

الكويت في: 2022/10/30

M/S. Boursa Kuwait Company

السادة / شركة بورصة الكويت المحترمين

**Subject: The credit rating of URC's Bonds****الموضوع: التصنيف الائتماني لسندات شركة العقارات المتحدة**

With reference to the above subject, and the requirements of the fourth chapter from module ten of the executive bylaw of the law No. 7 of 2010 amended by Law No. 22 of 2015 on the establishment of the Capital Markets Authority and the regulation of securities activity regarding disclosure of material information.

بالإشارة الى الموضوع أعلاه، وإلى متطلبات الفصل الرابع من الكتاب العاشر من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 والمعدل بموجب القانون رقم 22 لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بخصوص الإفصاح عن المعلومات الجوهرية.

Please find enclosed the disclosure form of credit rating related to the above subject.

مرفق نموذج الإفصاح عن التصنيف الائتماني الخاص بالموضوع أعلاه.

Sincerely,

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام والتقدير،

Unni Krishnan Santhosh Kumar  
Group Chief Financial Officerيونني كريشنان سانتوش كومار  
المدير التنفيذي للإدارة المالية للمجموعة

URC

شركة العقارات المتحدة  
United Real Estate Co

نموذج الإفصاح عن التصنيف الائتماني  
Disclosure of credit rating form

2022/10/30		التاريخ Date
United Real Estate Company K.S.C.P.	شركة العقارات المتحدة ش.م.ك.ع.	اسم الشركة المدرجة Name of the listed company
Capital Intelligence	كابيتال انتلجنس	الجهة المصدرة للتصنيف Entity who issued the rating
Outlook Stable Bond rating BBB-	النظرة المستقبلية تصنيف السندات مستقرة BBB-	فئة التصنيف Rating Category
Bonds and financial obligations that are rated BBB are regarded as medium grade. Both interest payments and principal security are currently adequate but certain protective elements may be missing or may be slightly more unreliable over the longer-term. Outlook is the expectations of improvement, no change or deterioration in the rating over the 12 months following its publication.	تعتبر السندات والالتزامات المالية المصنفة "BBB" ذات جودة متوسطة وتدل على توافر القدرة لدى المصدر على سداد كل من الفوائد وأصل الدين إلا أنه قد تغيب بعض عوامل الأمان أو قد لا يمكن الجزم بالوثوق بها في الأجل البعيد. كما تعكس النظرة المستقبلية احتمالات حدوث ارتفاع أو عدم التغيير أو انخفاض في التقييم خلال فترة الاثني عشر شهراً اللاحقة لإصدار التقرير.	مداولات التصنيف Rating Implications
No expected material impact on the financial position of the company.	ليس من المتوقع وجود أثر مادي على المركز المالي للشركة.	انعكاس التصنيف على أوضاع الشركة Rating effect on the status of the company
Stable outlook	نظرة مستقبلية مستقرة.	النظرة المستقبلية Outlook

Capital Intelligence Ratings (CI Ratings or CI) has affirmed the international issue rating of the KWD60mn Senior Unsecured Bond issued by United Real Estate Company (URC) at 'BBB-'. The Outlook on the rating remains Stable.

#### Rating Drivers

The key drivers of the rating are the refinancing of the bond under review from the proceeds of a new facility to be issued in Q1 23 and the Company's ownership by Kuwait Projects Company Holding K.S.C. (KIPCO), one of the largest holding companies in the MENA region with significant ownership interests in over 60 companies operating across 24 countries. URC is an integral part of KIPCO as the main real estate arm. The Group's support continues to be demonstrated via funding and liquidity which has been even more evident following the impact of the pandemic. Historically KIPCO had also provided capital injections albeit modest.

Other drivers of the rating are URC's continued ability to refinance and raise new funding on an unsecured basis (standalone basis rather than at URC Group level), the good debt maturity profile, the large and diversified portfolio of income generating properties with a sound level of unencumbered assets, a fairly wide lender base, and effective and improving operating cash flow with a return to net profit in H1 22. The rating also incorporates the value of URC's well-established franchise in Kuwait and the MENA region.

أكدت كايينال إنتليجنس تصنيف BBB- للإصدار الدولي للسندات الممتازة غير المضمونة بمبلغ 60 مليون دك الصادر من قبل شركة العقارات المتحدة ("الشركة"). لا تزال التوقعات بشأن هذا التصنيف مستقرة.

