



NEUTRAL تصنيف

السعر المستهدف SAR93 (3.5% upside)
السعر الحالي SAR89.90

Outperform Sector rating
Medium Company risk rating

إدارة البحوث
يزيد الصقبي
Tel +966 1 211 9398, alsqaaby@alrajhi-capital.com

بوبا العربية بداية تغطية

سنبدأ تغطيتنا لشركة بوبا العربية بتصنيف يتضمن توصية بالحياد في سهمها وسعر مستهدف لسهمها يبلغ 93 ريال للسهم. اننا نفضل شركة بوبا العربية، نظرا لأنها أكبر شركة تأمين صحي في المملكة العربية السعودية وتملك سجلا قويا حافلا بالإنجازات ولديها سجل اكتتابات تأمين قوي. وتشمل المواضيع الاستثمارية الرئيسية للشركة ما يلي:

- شركة بوبا لديها قوة تسعيرية فائقة نظرا لوضعها المسيطر بين شركات التأمين الطبي مقارنة بقطاع تأمين المركبات المزدهم بالشركات.
- تفخر الشركة بقاعدة عملائها التي تغلب عليها الشركات الكبيرة والمستقرة والتي لديها المقدرة لاستيعاب الزيادات في التكاليف التي شهدها القطاع مؤخرا عندما غير مجلس الضمان الصحي قائمة الخدمات التي يغطيها التأمين. علاوة على ذلك، فان قاعدة بوبا الراسخة هذه، نتج عنها أداء قوي رغما عن مغادرة أعداد كبيرة من الأجانب.
- من العوامل المحفزة الأساسية الأخرى، التأمين الإلزامي للسعوديين العاملين لدى القطاع الخاص، وتوظيف المرأة... الخ وهما عاملان سيسهمان في نمو بوبا.
- الأداء المميز لمحفظة الشركة الاستثمارية، والذي نتج عنه ربح استثماري (+21% على أساس سنوي)، يمثل نسبة 32% تقريبا من اجمالي ربح الشركة لعام 2018، مع الإبقاء على توزيع متحفظ للأصول الاستثمارية (الشكل 13).

التوقعات الرئيسية: نتيجة لتصنيف الشركة الذي يتضمن التوصية بالحياد في سهمها (سعر مستهدف للسهم يبلغ 93 ريال)، فإننا نفضل سجل أداء الشركة الذي ظل متسقا وجيدا دائما، إذ سجلت نموا بأعلى من متوسط معدل النمو للقطاع (نمت في 2018 بنسبة 10.8% على أساس سنوي مقابل نمو بنسبة 5.2% للقطاع)، مما مكنتها من الحصول على حصة في السوق بلغت 43% في 2018 من 18% في 2009، مصحوبا بالمحافظة على نظام للتسعير يتسم بنسب خسائر مستقرة. ان تقديراتنا تشير الى أن معدل النمو السنوي لإجمالي أقساط التأمين سيبلغ 5% تقريبا للفترة 2018-2023 كما يتوقع أن تحقق الشركة نسبة خسائر مستقرة تبلغ 80% تقريبا في نموذجنا التحليلي، ويعزى ذلك أساسا الى تأثير الشركة القوي في تحديد الأسعار، ونمو أعداد السعوديين العاملين في القطاع الخاص، وأيضا نظرا لبدء انحسار تأثير مغادرة أعداد كبيرة من الأجانب.

التقييم والمخاطر: لقد حددنا سعرا مستهدفا لسهم الشركة يبلغ 93 ريالاً بافتراض معدل نمو سنوي مركب للربح الصافي يبلغ 7% تقريبا للفترة 2018-2023، وللوضع القيادي للشركة في قطاع التأمين الصحي الذي تتوزع فيه حصص السوق على عدد قليل من الشركات، الى جانب استقرار قاعدة عملائها. ومع الأخذ في الاعتبار نسب الربحية الجيدة لشركة بوبا مع وجود نسبة مخاطر مستقرة، وتوجه الشركة نحو فرص النمو الكمية في المملكة، فان التقييم المرتفع للشركة له ما يبرره (مكرر ربح بنسبة سعر الى القيمة الدفترية تبلغ 3.3 مرة ومكرر ربح يبلغ 18 مرة عند سعر السهم المستهدف). بيد أن المخاطر المحتملة لانخفاض سعر السهم تشمل انخفاض حجم السوق في ظل الرسوم المفروضة على الأجانب وعدم حدوث زيادة كبيرة في عدد السكان.

