

บมจ. บลูเวนเจอร์กรุ๊ป – BVG



11 สิงหาคม 2566

ถือ

ราคาเป้าหมาย	5.80 บาท
Upside/Downside	+3%
Median Consensus	- บาท
1M price direction:	↔



Stock information

ราคาปิด	5.65 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	9.40/5.10 บาท
มูลค่าตลาด	2,542 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.50)	450 ล้านหุ้น
Free Float	35.00%
Foreign Limit/Available	49%/49%
NVDR in hand (% of share)	3.65%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	13,252.87
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	-

XD - Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/23-30/06/23	23/08/23	0.027
01/07/22-31/12/22	30/03/23	0.04
-	-	-



สุกัญ จิตเสถียร
 เลขหมายบัตรประจำตัว : 049194
 E-mail: tanapat@trinitythai.com

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เป็นผู้ร่วมจัดการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ BVG โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของนักลงทุน

กำไร 2Q66 อ่อนตัวหลังคชจ.สูงขึ้น ทั้งปีอาจได้น้อยกว่าคาด

- กำไร 2Q66 อยู่ที่ 14 ล้านบาท อ่อนตัว 20%QoQ และ 10%YoY
- รายได้จากระบบ EMCS และบริการ TPA ปรับตัวดีขึ้น YoY จากการขยายบริการและเพิ่มฐานลูกค้า
- แต่ต้นทุนบริการและค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มสูงขึ้น
- ภาพรวมทั้งปียังเห็นการเติบโตจากธุรกิจหลัก แต่ไม่สูงเท่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ บวกกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายสูงกว่าคาด ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 66-67 ลง
- คาดเห็น JV ในกลุ่มพหุชาเริ่มดำเนินงานใน 2H66 แต่ยังไม่ได้รวมในประมาณการ
- ให้ราคาเป้าหมายใหม่ 5.8 บาท Upside ค่อนข้างจำกัด จึงคงคำแนะนำ "ถือ"

กำไร 2Q66 อ่อนตัวหลังค่าใช้จ่ายปรับตัวเพิ่มขึ้น

BVG ประกาศกำไร 2Q66 ที่ 14 ล้านบาท อ่อนตัว 20%QoQ และ 10%YoY โดยรายได้ก่อนตัวลงเล็กน้อย 2%QoQ แต่ยังคงเติบโตได้ดีราว 18%YoY หลังระบบ EMCS มีรายได้จากการให้บริการ claim settlement, claim notification รวมถึงระบบ AI ขณะที่บริการ TPA มีปริมาณการให้บริการเพิ่มขึ้นจากลูกค้าในกลุ่ม Self-insured อย่างไรก็ตามต้นทุนบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น 5%QoQ และ 27%YoY ซึ่งมากกว่ารายได้ เนื่องจากมีการปรับเงินเดือนพนักงานและต้นทุนการให้บริการ AI สูงขึ้น บวกกับค่าใช้จ่ายในการบริหารปรับตัวเพิ่มขึ้น 6%QoQ และ 26%YoY ซึ่งมากกว่ารายได้เช่นกัน เนื่องจากมีการบันทึกค่าใช้จ่ายจากการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูงราว 5-6 ล้านบาท

ทั้งปีอาจได้น้อยกว่าคาด จึงปรับประมาณการกำไรปี 66-67 ลง

เราปรับประมาณการกำไรปี 2566-2567 ลงราว 10% และ 16% จากประมาณการก่อนหน้านี้มาอยู่ที่ 71 ล้านบาท (+28%YoY) และ 90 ล้านบาท (+28%YoY) แม้ว่าจะเห็นแนวโน้มการเติบโตของรายได้จากระบบ EMCS และบริการ TPA แต่อาจไม่สูงเท่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ บวกกับต้นทุนการให้บริการ และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงกว่าที่คาด ทั้งนี้เรายังไม่รวมประมาณการในส่วนของ Cambodia Bluventure (JV) ซึ่งบริษัทถือหุ้น 49% คาดว่าจะเริ่มดำเนินงานใน 2H66 ซึ่งหากมีรายละเอียดเกี่ยวกับเป้าหมายทางการเงินของ JV ดังกล่าว เราอาจมีการปรับประมาณการอีกครั้งหนึ่ง