#### عوامل التصنيف

العوامل الأساسية التي تبرز التصنيف هي إعادة تمويل السندات موضوع المراجعة من حصة تسهيلات جديدة سوف تقدم خلال الربع الأول من سنة 2023 وكون الشركة مملوكة من قبل شركة مشاريع الكويت القابضة ش م ك (كيبكو)، إحدى كبرى الشركات القابضة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والتي تملك إستثمارات كبيرة في أكثر من 60 شركة تنتشر في 24 بلدا. الشركة جزء لا يتجزأ من كيبكو باعتبارها الذراع العقاري الرئيسي للمجموعة. يظل دعم المجموعة للشركة واضحا من خلال التمويل والسيولة الأمر الذي انضح بشكل أكبر في أعقاب جائحة كورونا، كما سبق لكيبكو القيام خلال مسيرتها بعمليات ضخ لرأس المال في الشركة، وإن كانت تلك العمليات متواضعة من حيث الحجم.

ومن العوامل الأخرى للتصنيف قدرة الشركة المستمرة على إعادة التمويل والحصول على تمويل جديد بغير ضمان (بشكل مستقل وليس على مستوى مجموعة شركة العقارات المتحدة)، إلى جانب الوضع الجيد لملف استحقاقات الديون، والمحفظة الكبيرة والمتنوعة للعقارات المدرة للدخل وذات المستوى الجيد من الأصول غير المكبلة بالالتزامات، وكذلك وجود قاعدة مقرضين واسعة بشكل معقول وتدفقات نقدية فعالة وأخذة بالتحسن وعودة لتحقيق أرباح صافية خلال النصف الأول من سنة 2022. تتضمن عناصر التقييم أيضا قيمة الامتياز الراسخ للشركة في الكويت ومنطقة الشرق

ترجمة التصريح  
الصحفي أو  
الملخص التنفيذي  
Translation of  
the press release  
or executive  
summary

Scal

Scal

Unni Krishnan Santhosh Kumar  
Group Chief Financial Officer

بولي كريشان سانتوش كومار  
المدير التنفيذي للإدارة المالية للمجموعة



شركة العقارات المتحدة  
United Real Estate Co

UC



## ترجمة

## تقرير تصنيف إئتماني

## كابيتال إنتلجنس

شركة العقارات المتحدة ش م ك ع  
البلد: الكويت - تاريخ التقرير: ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢

نبذة عن إجراءات التصنيف

- • السندات ممتازة غير مضمونة - بقيمة ٦٠ مليون دك، تستحق في أبريل ٢٠٢٣، تثبيت التصنيف، النظرة المستقبلية مستقرة

أبرز الملامح المالية				التصنيفات الحالية	
2020	2021	النصف الأول 2022*	النصف الأول 2022*		
دينار	دينار	دينار	دولار أمريكي	مليون (دولار أمريكي) مليون (دينار كويتي)	التصنيفات الائتمانية الدولية سندات ممتازة غير مضمونة (عملة محلية) النظرة المستقبلية
21.7	28.3	15.4	50.3	إجمالي الدخل الإجمالي	BBB- مستقرة
6.6	12.2	6.2	20.0	صافي الدخل الإجمالي**	
9.6	7.7	2.4	8.0	نفقات التشغيل	
-3.9	7.7	13.3	43.2	الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاءات	
-17.0	-6.5	6.6	21.6	صافي الربح	
607.0	600.4	599.6	1,954.1	إجمالي الأصول	
300.0	306.5	302.0	987.5	إجمالي الدين	
414.1	415.7	414.3	1,350.0	إجمالي المطلوبات	
192.9	184.7	185.4	604.1	إجمالي حقوق الملكية	
0.3041	0.3025	0.3069		سعر الصرف: دولار/دينار	

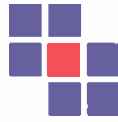


ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

أ



2020	2021	النصف الأول 2022	
1.01	1.11	0.58	نسبة التداول
-0.30	0.64	2.11	تغطية الفائدة / الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك و الإطفاءات
2.15	2.25	2.23	الرافعة المالية
1.56	1.66	1.63	إجمالي الدين / إجمالي حقوق الملكية
-2.77	-1.08	2.21	العائد على متوسط الأصول*** * غير مدققة ولكن تمت مراجعتها ** تشمل استهلاك الفندق *** العائد على متوسط الأصول – محسوب على أساس سنوي

