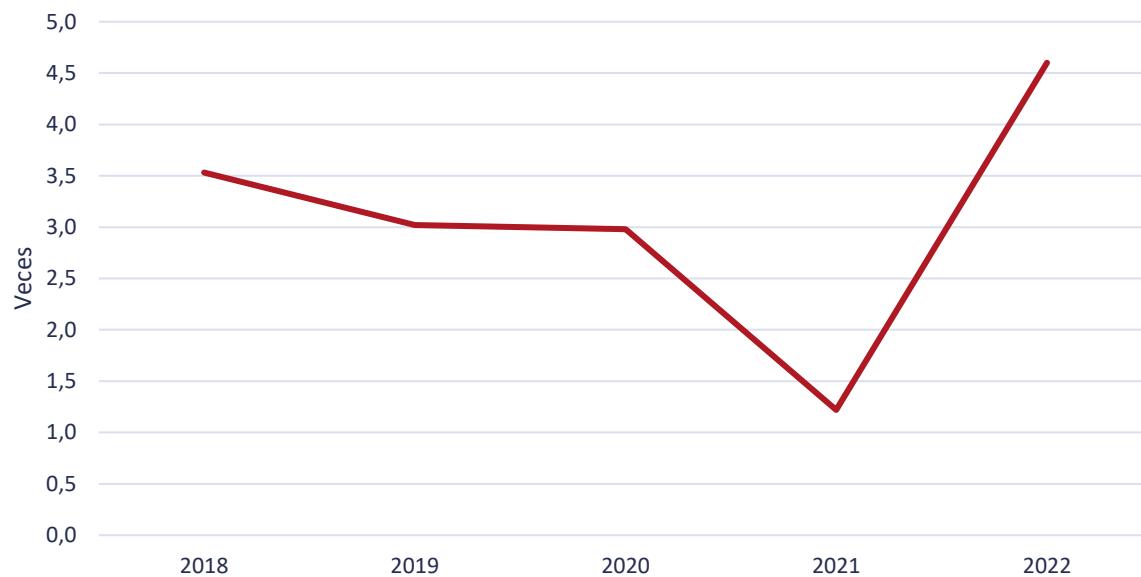


Ilustración 10: evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2018 - 2022)

## Evolución de la rentabilidad<sup>11</sup>

La rentabilidad de la compañía ha presentado un comportamiento irregular durante los períodos 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 2022, producto de la mejora en los resultados con respecto al año anterior, estos indicadores llegaron a 3,0%, 7,8% y 7,0%, respectivamente.

<sup>11</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.

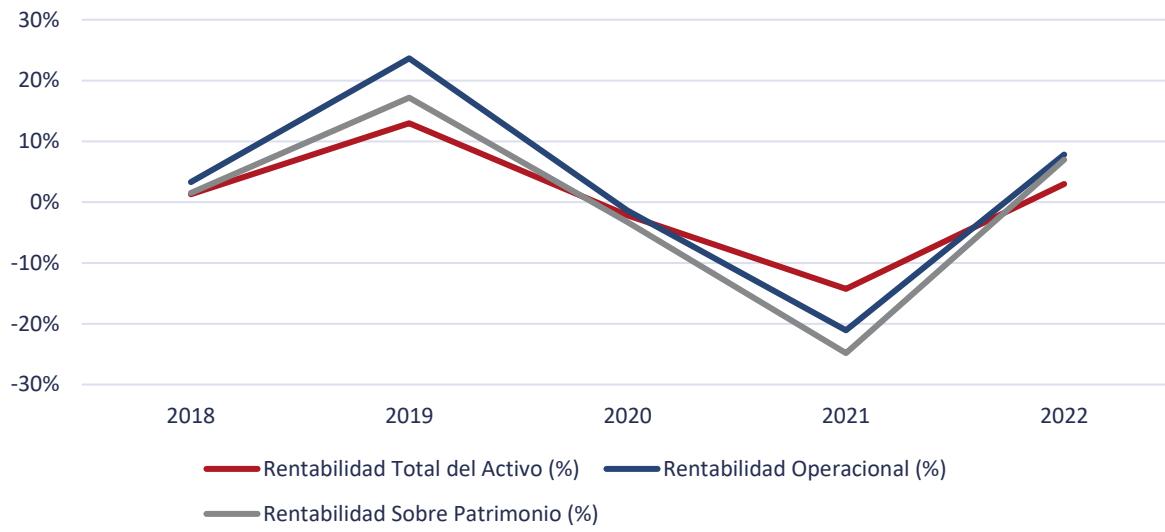


Ilustración 11: Evolución de las rentabilidades (2018 - 2022)

## Covenants financieros

A diciembre 2022 los covenants de la empresa son los siguientes:

Covenants línea de bonos		Límite	Valor a dic 2022
Razón de endeudamiento financiero		Inferior a 1,2 veces	0,97
Razón de Deuda Financiera Neta / EBITDA <sup>12</sup>		Inferior a 5,0 veces	-

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

Ratios de liquidez	Ratios Financieros				
	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,62	1,60	1,49	1,25	1,45
Razón Circulante (Veces)	3,53	3,02	2,98	1,22	4,61
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	3,53	3,02	2,98	1,22	4,61
Razón Ácida (veces)	3,52	3,01	2,95	1,19	4,60

<sup>12</sup> A partir de los Estados Financieros correspondientes a junio de 2025.

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

Rotación de Inventarios (veces)	333,34	622,47	225,31	132,28	126,75
Promedio Días de Inventarios (días)	1,09	0,59	1,62	2,76	2,88
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,88	6,63	4,03	7,09	5,13
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	41,10	55,06	90,68	51,47	71,17
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,01	4,33	4,66	2,18	2,59
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	91,11	84,22	78,33	167,18	140,80
Diferencia de Días (días)	50,01	29,16	-12,34	115,71	69,64
Ciclo Económico (días)	48,91	28,57	-13,96	112,95	66,76

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (veces)	0,13	0,33	0,36	0,50	0,61
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,15	0,48	0,55	1,00	1,53
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	--	0,68	0,64	1,19	0,32
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,00	0,00	0,31	0,71	4,50
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	--	--	3,26	1,41	0,22
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,00%	0,00%	11,63%	6,21%	63,08%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	5,37%	62,30%	55,08%	38,52%	14,82%
Veces que se gana el Interés (veces)	49,18	27,75	-5,98	-23,51	3,83

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	19,36%	19,36%	9,90%	-10,24%	21,51%
Margen Neto (%)	1,77%	16,79%	-3,49%	-24,93%	5,20%
Rotación del Activo (%)	69,53%	65,13%	62,54%	59,13%	42,46%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,30%	12,97%	-2,17%	-14,27%	2,98%
Inversión de Capital (%)	4,86%	31,07%	36,58%	52,56%	40,05%
Ingresaos por Capital de Trabajo (veces)	2,16	2,44	2,28	10,06	0,81
Rentabilidad Operacional (%)	3,32%	23,65%	-1,36%	-21,08%	7,82%

Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	1,51%	17,18%	-3,29%	-24,83%	6,96%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	61,80%	62,43%	67,16%	79,93%	68,78%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	80,64%	80,64%	90,10%	110,24%	78,49%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	15,44%	11,30%	10,75%	12,16%	10,08%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	1,60%	17,58%	-1,30%	-22,82%	13,75%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,73%	35,39%	21,56%	7,39%	19,98%

*"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."*