ปรับลดราคาเป้าหมายสะท้อนประมาณการใหม่

จากการปรับประมาณการ ทำให้เราสามารถคำนวณราคาเป้าหมายปี 2566 ใหม่ได้ที่ 4.6 บาทอิง PEG 1 เท่า อย่างไรก็ตามเราได้ Roll-over ไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2567 ที่ 5.8 บาทอิง PEG 1 เท่า (อิง 3-year avg. growth ที่ 28% ตามการปรับลดประมาณการกำไร) ด้วยราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside ค่อนข้างจำกัด จึงแนะนำเพียง "ถือ"

ความเสี่ยง: การชะลอตัวของเศรษฐกิจ / ความสำเร็จในการลงทุนในระบบ AI และตปท.

ข้อมูลทางการเงิน

Year End:	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Revenue (Btm)	389	401	439	526	602
Gross Profit (Btm)	215	225	241	279	323
EBIT (Btm)	77	66	68	87	112
EBITDA (Btm)	98	88	93	114	144
Net Profit (Btm)	62	50	54	71	90
EPS (Bt)	0.17	0.14	0.15	0.16	0.20
BVPS (Bt)	1.08	1.07	1.02	1.73	1.92
PER (x)	N/A	N/A	47.30	36.38	28.35
PBV (x)	N/A	N/A	6.97	3.29	2.97
ROA (%)	12.94%	9.99%	10.92%	10.14%	9.42%
ROE (%)	16.51%	13.01%	14.40%	12.31%	11.02%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำเอกสารของหนังสือในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ลงทุนหรือการขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 1: Quarterly Result

(Unit : Btm)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	%QoQ	%YoY
Revenues	101	104	104	115	116	125	123	-2%	18%
COS	(45)	(48)	(45)	(50)	(56)	(55)	(57)	5%	27%
Gross Profit	55	56	59	65	60	71	66	-7%	11%
SG&A	(49)	(42)	(42)	(43)	(48)	(50) 	(52)	6%	26%
Operating profit	6	14	18	22	12	21	14	-36%	-23%
Other incomes & expenses	3	1	2	1	(1)	1 	4	394%	95%
EBIT	8	15	20	22	12	22	18	-20%	-11%
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0) 	(0)	-12%	-36%
Profit before taxes	8	15	20	22	12	22	18	-20%	-11%
Corporate taxes 	(2)	(3)	(4)	(4)	(3)	(5) 	(4)	-20%	-13%
Net Profit	7	11	15	18	9	17	14	-20%	-10%
EPS	0.02	0.03	0.04	0.05	0.02	0.04	0.03	-20%	-25%

KEY RATIOS

Gross Profit Margin (%)	55.0%	53.9%	56.8%	56.6%	52.0%	56.5%	53.4%
Operating Profit Margin (%)	5.9%	13.5%	16.9%	18.9%	10.8%	16.9%	11.0%
EBIT Margin (%)	8.4%	14.0%	18.9%	19.6%	10.0%	17.6%	14.2%
SG&A (%)	49.1%	40.4%	39.9%	37.6%	41.3%	39.5%	42.5%
Net Profit Margin (%)	6.7%	10.8%	14.7%	16.0%	7.7%	13.9%	11.2%

Source: Company Data, Trinity Research

BLUEVENTURE GROUP (BVG)
Income statement

Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Sales	389	401	439	526	602
Cost of good sold	(175)	(176)	(199)	(247)	(280)
Gross Profit	215	225	241	279	323
SG&A	(117)	(142)	(153)	(169)	(185)
Other Income	1	4	5	5	6
Equity sharing profit	0	0	0	0	0
EBIT	77	66	68	87	112
Depreciation & Amortization	(21)	(22)	(25)	(27)	(32)
EBITDA	98	88	93	114	144
Financial Costs	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Pretax Profit	77	65	68	87	112
Tax	(16)	(15)	(14)	(16)	(21)
Net Profit before extra items	62	50	54	71	90
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	62	50	54	71	90
Fully Diluted EPS (Bt)	0.17	0.14	0.15	0.16	0.20