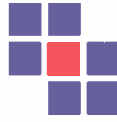
## عوامل التصنيف الرئيسية

التحديات الائتمانية	نقاط القوة الائتمانية
• رافعة مالية عالية وسيولة محدودة هيكلياً.	• البدء في إجراءات إصدار تسهيلات جديدة لتسديد السندات موضوع التقييم.
• استمرار الاعتماد على إعادة التمويل وعمليات بيع الأصول لتسديد القيمة الأصلية للتسهيلات الأكبر حجماً.	• عضو استراتيجي رئيسي في مجموعة كيبكو العريقة، تمويل مستمر مع دعم للسيولة من البنوك الأعضاء في المجموعة.
• تسجيل خسائر على مدى السنوات القليلة الماضية مع عودة لتحقيق صافي أرباح متواضعة خلال النصف الأول من العام ٢٠٢٢؛ فوائد تمويل عالية مقارنة للربحية.	• قاعدة تمويل متنوعة بالرغم من بعض التركيز، هيكل جيد لأجل استحقاق الديون.
• بعض التركيز على أصول فردية في مختلف فئات الأصول، على الرغم من التنوع من حيث أنواع الممتلكات ومواقعها الجغرافية.	• قدرة مستمرة على الحصول على تمويل جديد على أساس غير مضمون إلى حد كبير، علاقات جيدة مع المقرضين الرئيسيين.
• نتيجة التفاوض مع الحكومة حول عقد البناء والتشغيل والتحويل (BOT) "عالم المارينا" الذي ينتهي في سنة ٢٠٢٤.	• محفظة كبيرة من العقارات المدرة للدخل؛ مستوى جيد من الأصول غير المرهونة.



ترجمة Translation	ترجمة Translation
----------------------	----------------------

ترجمة Translation	
----------------------	--



المحلل الرئيسي: أغنيس سيه، +٣٥٧ ٢٥٢٦ ٠٠٠ [agnes.seah@ciratings.com](mailto:agnes.seah@ciratings.com)  
المحلل الثانوي: دارن ستوبنغ، + ٣٥٧ ٢٥٢٦ ٠٠٠ [darren.stubing@ciratings.com](mailto:darren.stubing@ciratings.com)

## الأساس المنطقي للتصنيف

### إجراءات التصنيف

أكدت كاييغال إنتلجينس تصنيف BBB- للإصدار الدولي للسندات الممتازة غير المضمونة بمبلغ ٦٠ مليون دك الصادر من قبل شركة العقارات المتحدة ("الشركة"). لا تزال التوقعات بشأن هذا التصنيف مستقرة.

### عوامل التصنيف

العوامل الأساسية التي تبرر التصنيف هي إعادة تمويل السندات موضوع المراجعة من حصيلة تسهيلات جديدة سوف تقدم خلال الربع الأول من سنة ٢٠٢٣ وكون الشركة مملوكة من قبل شركة مشاريع الكويت القابضة ش م ك (كييكو)، إحدى كبرى الشركات القابضة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والتي تملك إستثمارات كبيرة في أكثر من ٦٠ شركة تنتشر في ٢٤ بلداً. الشركة جزء لا يتجزأ من كييكو باعتبارها الذراع العقاري الرئيسي للمجموعة. يظل دعم المجموعة للشركة واضحاً من خلال التمويل والسيولة الأمر الذي اتضح بشكل أكبر في أعقاب جائحة كورونا، كما سبق لكييكو القيام خلال مسيرتها بعمليات ضخ لرأس المال في الشركة، وإن كانت تلك العمليات متواضعة من حيث الحجم.

ومن العوامل الأخرى للتصنيف قدرة الشركة المستمرة على إعادة التمويل والحصول على تمويل جديد بغير ضمان (بشكل مستقل وليس على مستوى مجموعة شركة العقارات المتحدة)، إلى جانب الوضع الجيد لملف استحقاقات الديون، والمحفظة الكبيرة والمتنوعة للعقارات المدرة للدخل وذات المستوى الجيد من الأصول غير المكبلة بالالتزامات، وكذلك وجود قاعدة مقرضين واسعة بشكل معقول وتدفقات نقدية فعالة وأخذة بالتحسن وعودة لتحقيق أرباح صافية خلال النصف الأول من سنة ٢٠٢٢. تتضمن عناصر التقييم أيضاً قيمة الامتياز الراسخ للشركة في الكويت ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

تواجه الشركة تحديات انتمائية في سعيها لتخفيض الرافعة المالية العالية إلى مستوى أكثر راحة وتحقيق معايير ربحية أفضل بكثير والذي تعترض سبيل تحقيقه تكلفة الفائدة العالية والعودة لتحقيق أرباح صافية بشكل مستدام. ومن العوامل المعيقة الأخرى تركيز الممتلكات العقارية الفردية وإن كان هذا التركيز معتدلاً إلى حد ما كنسبة من إجمالي الأصول، وكذلك استمرار الاعتماد على بيع



ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

١٢



الأصول و/أو إعادة تمويلها لخدمة التزامات الدين الكبيرة كالسندات موضوع هذه المراجعة. وقد نتج هذا الأخير بدرجة كبيرة عن المستوى المعتدل نسبياً للدخل الأساسي الخاص بالشركة. وهناك تحدّ آخر وهو التفاوض خلال المستقبل القريب مع الحكومة حول عقد عالم المارينا الخاص بمشروع تطوير عقاري بنظام البناء والتشغيل والتحويل والذي سوف تنتهي مدته خلال سنة ٢٠٢٤، ومن المرجح أن يكون لنتيجة هذا التفاوض أثر ملحوظ على دخل الشركة من الإيجار.

لا تزال قاعدة أصول الشركة منوّعة بشكل جيد إلى حد ما في مختلف قطاعات العقار وفي دول مختلفة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، الأمر الذي يعكس المعرفة الجغرافية والخبرة التي تتمتع بها الشركة، وتماشياً مع نموذج أعمال الشركة تتمثل موجوداتها الرئيسية بمحفظة أصولها الاستثمارية وخاصة العقارات التي تم تطويرها والعقارات الفندقية. لا تزال درجة التركيز عالية إلى حد ما ضمن فئات الأصول، وفي حين أن كلا من الأصول يمثل نسبة معتدلة من إجمالي الأصول، تمثل العقارات العشر الكبرى ثلثي إجمالي الأصول في سنة ٢٠٢١ والنصف الأول من سنة ٢٠٢٢. غير أن مخاطر التركيز تنخفض نتيجة لتنوّع فئات العقارات والدول الموجودة فيها. بالنسبة للمستقبل، يعتبر وقف إجراءات الإقفال الناتجة عن الجائحة وعودة الاقتصاد للنمو وفرص تعافي قطاع العقار في عدد من دول المنطقة عوامل جيدة تتيح للشركة تحقيق معدلات إشغال أعلى وزيادة الدخل من الإيجار ومبيعات الأصول. إن فرص نمو موجودات الشركة على المدى القصير إلى المتوسط سوف يتوفر لها الدعم المستمر من مشروع التطوير العقاري الكبيرين في الكويت والمغرب.

معظم الدين مسجل على الشركة وليس على مستوى المجموعة (شركة العقارات المتحدة وشركاتها التابعة)، وتتمتع الشركة بالقدرة على إعادة تمويل ديونها الحالية حتى انتهاء مدتها وقدرتها على اقتراض المزيد من الأموال بدون ضمانات وخاصة في فترة الجائحة التي انطوت على تحديات كبيرة، الأمر الذي يعتبر من عوامل الدفع القوية لهذا التصنيف. الاقتراض على مستوى الشركات التابعة مضمون بأصول مشاريعها التي تمّولها. لقد أصبحت قاعدة المقرضين أضيق مما كانت عليه وذلك بعد تسديد الديون الأجنبية، وأصبح هؤلاء المقرضون يتكوّنون بشكل رئيسي من البنوك المحلية في الكويت كما كان عليه الحال في نهاية النصف الأول من سنة ٢٠٢٢، علماً بأن الشركة لديها علاقة جيدة مع تلك البنوك. كانت القروض من الأطراف ذات الصلة تشكل أكثر قليلاً من ثلث إجمالي القروض (باستثناء السند الحالي) في نهاية النصف الأول من سنة ٢٠٢٢. يتكون المستثمرون في السند موضوع هذه المراجعة من جهات وشركات عامة وخاصة وعملاء للمؤسسات المالية، الأمر الذي يوفر مزيداً من التنوع لقاعدة مقرضي الشركة.



ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation



التحدي الكبير للشركة يكمن في ارتفاع الدين مقارنة بحقوق الملكية. من المتوقع أن تحل محل السندات موضوع هذه المراجعة تسهيلات جديدة مدتها خمس سنوات وبمبلغ أكبر، ومن المتوقع أيضا أن تؤدي التسهيلات المذكورة إلى ارتفاع صغير في إجمالي الدين، وهو من معوقات التصنيف، ولكن، بالمقابل، سيكون من شأن موعد الاستحقاق عاملا إيجابيا يعزز الصورة العامة لوضع استحقاقات الديون. وفي يتعلق بالرفع المالي، وبغض النظر عن الزيادة الصغيرة لإجمالي الدين لقد أدى تقليص قاعدة حقوق ملكية الشركة على مدى السنوات الأربع الماضية من الخسائر الصافية إلى بقاء نسبة الرفع المالي عند مستوى مرتفع، غير أن نسبة إجمالي الدين إلى حقوق الملكية بقي عند مستوى مقبول في نهاية النصف الأول من سنة ٢٠٢٢، وظلت نسبة التمويل ضمن التعهد المالي المرتبط بالسندات موضوع المراجعة.

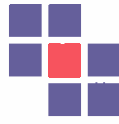
بالنسبة للمستقبل، تبذل الشركة جهودا أكثر تصافراً مما كان عليه الحال في الماضي للتخلص من الأصول الغير مدرة للدخل وذلك بهدف تمويل الاستثمارات المطلوبة لمشاريعها الحالية على مدى السنوات الثلاث القادمة، كما تركز الشركة على تخفيض الدين الذي سيتم تمويله بشكل كبير من موارد داخلية وخاصة عن طريق تحسين التدفقات النقدية التشغيلية. ونظرا لأنه لن تتم زيادة رأس المال على المدى المنظور، من المتوقع أن تتم تنمية رأس المال بشكل ثابت عن طريق الاحتفاظ بالأرباح، وكذلك فإن تخفيض الدين وتخفيض الرافعه المالية إلى مستوى أفضل سوف يستغرق بعض الوقت. على المدى القصير إلى المتوسط، من المتوقع أن تبقى نسبة الرفع المالي مرتفعة بشكل معتدل، الأمر الذي يشكل عاملا سلبيا على تصنيف السند.

حافظت الشركة على سجل جيد من حيث الوفاء بالتزامات الدين الخاص بها في مواعيدها خلال سنة ٢٠٢١ والنصف الأول من سنة ٢٠٢٢ وقد إستعانت على ذلك بإدارتها للتدفقات النقدية بشكل أفضل وأكثر فعالية. ولكن، بالنظر إلى المستوى المعتدل للدخل الأساسي (الدخل من الإيجار)، سوف يستمر اعتماد الشركة على إعادة التمويل و/أو بيع الأصول لتسديد مبالغ التسهيلات الكبيرة، كالدين موضوع هذه المراجعة، على سبيل المثال. وفيما يتعلق بهذا الأخير، تنوي الشركة إصدار تسهيلات جديدة مدتها ٥ سنوات خلال الربع الأول من سنة ٢٠٢٣ لضمان تسديد هذا السند الذي سوف يستحق في شهر أبريل من السنة القادمة، وسوف تبقى سيولة الشركة محدودة هيكلية. وسوف يتم تخفيف مخاطر إعادة التمويل هذه ومخاطر السيولة عن طريق لجوء الشركة إلى أسواق المال والمحافظه على علاقة جيدة مع المقرضين ومن خلال وجود محفظة كبيرة من العقارات والفنادق القابلة للبيع والمدرة للدخل، واستمرار الدعم من البنوك الأعضاء في مجموعة كيبكو.

يشكل الدخل من الإيجار الجزء الأكبر من الدخل التشغيلي للشركة، وقد شكل النمو الجيد له خلال الفترات الأخيرة تطورا إيجابيا، كما أن أنشطة الشركة الخدمية وفي مجال المقاولات سجلت تعافيا قويا في الفترة الأخيرة ولا تزال تمثل تنوعا جيدا للدخل التشغيلي الأساسي للشركة، ويعكس المستوى المرتفع لهذا الدخل النوعية الجيدة لإيرادات الشركة واستمراريتها. أما الدخل غير التشغيلي فقد ظل سلبيا خلال سنة ٢٠٢١، ويعزى ذلك بشكل أساسي إلى تكلفة الإطفاء الكبيرة لمشروع عالم مارينا الذي تم تطويره وفق نموذج البناء والتشغيل والتحويل. على الرغم من التراجع الذي نجم عن تخفيض أسعار الفائدة في الكويت، كانت تكلفة الفائدة أكبر من الدخل قبل الفائدة

ترجمة  
Translationترجمة  
Translationترجمة  
Translation



والضريبة، إلى جانب الاعتراف بخسارة غير متكررة نتجت من نزاع ملكية جزء من إحدى الأراضي من قبل الحكومة المصرية، أعلنت الشركة عن تسجيل خسارة صافية أخرى لسنة ٢٠٢١، وإن كانت الخسارة في السنة المذكورة أقل من تلك التي تم تسجيلها في السنة السابقة. وكان هناك تطور إيجابي يتمثل في عودة الشركة إلى تحقيق أرباح صافية في النصف الأول من سنة ٢٠٢٢، وقد ساعد على تحقيق هذا التحسن استمرار النمو القوي للدخل التشغيلي وتحقيق ربح من بيع إحدى الشركات الزميلة. ومع ذلك، ترى كابيتال إنتليجنس أن الأرباح تشكل أحد مجالات الضعف المتبقية بالنظر إلى ضعف قدرة الدخل قبل الفائدة والضريبة على تغطية دفعات الفائدة.

وهناك تطور متواصل هام للشركة، وهو اندماجها مع شركة الأبراج المتحدة القابضة، وهي شركة زميلة، وشركة الضيافة القابضة، وهي شركة تابعة، ومن المتوقع إنجاز عملية الاندماج بحلول نهاية السنة الحالية. وسوف يؤدي هذا الاندماج إلى زيادة محفظة الشركة من العقارات المدرة للدخل وتعزيز قاعدتها الرأسمالية. وسوف يكون من شأن ذلك أن يؤدي بدوره إلى زيادة الدخل من الإيجار ويخفض نسبة الرفع المالي. غير أن هذا الأخير من المتوقع أن يبقى عند مستويات مرتفعة بشكل معتدل بعد تجميع الاقتراض الخاص بشركة الأبراج المتحدة القابضة. سوف يؤدي الاندماج إلى ربح كبير غير متكرر يعزز صافي الربح إلى مستوى عال على أساس مبدئي في النصف الأول من سنة ٢٠٢٢. وهناك أيضا تطور إيجابي متوقع يتمثل في عزم الشركة على استخدام هذا الكسب الكبير لمقابلة الجزء المتبقي من تكلفة إطفاء مشروع عالم مارينا، وهو ما سوف يزيل أحد مصادر الاستنزاف الأخرى لدخل الشركة.

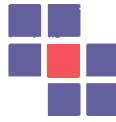
بالنسبة للمستقبل، من المرجح أن يؤدي وقف إجراءات الإقفال الناتجة عن الجائحة، إلى جانب استمرار النمو الاقتصادي وتحسن فرص قطاعات العقار في عدد من دول المنطقة إلى أثر إيجابي للشركة على معدلات الإشغال ونمو الدخل من الإيجار وخطة مبيعات الأصول. وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة كبيرة للدخل التشغيلي الأساسي للشركة ويعزز التدفقات النقدية التشغيلية. غير أنه من المرجح أن يستمر تكلفة الفائدة المرتفع في استهلاك جزء كبير من الدخل قبل الفائدة والضريبة وخاصة على المدى القصير إلى المتوسط. من المتوقع أن يبقى العائد على متوسط الأصول متواضعا، ولذلك ترى كابيتال إنتليجنس أن دخل الشركة سوف يظل يشكل أحد مجالات ضعف الشركة. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يكون للمفاوضات القادمة للشركة مع الحكومة بشأن عالم المارينا أثر ملحوظ على الدخل من الإيجار لأن هذا العقار يشكل حاليا حوالي نصف الدخل الإجمالي من الإيجار.



ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation



### النظرة المستقبلية بالنسبة للتصنيف

النظرة المستقبلية تفيد بأن من المرجح أن يبقى التصنيف بدون تغيير على مدى الإثني عشر شهرا القادمة، علما بأن هذه النظرة توازن بين تحديات الائتمان لدى الشركة مقابل الوضع الجيد لأعمالها مع بعض التحسن في مختلف المؤشرات المالية بعد الاندماج، كما تأخذ هذه النظرة بعين الاعتبار استمرار الدعم من جانب مجموعة كيبكو. بالإضافة إلى ذلك، سوف تستحق السندات موضوع المراجعة في شهر أبريل ٢٠٢٣.

### ديناميكية التصنيف: احتمالية رفع التقييم

مع أن احتمالات هذا الأمر تعتبر بعيدة في هذه المرحلة، يمكن أن يتم تعديل النظرة المستقبلية لتصبح إيجابية و/أو أن يتم رفع التصنيف إذا ما طرأ تحسن ملحوظ على المؤشرات المالية للشركة. التحسينات الحاسمة يمكن أن تشمل انخفاضاً كبيراً في الاقتراض، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى انخفاض كبير في نسبة الرفع المالي ليصل إلى مستوى مريح للشركة، وتعاف مستدام في الدخل وارتفاع نسبة تغطية دفعات الفائدة على الدخل قبل الفائدة والضريبة.

### ديناميكية التصنيف: احتمالية خفض التقييم

يمكن أن يتم تعديل النظرة المستقبلية إلى سلبية أو يمكن تخفيض التصنيف بدرجة واحدة خلال الإثني عشر شهرا القادمة إذا ما ارتفعت نسبة الرفع المالي فوق مستواها الحالي و/أو إذا لوحظ أن الشركة قد عادت إلى وضع الخسارة الصافية لأن من شأن ذلك أن يؤثر سلباً على قاعدة حقوق الملكية. كما أن حدوث أي شيء يفسر بأنه انخفاض لمستوى دعم مجموعة كيبكو يمكن أن يكون له أثر سلبي على التصنيف.



ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation

ترجمة  
Translation



**UNITED REAL ESTATE COMPANY S.A.K.P.**

Country: Kuwait; Report Date: 27 October 2022

**Rating Action Snapshot**

&gt; Senior Unsecured Bond (KWD60mn, maturing April 2023): Rating Affirmed; Outlook is Stable.

**Current Ratings**
**International Issue Credit Ratings**  
 Senior Unsecured (Local Currency)  
 Outlook

**BBB-  
Stable**
**Financial Highlights**

USD (mn)	H1 22*	H1 22*	2021	2020
KWD (mn)	USD	KWD	KWD	KWD
Gross Rental Inc	50.3	15.4	28.3	21.7
Net Rental Income**	20.0	6.2	12.2	6.6
Operating Expenses	8.0	2.4	7.7	9.6
EBITDA	43.2	13.3	7.7	-3.9
Net Profit	21.6	6.6	-6.5	-17.0
Total Assets	1,954.1	599.6	600.4	607.0
Total Debt	987.5	302.0	306.5	300.0
Total Liabilities	1,350.0	414.3	415.7	414.1
Total Equity	604.1	185.4	184.7	192.9
Exchange Rate: USD/KWD		0.3069	0.3025	0.3041
		H1 22	2021	2020
Current Ratio		0.58	1.11	1.01
EBITDA/ Interest Coverage		2.11	0.64	-0.30
Leverage		2.23	2.25	2.15
Total Debt/Total Equity		1.63	1.66	1.56
ROAA***		2.21	-1.08	-2.77

\*Unaudited but reviewed; \*\*Includes hotel depreciation; \*\*\* ROAA – Annualised for H1

**Key Rating Factors**
**Credit Strengths**

- Proceeds of a new facility to repay the bond under review.
- Key strategic member of the well-established KIPCO Group; ongoing funding and liquidity support from Group member banks.
- Diversified funding base notwithstanding some concentration; good debt maturity profile.
- Continued ability to raise new funding largely on an unsecured basis; good relationship with main lenders.
- Sizeable portfolio of income generating properties; sound level of unencumbered assets.

**Credit Challenges**

- High leverage and structurally tight liquidity.
- Continued reliance on refinancing and asset sales for the principal repayment of larger debt facilities.
- Losses making for the past few years with a return to a modest net profit in H1 22; modest profitability metrics and constrain of a high interest expense to earnings.
- Some concentration in individual holdings in various asset classes, although diversified by property type and geography.
- The outcome of the negotiation with the government on the Marina World BOT development which expires in 2024.

 Primary Analyst: Agnes Seah, +357 2526 0000, agnes.seah@ciratings.com  
 Secondary Analyst: Darren Stubing, +357 2526 0000, darren.stubing@ciratings.com

## RATING RATIONALE

### Rating Action

Capital Intelligence Ratings (CI Ratings or CI) has affirmed the international issue rating of the KWD60mn Senior Unsecured Bond Issued by United Real Estate Company (URC) at 'BBB-'. The Outlook on the rating remains Stable.

### Rating Drivers

The key drivers of the rating are the refinancing of the bond under review from the proceeds of a new facility to be issued in Q1 23 and the Company's ownership by Kuwait Projects Company Holding K.S.C. (KIPCO), one of the largest holding companies in the MENA region with significant ownership interests in over 60 companies operating across 24 countries. URC is an integral part of KIPCO as the main real estate arm. The Group's support continues to be demonstrated via funding and liquidity which has been even more evident following the impact of the pandemic. Historically KIPCO had also provided capital injections albeit modest.

Other drivers of the rating are URC's continued ability to refinance and raise new funding on an unsecured basis (standalone basis rather than at URC Group level), the good debt maturity profile, the large and diversified portfolio of income generating properties with a sound level of unencumbered assets, a fairly wide lender base, and effective and improving operating cash flow with a return to net profit in H1 22. The rating also incorporates the value of URC's well-established franchise in Kuwait and the MENA region.

URC faces credit challenges as it seeks to lower leverage to a more comfortable level and to significantly improve profitability metrics, which remains partly constrained by high interest expense as well as a sustainable return to net profit. Other constraining factors are the concentration seen in individual asset holdings albeit fairly moderate in relation to total assets, and its continued reliance on asset sales and/or refinancing to service large debt facilities such as the bond under review. The latter is largely a function of URC's comparatively moderate level of core income. Another challenge is the forthcoming negotiation with the government on the Marina World BOT development which expires in 2024; its outcome is likely to have a noticeable impact on rental income.

URC's asset base remains fairly well diversified across real estate segments and countries in the MENA region, reflecting its geographical knowledge and expertise. In line with its business model, the Company's major assets are its portfolio of investment properties, in particular developed properties and hotel holdings. Concentration within major asset classes remains fairly high. While each individual holding represents a more moderate proportion of total assets, the top ten in aggregate formed close to two thirds of total assets in both 2021 and H1 22, albeit declining. This concentration risk remains mitigated by the diversification in property types and countries. Going forward, the ending of lockdown measures, economic growth momentum and prospects for a recovery of the real estate sector of a number of countries in the region augurs well for the Company in terms of higher occupancy rates, rental income growth and asset sales. Its asset growth prospects over the short to medium term will continue to be supported by the ongoing development of its two mega projects in Kuwait and in Morocco.

The bulk of debt is held at URC and not at the Group (URC and its subsidiaries) level. URC's continued ability to refinance and term out existing debt as well as raise new borrowings on an unsecured basis especially in the challenging times of the pandemic are strong supporting factors for the rating. Borrowings at the subsidiary level are secured by the asset bases of the projects they are financing. The lender base has narrowed with the repayment of foreign borrowings and is largely concentrated among the local banks in Kuwait at end H1 22, with whom the Company has a well established relationship. Borrowings from related parties formed just over a third of total borrowings (excluding the existing bond) at end H1 22. Investors in the bond under review comprise public and corporate enterprises and clients of financial institutions provide further diversification to its lender base.



The key challenge for the Company is the high debt in relation to equity. The Bond under review is expected to be replaced by a new 5-year facility of a larger size. The latter is expected to cause a slight increase in total debt which is a rating constraint. An offsetting positive is that the good maturity debt profile will be maintained. In terms of leverage, notwithstanding the modest increase in total debt, the contraction of the Company's equity base over the past four years from net losses has kept leverage high. Its total debt to equity ratio was however maintained at a satisfactory level at end H1 22, and the gearing ratio was well within the financial covenant of the bond under review.

Going forward, the Company is making a more concerted effort to dispose of idle assets to fund the investment required for its existing projects for the next three years. The Company is also focused on reducing debt, which will largely be funded from internal resources in particular the improving operating cash flow. With no increase in capital on the horizon, capital is anticipated to grow steadily from the retention of earnings. The reduction of debt and the lowering of leverage to a more comfortable level would thus take time. In the short to medium term, leverage is anticipated to remain fairly high which is a constraint to the bond rating.

URC has maintained its good track record of fulfilling its debt obligations in a timely manner in both 2021 and H1 22. This was largely supported by its effective and improving operating cash flow management. That said, given the moderate level of core income (rental income), the Company will remain reliant on refinancing and/or asset sales for the repayment of large debt facilities such as the bond under review. With regard to the latter, the Company is planning to issue a new 5-year facility in Q1 23 to secure the repayment of this bond which is due in April next year. URC's liquidity metrics will remain structurally tight. Both these refinancing and liquidity risks are mitigated by URC's access to the capital markets, good relationship with its lenders, a large portfolio of saleable income-generating properties and hotels, and the ongoing support by the bank members of the KIPCO Group.

Rental income is the mainstay of URC's operating income and the sound growth in recent periods is a positive development. Its services and contracting activities which have been recovering nicely will also continue to provide a good diversification to its core operating income. The high level of the latter is a reflection of the good quality and sustainability of the Company's earnings. Non-operating income remained negative in 2021 due largely to the large amortisation cost of the Marina World BOT development. Notwithstanding a decline due to interest rate cuts in Kuwait, interest expense was larger than EBIT and together with the one off loss recognition relating to the expropriation of part of a land by the Egyptian government, the Company had reported another net loss for 2021, albeit much lower compared to the previous year. A positive development is the return to net profit in H1 22, aided by continued good growth of operating income and a profit from a sale of an associate. Nonetheless, CI considers earnings as an area of remaining weakness given modest EBIT coverage of interest payments.

An important ongoing development at URC is its merger with United Tower Holding Company (UTHC), an associate, and AlDhiyafa Holding Company (AADHC), a subsidiary, which is expected to be completed by the year of this year. The merger will see an increase in the Company's portfolio of income generating properties and a strengthening of capital base. This in turn would increase rental income and lower leverage. However the latter is anticipated to remain fairly high with the consolidation of the borrowings of UTHC. A substantial one-off gain from the merger would however boost net profit to a high level on a proforma basis in H1 22. A significant anticipated positive development is the Company's intention to use this substantial gain to offset a proportion of the outstanding amortisation cost of the Marina World BOT development. This would thus eliminate one of the major constraints to the Company's earnings.

Looking ahead, the lifting of lockdown measures, the continued economic growth and better real estate prospects in a number of the countries in the region are likely to have a positive impact for the Company in terms of high occupancy rates, rental income growth and asset sales plan. These would lead to a good expansion in the Company's core operating income and boost operating cash flow. However the high level of interest expense is likely to continue to consume a large proportion of the EBIT especially in the short to medium term. ROAA is projected to remain modest. CI thus considers the Company's earnings as an area of remaining weakness. Furthermore, the Company's forthcoming negotiation with the government on the Marina World BOT development could have a noticeable impact on rental income as it currently forms close to one half of gross rental income.





### Rating Outlook

The Stable Outlook indicates that the rating is likely to remain unchanged over the next 12 months. The outlook balances the credit challenges of the Company against its well-established franchise with some improvement in various financial metrics post merger. The Outlook also takes into account the continued support of the KIPCO Group. Moreover, the Bond under review will mature in April 2023.

#### Rating Dynamics: Upside Scenario

Although considered remote at this stage, the Outlook could be revised to Positive and/or the rating revised upwards if the Company's financial metrics improve noticeably. Crucial improvements would include a significant decline in borrowings contributing to a marked lowering of leverage to a comfortable level, and a sustained recovery in earnings with a much higher EBIT coverage of interest payments.

#### Rating Dynamics: Downside Scenario

The Outlook could be revised to Negative or the rating lowered by one notch in the next 12 months if the Company's already high leverage rises further and/or a return to net loss is observed as the latter would negatively impact the equity base. Any lessening of the perceived level of KIPCO Group support could also lead to downward pressure on the rating.