الشكل 1 بوبا: ملخص النسب الرئيسية

Key ratios	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GWP(mn)	7,733	8,567	9,088	9,547	10,030
Net earned premiums (mn)	7,672	8,150	8,810	9,278	9,748
Expense ratio	15.9%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%
Loss ratio	83%	82%	81%	81%	81%
Combined ratio	99.2%	98.0%	98.0%	97.7%	97.2%
Net margin	7.2%	7.0%	7.1%	7.2%	7.2%
Return on Average Assets	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%
Return on Average Equity	25.3%	23.5%	22.9%	22.1%	21.6%
EPS	4.6	4.8	5.2	5.5	5.9
DPS	2.0	2.8	3.3	3.8	4.0
BVPS	19.3	21.5	23.9	26.2	28.3

Source: Company data, Al Rajhi Capital

معلومات السهم

القيمة السوقية 10.79bn / 2.877bn
متوسط الحجم اليومي في 52 أسبوع 54.80 - 90.70
متوسط حجم التداول اليومي (US\$) 2.4Mn

الأسهم المتداولة 120.0mn
الأسهم الحرة (مقدرة) 51%

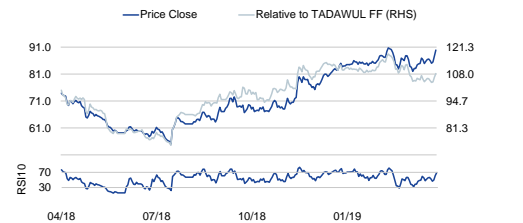
الأداء:	شهر	3 أشهر	12 شهر
المطلق	4.5%	4.4%	27.9%
تاسي	4.7%	10.2%	11.2%

التقييم

	2017A	2018A	2019E
P/E (x)	17.7	21.8	16.9
P/B (x)	3.2	3.8	3.7
DPS	2.00	2.75	3.25
Dividend Yield (%)	2.2%	3.7%	4.3%

المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

الأداء

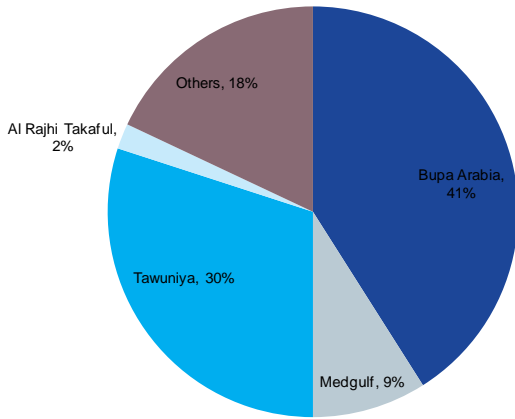


المصدر: معلومات الشركة، والراجحي المالية

بوبا – شركة قيادية في قطاع التأمين الصحي السعودي

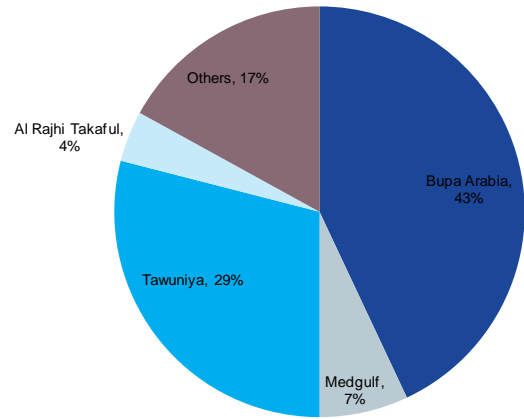
لا تزال بوبا العربية تمثل أكبر شركة تأمين صحي في المملكة بحصة في السوق تبلغ 43% كما في 2018. وقد حافظت الشركة بشكل مستمر على حصتها في السوق على مدى السنوات العديدة السابقة رغمًا عن العقبات التي اعترضت عوامل السوق، بسبب مختلف التحديات التي واجهها القطاع والتي عرقلت نمو القطاع ككل. وفي عام 2018، ارتفع إجمالي أقساط التأمين لشركة بوبا بنسبة 10.8% على أساس سنوي، مقارنة بالقطاع الذي بلغت نسبة ارتفاع أقساطه 5.2% على أساس سنوي. علاوة على ذلك، فقد ارتفعت حصة بوبا في السوق إلى 43% في 2018 من 41% خلال الفترة ذاتها. اننا نعتقد أن بوبا سوف تستمر في اظهار الاستقرار في الأداء وتحصل على المزيد من الحصة في السوق نظرا لأنها قد فاقت في أدائها متوسط أداء سوق التأمين الصحي ككل. علاوة على ذلك، فإن شركة بوبا، لكونها أكبر شركة تأمين صحي تركز على خط تأمين واحد في سوق المملكة، سوف تستفيد بشكل مباشر من فرص النمو الحقيقية التي تنشأ في القطاع. ولكن، رغمًا عن ذلك، ستظل هناك بعض التحديات التي نعتقد أنها لن تستمر طويلا.

الشكل 2 حصة بوبا في السوق- 2017.



Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 3 حصة بوبا في السوق- 2018.



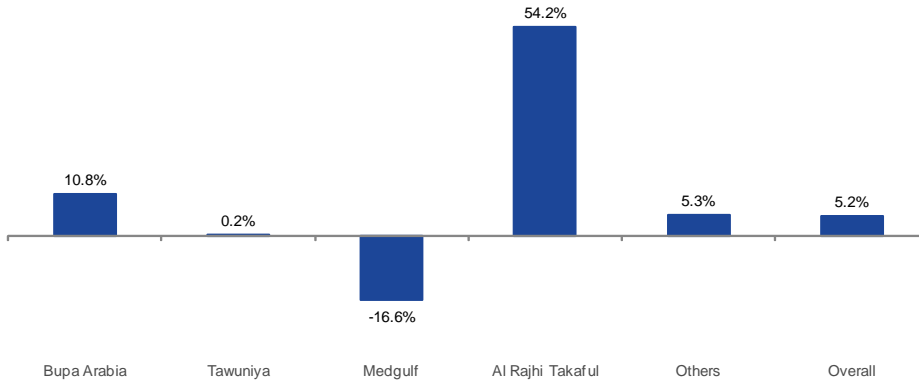
Source: Company data, Al Rajhi Capital

بوبا سوف تستفيد من العوامل الهيكلية المواتية في القطاع

ان شركة بوبا وكونها الشركة الرائدة في السوق، بإمكانها الاستفادة من العوامل الهيكلية المواتية التي يتوقع أن تستمر في دعم القطاع. وتتلخص هذه العوامل في ما يلي: (1) ارتفاع معدل السعودة، (2) تحسن بيئة الاقتصاد الكلي التي سوف تترجم في شكل ارتفاع الانفاق على التأمين، (3) التأمين الإلزامي للمواطنين السعوديين العاملين بالقطاع الخاص والدور الأكبر المتوقع أن يلعبه القطاع الخاص في الاقتصاد، (4) تركيز الحكومة على زيادة السياحة الدينية، (5) التأثير السلبي المنخفض لخروج أعداد من الأجانب من المملكة. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن لبوبا الاستمرار في الحصول على مزيد من الحصة في السوق على اثر عملية إعادة التنظيم التي يمر بها القطاع وخروج الشركات الصغيرة من السوق في قطاع تتوزع فيه حصة السوق على شركات كثيرة. ومن المحتمل أن ينتج عن ذلك، بيئة أكثر تنافسية وبصورة مواتية أكثر للشركة حيث سوف يمكنها ذلك من الحصول على قوة تسعيرية أعلى من نظيراتها من الشركات.



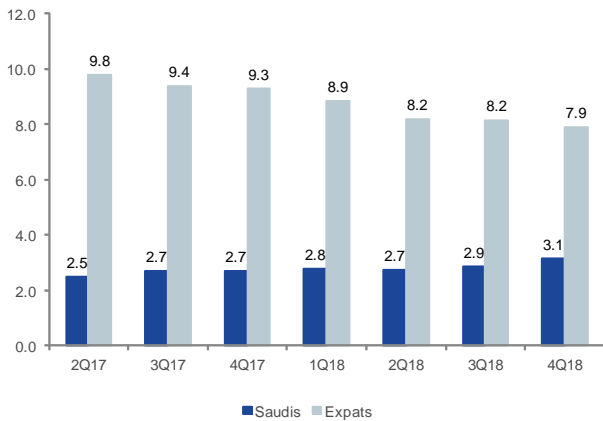
الشكل 4 إجمالي أقساط التأمين – معدل النمو لبوبيا مقارنة بنظيراتها من الشركات (2018 مقارنة بعام 2017).



Source: Company data, Al Rajhi Capital

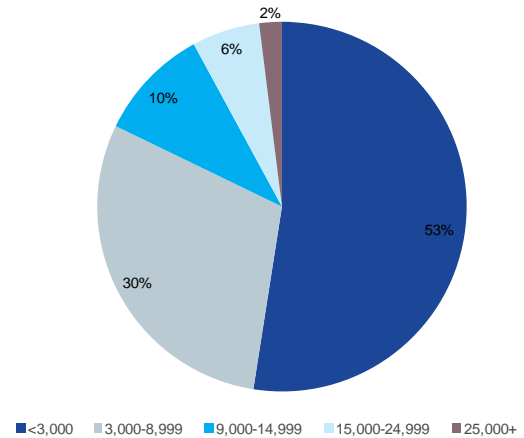
وخلال الجزء الأول من 2018، كان خروج بعض الأجانب من المملكة، يمثل هاجسا لشركات التأمين، رغما عن أن بوبيا كانت في وضع أفضل نسبيا مقارنة بنظيراتها من الشركات نظرا لأنها تتعامل مع قطاع الشركات الكبيرة حيث كان تأثير خروج الأجانب في هذه الأدينى. ان معظم الأجانب الذين غادروا المملكة كانوا مرتبطين بقطاع الإنشاءات ومن ذوي الدخل المنخفضة، بينما نجد أن عملاء بوبيا من الشريحة الأعلى دخلا. وقد تمكنت الشركة من التعويض عن هذا التأثير السلبي عن طريق رفع أسعار خدماتها في 2018. وقد لاحظنا أن معدل خروج الأجانب قد انخفض خلال النصف الثاني من العام كما نتوقع أن يستقر معدل هذا الخروج، مما سوف يساعد بوبيا والقطاع الصحي ككل. من جانب آخر، فإن عدد بوالص التأمين المتحققة نتيجة للتأمين الإلزامي للمواطنين السعوديين، إذ فرض مجلس الضمان الصحي الربط الإلكتروني للتأمين على جميع السعوديين العاملين بالقطاع الخاص ويشمل ذلك أفراد عائلاتهم، يشهد تزايدا وسوف يلعب دورا مهما في الإيرادات. علاوة على ذلك، سوف تستفيد بوبيا أيضا من زيادة الأسعار التي حدثت نتيجة لزيادة مجلس الضمان الصحي لقائمة محتويات تغطية التأمين الصحي، والتي كانت هي السبب الرئيسي لنمو إجمالي أقساط التأمين في العام الماضي وسوف تظل كذلك حتى النصف الأول من 2019.

الشكل 5 إجمالي عدد الأشخاص المؤمن عليهم (بالملايين).



Source: BUPA Presentations

الشكل 6 % لتوزيع انفاق الأسر غير السعودية (ريال).

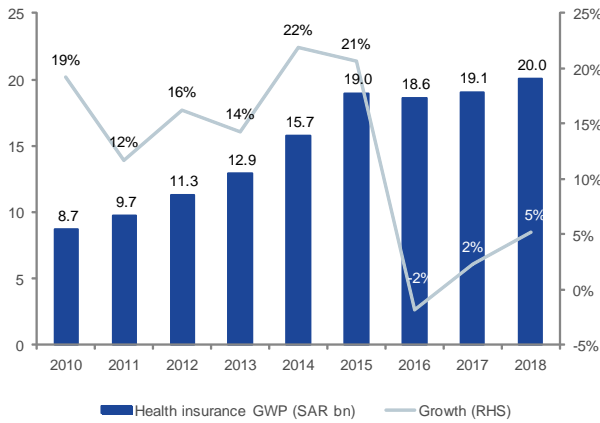


Source: GASTAT

سوق التأمين الصحي

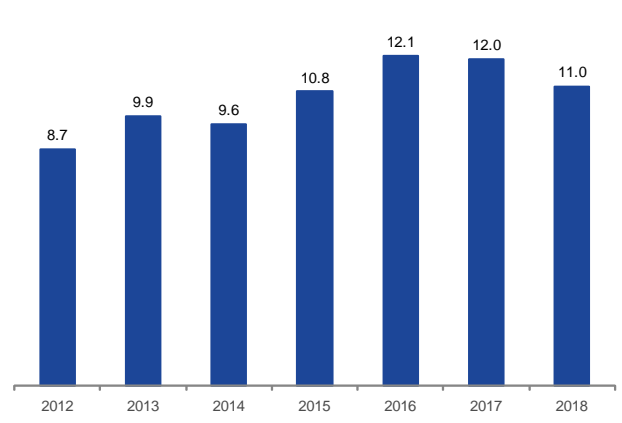
شهد سوق التأمين الصحي في المملكة فترة من النمو الحقيقي خلال الفترة 2010-2015، وقد عكس هذا النمو الكبير السرعة الكبيرة لسد فجوة التأمين الصحي في المملكة العربية السعودية حيث ظل معدل التغطية منخفضا مقارنة ببقية أنحاء العالم. ورغم ذلك، ففي عام 2016 (+2% على أساس سنوي) و عام 2017 (-2% على أساس سنوي)، أصبح نمو إجمالي أقساط التأمين منخفضا، ويعزى ذلك بدرجة كبيرة إلى ضعف سوق العمل والتحول إلى خدمة التأمين الأرخص سعرا وذات الفوائد الأقل. وفي عام 2018، أظهر نمو إجمالي أقساط التأمين، بعض مؤشرات الارتفاع، رغم أن لا تزال ضعيفة مقارنة بمعدلاتها التاريخية. إننا نعتقد أن عام 2018 قد تأثر بالانخفاض في عدد الأشخاص المؤمن عليهم وخروج أعداد من الأجانب من المملكة، والذي تم التعويض عنه جزئيا برفع شركات التأمين أسعار خدماتها نتيجة لرفع مجلس الضمان الصحي لقاتمة الخدمات التي يغطيها التأمين (يوليو 2018). ومع دخولنا عام 2019، فإننا نتوقع أن يستقر نمو التأمين الصحي في وضعه الاعتيادي نظرا لأن العوامل الهيكلية، مثل الزام المواطنين السعوديين بالتأمين والمبادرات الحكومية، سوف تغطي على خروج بعض العاملين الأجانب، والذي يتوقع أن يقل معدلته خلال السنوات القادمة. وسوف يؤدي كل ذلك إلى حدوث نمو في القطاع سيكون أعلى من معدل نمو الاقتصاد السعودي.

الشكل 7 إجمالي أقساط التأمين لسوق التأمين الصحي.



Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 8 إجمالي عدد الأشخاص المؤمن عليهم.



Source: Company data, Al Rajhi Capital

المواضيع الاستثمارية الرئيسية- الفرص

ارتفاع معدل تغطية التأمين الصحي للسعوديين العاملين بالقطاع الخاص : لا يزال معدل تغطية التأمين الصحي للسعوديين العاملين بالقطاع الخاص، منخفضا مقارنة بمعدل التغطية للأجانب (54% للسعوديين مقارنة بنسبة 80% للأجانب). إننا نعتقد، أن نسبة التغطية للسعوديين سوف ترتفع في المستقبل من مستوياتها الحالية مما سيؤدي إلى تضيق هذه الفجوة بين المعدلين. وكان مجلس الضمان الصحي، الجهة المنظمة للتأمين الصحي في المملكة، قد أزم جميع السعوديين العاملين بالقطاع الخاص وأفراد عائلاتهم بالربط الإلكتروني للتأمين الصحي. ومن المحتمل أن يؤدي ذلك إلى إضافة 2 مليون شخص من المؤمن عليهم بنهاية 2020. في الواقع، بدأت الزيادة اعتبارا من الربع الأول من عام 2019، حيث ارتفع عدد المواطنين السعوديين المشمولين بالتأمين الطبي بنسبة 16.6 في المائة ليصل إلى 1.25 مليون كما أعلن مجلس الضمان الصحي.

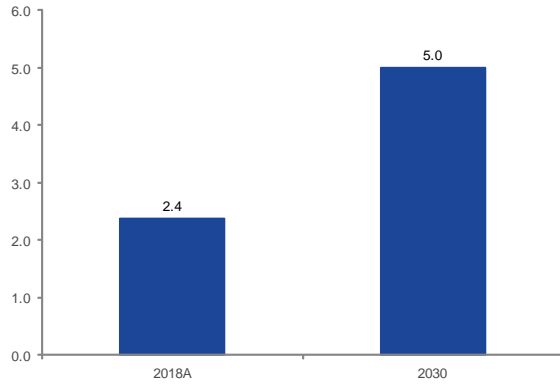
أداء أفضل وتدفق نقدي من الشركات : مع تحسن الاقتصاد السعودي، سوف يترجم الأداء الأفضل للشركات مصحوبا بالتدفقات النقدية المرتفعة، إلى مستوى أعلى من الإنفاق من قبل الأفراد تجاه التغطية بالتأمين الصحي، مما يعود بالفائدة المباشرة على شركات التأمين الصحي. وخلال السنتين السابقتين، كانت شركات التأمين تعاني من مشاكل ارتفاع التكلفة كما كانت تعترضها بعض العقبات فيما يتعلق برفع أقساط التأمين بسبب ضعف عوامل السوق. بيد أنه، مع تحسن بيئة الاقتصاد الكلي في المدى البعيد، فمن المرجح أن تحصل شركات التأمين على قوة تسعيرية أعلى مع الأخذ في الاعتبار أن عملائهم من المحتمل أن يقوموا بترقيع تغطيتهم التأمينية لتمكثهم من الحصول على منتجات أعلى مستوى وتكلفة.



تزايد أعداد السعوديين العاملين بالقطاع الخاص : وفقا لرؤية المملكة 2030، تهدف حكومة المملكة العربية السعودية الى زيادة مساهمة القطاع الخاص في الناتج المحلي الاجمالي من 40% الى 65%. علاوة على ذلك، فقد فرض برنامج التحول الوطني على القطاع الخاص، ايجاد 450,000 وظيفة جديدة للمواطنين السعوديين من أجل تقليل معدل البطالة للمواطنين المحليين. اننا نعتقد أن أحد أهم أهداف المبادرات الحكومية لتشجيع مساهمة القطاع الخاص، هو زيادة وزن وظائف السعوديين في القطاع الخاص وذلك من أجل تخفيف وزنهم على القطاع العام اذ تبلغ نسبتهم 60% تقريبا في المملكة العربية السعودية مقارنة بنسبة 23% تقريبا في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مما سيؤدي الى زيادة الطلب على التأمين الصحي.

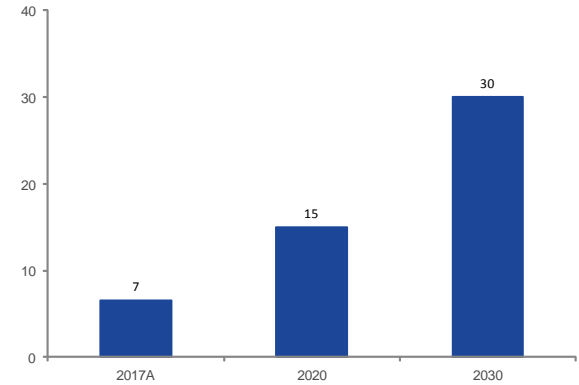
التأمين الصحي الإلزامي في السياحة الدينية : تقوم الجهة المنظمة للتأمين الصحي في المملكة بدراسة امكانية تطبيق تغطية صحية الزامية للحجاج والمعتمرين. ونظرا لأن الحكومة تهدف لزيادة عدد المعتمرين الى 15 مليون معتمر بحلول عام 2020 والى 30 مليون بحلول 2030 وذلك عن طريق تبسيط وتسهيل اجراءات طلبات التأشيرات، فان التغطية الصحية الإلزامية ستحقق مزيدا من الفوائد لشركات التأمين. من جانب اخر، فان الحكومة ترغب في خفض تكاليف العلاج الطبي للحجاج والمعتمرين. ويعتبر مشروع " عمرة المضيف" واحدا من المبادرات التي تهدف لتسهيل وتحسين اجراءات طلبات التأشيرات، والذي تمت الموافقة عليه مؤخرا في بداية 2019. ويقوم مجلس الضمان الصحي حاليا بدراسة امكانية تطبيق تغطية صحية الزامية للحجاج ، بيد أن هذا الموضوع لا يزال في مراحله الأولية كما أن أقساط التأمين ربما تكون منخفضة ولكن يتوقع أن تكون نسب الخسائر قليلة مما ينتج عنه ربحية عالية. وتشير تقديراتنا الى أن ضم الحجاج للتغطية الصحية، يمكن أن يضيف مبلغا يتراوح بين 1.0 – 1.5 مليار ريال الى اجمالي أقساط التأمين بحلول 2020.

الشكل 9 العدد المستهدف (مليون) للحجاج من قبل الحكومة



Source: GASTAT, Al Rajhi Capital

الشكل 10 العدد المستهدف (مليون) من المعتمرين من قبل الحكومة



Source: GASTAT, Al Rajhi Capital

التحديات المتوقعة

مجلس الضمان الصحي يرفع قائمة خدمات الضمان الصحي : ان الزيادة الأخيرة (كما في يوليو 2018) في قائمة الخدمات التي يغطيها الضمان الصحي، مثل علاج السمّنة، مشاكل الأسنان وتطعيمات الأطفال، من بين خدمات أخرى، لبوالص التأمين الجديدة/ التي يتم تجديدها والتي أصبحت الزامية بقرار مجلس الضمان الصحي، من المرجح أن ترفع كمية المطالبات وتزيد نسب الخسائر لشركات التأمين الصحي. ومع ذلك، وفي رأينا، فإنه بمقدور شركات التأمين، وبخاصة الكبيرة منها، الحد من ارتفاع نسب الخسائر عن طريق تمرير التكاليف العالية الى الأشخاص المؤمن عليهم من خلال اعادة تسعير البوالص التي تحتاج لتجديد.

الأجانب سوف يستمرون في الخروج ولكن بمعدل أقل في 2019: لقد انخفض الحجم الكلي للسوق لقطاع التأمين بدرجة كبيرة بسبب خروج أعداد من السكان الأجانب من المملكة. ووفقا لشركة بوبا، فقد غادر المملكة العربية السعودية حوالي 1.6 مليون من الأجانب منذ يونيو 2017. اننا نتوقع أن ينخفض عدد السكان الأجانب في 2019 أيضا، وان يكن بمعدل أبطأ، مما سيؤدي لمزيد من الانخفاض في حجم سوق التأمين الصحي.

نمو متوسط في المدى البعيد، الا اذا تم الاعلان عن أنظمة جديدة : ان قطاع التأمين المغطى بمستوى عال في القطاع الخاص/ قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، يترك مجالا محدودا للنمو، الا اذا تطلبت التغييرات التنظيمية من شركات التأمين التوسع في أسواق أخرى أيضا.



سجل جيد في الاكتتاب في أقساط التأمين

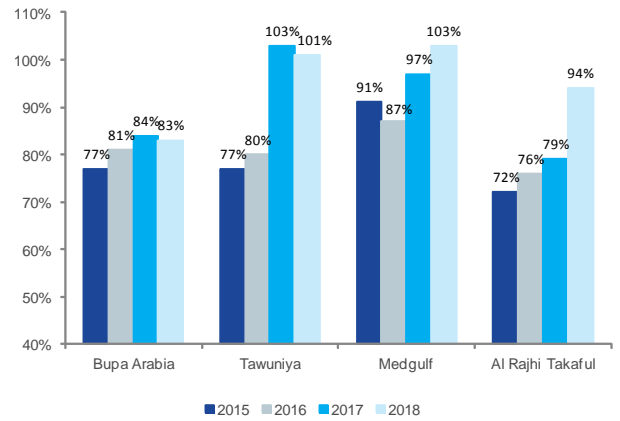
ان القوة التسعيرية لبوبا وقائمة عملائها الجيدة، تضمن لها أن نسبة الخسائر لديها قد ظلت مستقرة بدرجة كبيرة بنسبة قريبة من 80%، حتى في الفترات الصعبة. وقد استفادت بوبا من الخصم أو التخفيض الضخم الذي تم تحقيقه من التوسعات التي تم افتتاحها مؤخرا لعدد من المستشفيات الخاصة (مثل مستشفى دلة نمار، مستشفى الحمادي بحي الزهراء). بيد أن الشركة تتوقع ضغوطا طفيفة في نسبة الخسائر نتيجة لزيادة مجلس الضمان الصحي لقائمة الخدمات التي تشملها التغطية التأمينية. اننا نتوقع أن تحافظ الشركة على نسب خسائر مستقرة نظرا لأن معظم الزيادة في المطالبات قد تم تضمينها في سعر البوليصه. اننا نعتقد أن عملاء بوبا الكبار سوف لن يتضررون بشكل كبير نتيجة للارتفاع في الأسعار نظرا لأن تكلفة التأمين لا تعتبر ضخمة بالنسبة لهم.

الشكل 11 اتجاه نسبة الخسائر



Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 12 نسبة الخسائر مقارنة بالشركات المماثلة

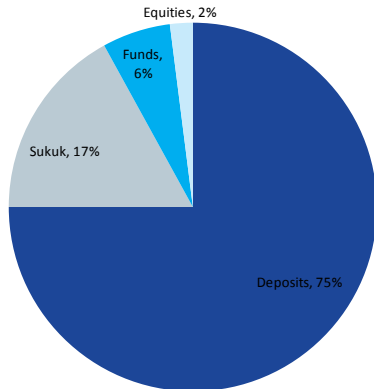


Source: Company data, Al Rajhi Capital

ارتفاع المساهمة من ربح الاستثمار

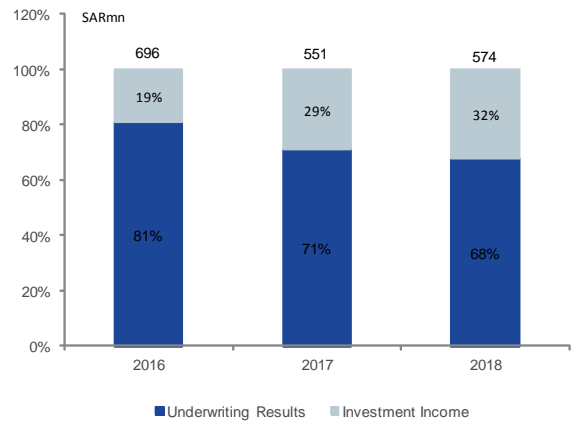
ظلت أرباح بوبا من الاستثمار تنمو بمعدل جيد خلال السنوات القليلة الماضية، مما دعم صافي ربح الشركة. كما نتج عن ذلك زيادة مساهمة ارباح الاستثمار من صافي الربح. علاوة على ذلك، فقد ساعد ذلك شركة بوبا في خفض الاعتماد على ربحها الأساسي في الاكتتاب في أقساط التأمين. وفي ما يتعلق بمنهجية الشركة الاستثمارية، نجد أن بوبا متحفظة بدرجة كبيرة إذ تستثمر 75% من إجمالي استثماراتها في الودائع، 17% في أسواق الصكوك، 6% في الصناديق الاستثمارية و2% في الأسهم.

الشكل 13 توزيع المحفظة الاستثمارية لبوبا



Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 14 مكونات الربح



Source: Company data, Al Rajhi Capital



القوائم المالية والتوقعات لشركة بوبا

نتوقع نمو أقساط التأمين لشركة بوبا بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 5% تقريبا خلال الفترة 2018-2023 وتحققها لنسبة خسائر مستقرة تبلغ 80% تقريبا في نموذجنا التحليلي، ويعزى ذلك أساسا الى وضعها القيادي من ناحية التسعير، ونمو أعداد السعوديين العاملين في القطاع الخاص، خاصة مع انحسار التأثير السلبي لخروج أعداد من الأجانب من المملكة.

الشكل 15 القوائم المالية للشركة

Year Ending 31 DEC (SAR mn)	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Income Statement						
Gross premiums written(mn)	8,567	9,088	9,547	10,030	10,486	10,856
Net premiums earned	8,150	8,810	9,278	9,748	10,210	10,611
Gross claims paid	(6,709)	(7,225)	(7,590)	(7,924)	(8,253)	(8,522)
Total Underwriting Cost& Expenses	(6,986)	(7,534)	(7,926)	(8,319)	(8,704)	(9,037)
Net Underwriting result	1,164	1,277	1,352	1,429	1,506	1,574
Total Other Operating Expenses	(590)	(652)	(687)	(723)	(756)	(781)
Net Income	574	624	665	707	750	793
EPS	4.8	5.2	5.5	5.9	6.3	6.6
DPS	2.8	3.3	3.8	4.0	4.3	4.8
Balance sheet						
Total Assets	8,272	8,922	9,498	10,189	10,936	11,688
Total Liabilities	5,706	6,062	6,363	6,797	7,274	7,743
Equity	2,574	2,868	3,144	3,400	3,671	3,954
Cash Flow						
Cash from Operation Activities	972	926	859	1,004	1,073	1,088
Cash Flow From Investing Activities	(760)	(278)	(291)	(304)	(317)	(332)
Cash Flow From Financing Activities	(151)	(330)	(390)	(450)	(480)	(510)
Growth YoY in percentage terms						
Gross written premiums	10.0%	6.1%	5.1%	5.1%	4.5%	3.5%
Net premiums earned	6.0%	8.1%	5.3%	5.1%	4.7%	3.9%
Net underwriting result	7.2%	9.7%	5.9%	5.7%	5.4%	4.5%
Total Other Operating Expenses	10.4%	10.6%	5.2%	5.2%	4.6%	3.3%
EPS	4.0%	8.7%	6.6%	6.2%	6.2%	5.7%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

التقييم

لقد حددنا سعرا مستهدفا لسهم الشركة يبلغ 93 ريالاً بافتراض معدل نمو سنوي مركب للربح الصافي يبلغ 7% تقريبا للفترة 2018-2023، وبناء على الوضع القيادي للشركة في قطاع التأمين الصحي الذي تتوزع فيه حصص السوق على عدد قليل من الشركات، الى جانب استقرار قاعدة عملائها. وقد استنتجنا سعرا المستهدف للسهم الذي يبلغ 93 ريالاً، باستخدام متوسط طريقة الربح النهائي ونتج عن ذلك قيمة عادلة تبلغ 96.7 ريال سعودي للسهم، وطريقة التقييم النسبي، والتي نتج عنها قيمة عادلة للسهم تبلغ 90 ريال سعودي. هذا، وقد استخدمنا قيمة نهائية تبلغ 3% وتكلفة رأس مال تبلغ 9.3%.



الشكل 16 تقييم بوبا - بطريقة الدخل المتبقي

SARmn	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Net income	483	519	565	612	638	676	717
Equity charge	188	216	239	267	292	316	341
Residual income	295	303	326	345	346	360	375
PV of FCFE			306	297	272	259	247
Aggregate of PV of residual income	1,381						
Add: Current Book Value	2,574						
Terminal Value	8,223						
Add: Discounted Terminal Value	7,651						
Equity value	11,606						
Shares outstanding(000's)	120						
Share Price	96.7						
CMP	89.9						
Upside	8%						

CoE calculation:

Risk Free Rate	2.5%
Beta	1.03
Market Risk Premium	5.4%
Country risk premium	1.2%
Cost of Equity	9.3%
Terminal Growth Rate	3.1%

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 17 التقييم النسبي

Relative Valuation	PB	PE
Multiple	3.3	18.0
BVPS	25.1	5.4
Fair Value (SAR)	82.7	96.7
Relative Valuation share price (average)	89.7	

Source: Company data, Al Rajhi Capital

الشكل 18 السعر المستهدف

	Target Price	Weight
DCF	96.7	50%
Relative Valuation	89.7	50%
Target Price	93	
CMP	89.9	
Upside	3.5%	

Source: Company data, Al Rajhi Capital



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

خلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وآراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها. وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي عرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات وبأن سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض، كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المتأتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسئولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر ببدء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 10% فوق السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 10% دون سعر السهم الحالي و 10% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 10% دون مستوى السعر الحالي للسهم، وتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطبقا للقيمة العادلة المقدره للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة ممثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفقنا الزمني. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدره لذلك السهم، ونشرح الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

للاتصال

مازن السديري

مدير إدارة الأبحاث

هاتف: +966 11 211 9449

بريد الكتروني: alsudairim@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد الكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37