Financial Position

Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Cash in hand & at banks	84	127	120	510	577
Accounts receivable -net	83	75	81	93	107
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	146	111	74	75	75
Total Current Assets	314	312	275	678	759
Investments					
Property, Plant & Equipment	106	103	99	122	140
Others	76	93	107	110	111
Total Assets	496	509	481	910	1,010
Short-term loans and O/D	0	0	0	0	0
Account payable-trade	54	69	57	62	70
Current portion 1 yr L/T loans	1	1	2	2	2
Other current liabilities	19	18	16	22	25
Total Current Liabilities	74	88	76	86	97
Long-term liabilities	2	3	3	1	0
Other non current liabilities	33	33	37	44	50
Total Liabilities	109	124	115	131	147
Paid-up share capital	30	180	180	225	225
Premium on share capital	0	89	89	390	390
Retained earnings	132	115	98	164	248
Other	225	(0)	(0)	(0)	(0)
Total Equity before MI	387	384	367	779	863
Minority Interest	0	0	0	0	0
Total Equity	387	384	367	779	863
Total Liabilities & Equity	496	509	482	910	1,010

Assumption

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Revenue - BVG	164	164	185	218	255
Revenue - BVTPA	211	217	228	265	299
Revenue - BVA and BVTECH	13	19	26	43	48
Gross Profit - BVG	77	74	83	94	111
Gross Profit - BVTPA	134	144	148	166	190
Gross Profit - BVA and BVTECH	3	6	5	19	22

BLUEVENTURE GROUP (BVG)					
Cash Flow Statement					
Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Net Profit	62	50	55	71	90
Depreciation	21	22	25	27	32
Non-cash items	(14)	(10)	(9)	0	0
Chg in working capital	(19)	55	19	1	1
CF from Operating	50	118	90	99	123
PPE	(17)	(19)	(21)	(50)	(50)
Other Assets	(3)	(15)	(13)	0	0
CF from Investment	(20)	(34)	(34)	(50)	(50)
Capital Increase	0	0	0	347	0
Debt raised/(repaid)	0	(1)	(2)	(2)	(1)
Dividend (incl. tax)	(40)	(53)	(73)	(4)	(6)
Other financing activities	0	0	0	0	0
CF from Financing	(40)	(54)	(75)	341	(7)
Inc.(Dec.) in cash	(10)	30	(19)	390	66
Beginning cash	118	119	120	120	510
Ending cash	84	127	120	510	577
Key Ratios					
Year End Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Per Share (Bt)					
EPS	0.17	0.14	0.15	0.16	0.20
DPS	0.11	0.15	0.01	0.01	0.02
BV	1.08	1.07	1.02	1.73	1.92
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	4.26	3.53	3.63	7.90	7.82
Quick Ratio	4.26	3.53	3.63	7.90	7.82
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	55.12%	56.09%	54.78%	52.99%	53.56%
EBITDA Margin	25.29%	21.84%	21.17%	21.70%	23.86%
EBIT Margin	19.86%	16.39%	15.56%	16.56%	18.55%
Net Margin	15.80%	12.51%	12.53%	13.41%	15.02%
ROE	16.51%	13.01%	14.40%	12.31%	11.02%
Effective Tax Rate (%)	20.20%	23.37%	20.59%	18.90%	19.00%
Efficiency Ratio					
ROA	12.94%	9.99%	10.92%	10.14%	9.42%
ROFA	34.11%	26.49%	26.84%	32.19%	37.46%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	0.28	0.32	0.31	0.17	0.17
Growth					
Sales Grow th	1.35%	3.04%	9.51%	19.68%	14.61%
EBITDA Grow th	12.55%	-11.01%	6.18%	22.63%	26.06%
Net Profit Grow th	6.06%	-18.44%	9.73%	28.10%	28.31%
EPS Grow th	-94.70%	-76.09%	4.62%	-93.89%	28.31%
Valuation					
PER (x)	N/A	N/A	47.30	36.38	28.35
P/BV (x)	N/A	N/A	6.97	3.29	2.97
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	9.96	7.14	5.20
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	0.17%	0.22%	0.28%

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด