

Britania PCL

BRI TB Outperform

Target Price Bt 14.80

Price (24/02/2023) Bt 11.70

Upside % 26.50

Valuation PER

Sector Property Development

Market Cap Btm 9,978

30-day avg turnover Btm N/A

No. of shares on issue m 853

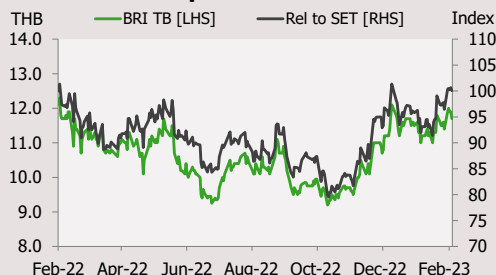
CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator Declared

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022A	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	3,808	5,404	7,446	8,555
Core profit (Btmn)	603	1,471	1,650	1,819
Net profit (Btmn)	602	1,471	1,650	1,819
Net EPS (Bt)	0.71	1.72	1.93	2.12
DPS (Bt)	0.00	0.72	0.77	0.85
BVPS (Bt)	3.97	5.70	6.92	8.28
Net EPS growth (%)	21.58	144.03	11.90	10.13
ROA (%)	7.46	13.39	11.92	11.39
ROE (%)	27.93	35.65	30.61	27.98
Net D/E (x)	1.09	0.73	0.90	0.86
Valuation				
P/E (x)	16.84	6.79	6.06	5.51
P/BV (x)	3.00	2.05	1.69	1.41
EV/EBITDA (x)	17.99	8.44	9.30	8.48
Dividend yield (%)	0.00	6.16	6.60	7.26

BRI TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Sorapong Jakteerungkul

Sorapong.j@kasikornsecurities.com

27 February 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรปี 2565 เพิ่มขึ้น 144% ซึ่งดีกว่าคาด

- BRI รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/65 ที่ 411 ลบ. เพิ่มขึ้น 174% YoY และ 24% QoQ ดีกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ราว 23% และ 3% ตามลำดับ
- กำไรสุทธิปี 65 เพิ่มขึ้น 144% YoY มาทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 1.47 พันลบ. นอกจากรายได้ที่เติบโตแข็งแกร่ง ความสำเร็จของ JV ยังช่วยขับเคลื่อนการเติบโตของกำไร
- หลังปรับประมาณการกำไร เราปรับเพิ่ม TP ปี 66 ขึ้นเป็น 14.8 บาท (จาก 13.3 บาท) โดย BRI ประกาศ DPS ปี 65 ที่ 0.721 บาท ขึ้น XD วันที่ 3 พ.ค. แนะนำ "ซื้อ"

Investment Highlights

- กำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 แข็งแกร่ง BRI รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 ทำสถิติสูงสุดใหม่รายไตรมาสที่ 411 ลบ. เพิ่มขึ้น 174% YoY และ 24% QoQ ดีกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ราว 23% และ 3% ตามลำดับ โดยการร่วมทุนกับเจ้าของที่ดิน จำนวน 2 รายที่นอกเหนือจากที่เราคาดไว้จากโครงการบริหารหนี้ สุขุมวิท 76 และบริหารหนี้ ระยะยาว ที่ช่วยขับเคลื่อนรายได้จากการบริหารโครงการในไตรมาส 4/2565 ขึ้นเป็น 230 ลบ. เพิ่มขึ้น 10% จากยอดสะสม 9 เดือนแรกปี 2565 และจากการไม่มีรายการดังกล่าวในปี 2564 เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรออกมาสูงกว่าที่คาด แม้ว่า BRI จะรับรู้โครงการแนวราบร่วมทุนใหม่ 1 แห่งจากบริหารหนี้ ม.39 ซึ่งสร้างกำไรจาก share premium ที่ 95 ลบ. ในไตรมาส 4/2565 ตามคาด ในส่วนของการดำเนินงานปกติ ยังอยู่ในทิศทางที่ดี รายได้จากการขายไตรมาส 4/2565 เพิ่มขึ้น 41% YoY และ 14% QoQ อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 4/2565 อยู่ระดับปกติที่ 32.4% เพิ่มขึ้น 1.1ppt YoY แต่ลดลง 0.5ppt QoQ สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ไตรมาส 4/2565 เพิ่มขึ้น 0.2ppt YoY แต่ลดลง 0.1ppt QoQ มาอยู่ที่ 13.0%
- กำไรสุทธิปี 2565 เพิ่มขึ้น 144% จากกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 ที่ยอดเยี่ยม BRI จึงสามารถเพิ่มกำไรสุทธิปี 2565 ให้ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 1.47 พันลบ. เพิ่มขึ้น 144% YoY รายได้จากการขายที่เติบโตขึ้น 41% มาอยู่ที่ 5.4 พันลบ. และ GPM ที่เพิ่มขึ้น 1.5ppt มาอยู่ที่ 33% รวมทั้งกำไรก่อนใหญ่จาก share premium ที่ 417 ลบ. และรายได้จากการบริหารโครงการที่ 444 ลบ. ต่างเป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตหลักในปี 2565 แม้สัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในปี 2565 เพิ่มขึ้น 0.5ppt มาอยู่ที่ 12.2% เนื่องจาก BRI เพิ่มมูลค่าเปิดตัวโครงการใหม่ขึ้นเป็น 1.2 หมื่นลบ. จาก 7.7 พันลบ. ในปี 2564 และสามารถเพิ่มยอดขายปี 2565 ขึ้น 32% เป็น 1.11 หมื่นลบ. ก็ตาม เห็นได้ชัดชัดเจนว่าความสำเร็จของการพัฒนาโครงการ การเพิ่มทำเลที่ตั้งและการก่อตั้งโครงการร่วมทุน JV จำนวน 8 โครงการในปี 2565 จาก 0 โครงการในปี 2564 เป็นปัจจัยหลักที่หนุนให้ผลการดำเนินงานยอดเยี่ยมในปี 2565
- ปรับประมาณการกำไร ได้ประโยชน์จากโมเมนต์อุปสงค์โครงการแนวราบที่แข็งแกร่ง เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2566-67 ของ BRI ขึ้น 15% และ 12% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนสมมติฐานใหม่ที่เราคาดว่า BRI จะตั้งโครงการ JV ใหม่ต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป อิงจากประมาณการใหม่ปี 2566-67 ของเรา เราคาดว่า BRI จะสามารถตั้งโครงการ JV ได้ครึ่งหนึ่งของสิ่งที่ทำได้ในปี 2565 เนื่องจากเรามองว่าบริษัทฯ จำเป็นต้องมีโครงการใหม่ของตัวเองมากขึ้นเพื่อเพิ่มรายได้ในส่วนของตนเองต่อไป และจากความสำเร็จของการก่อตั้งโครงการ JV ใหม่ในปี 2565 ดังที่กล่าวไปข้างต้น สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของ BRI ณ สิ้นปี 2565 จึงอยู่ระดับแข็งแกร่งที่ 0.73 เท่า ซึ่งทำให้บริษัทฯ จะมีความสามารถทางการเงินเพียงพอเพื่อเปิดตัวโครงการใหม่เชิงรุกมากขึ้นในปี 2566 ซึ่งจะมาพร้อมกับอุปสงค์โครงการแนวราบที่แข็งแกร่งในตลาด สำหรับขณะนี้ เราคาดว่า BRI จะเปิดตัวโครงการใหม่มูลค่ารวม 1.66 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 38% YoY

Valuation and Recommendation

- เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BRI โดยหลังจากการปรับประมาณการกำไร เราเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2566 ขึ้นเป็น 14.8 บาท จาก 13.3 บาท หลังประกาศผลประกอบการปี 2565 BRI ประกาศ DPS ปี 2565 ที่ 0.721 บาท คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 41.8% และอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลที่ 6.2% โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 3 พ.ค.2566 นอกจาก upside ที่คาดเกิดขึ้นจากราคาปิดล่าสุดต่อราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่เพิ่มขึ้นเป็น 26.5% แล้ว อิงจากประมาณการใหม่ของเรา นักลงทุนยังสามารถคาดหวังอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลที่มากกว่า 6.6% สำหรับระยะเวลาถือครอง 1 ปี ทั้งนี้ BRI เตรียมประกาศแผนธุรกิจปี 2566 ในวันที่ เวลา 14.00 น. ภายใต้ธีม "B-To the Top"



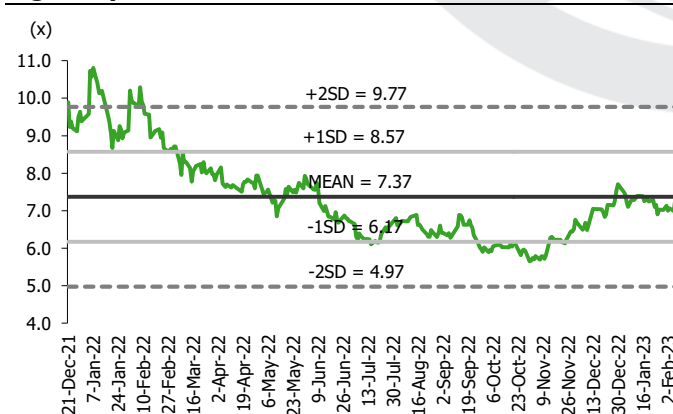
Fig 1 4Q22 performance review

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	%YoY	%QoQ	2021	2022	% change
Financials										
Sales (Btmn)	1,003	1,268	1,484	1,242	1,411	40.7	13.6	3,808	5,404	41.9
EBITDA (Btmn)	191	337	416	341	508	165.9	48.9	769	1,602	108.4
Operating profit (Btmn)	189	335	414	339	506	167.2	49.2	762	1,593	109.1
Core profit (Btmn)	151	352	376	331	411	173.1	24.4	603	1,471	143.9
Net profit (Btmn)	150	352	376	331	411	173.7	24.4	602	1,471	144.1
Net EPS (Bt)	0.18	0.41	0.44	0.39	0.48	173.7	24.3	0.71	1.72	144.0
Performance Drivers										
Presales (Btmn)	2,012	2,378	2,619	2,843	3,205	59.3	12.7	8,371	11,045	31.9
New launch (Btmn)	4,300	700	2,000	4,350	4,950	15.1	13.8	7,750	12,000	54.8
Net D/E (x)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7	-33.2	-10.4	1.1	0.7	-33.2
Ratios										
						Change		2021	2022	Change
Gross margin (%) *	31.3	32.8	33.9	32.9	32.4	1.1	-0.5	31.5	33.0	1.5
EBITDA margin (%) *	19.0	26.5	28.1	27.5	36.0	17.0	8.5	20.2	29.6	9.5
Optg. margin (%) *	18.9	35.4	32.5	33.7	37.5	18.7	3.8	20.0	29.5	9.5
ROE (%) *	17.7	37.7	36.6	29.7	33.8	16.1	4.1	27.9	35.7	7.7

Remark: * = Change in ppt

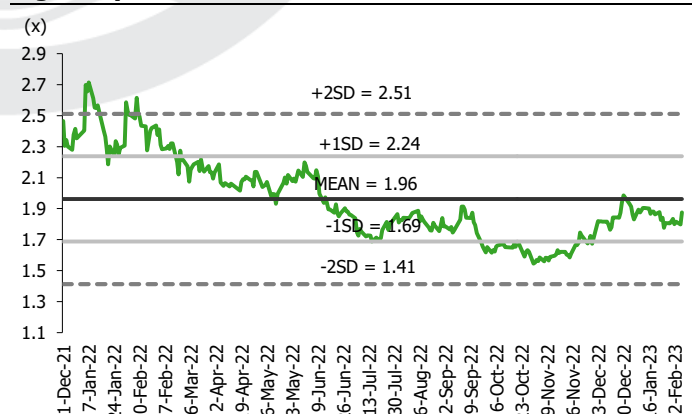
Source: Company data and KS Research

Fig 2 5-year 12M Fwd PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 3 5-year 12M Fwd PBV



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	2,336	3,808	5,404	7,446	8,555
Cost of sales and services	-1,598	-2,608	-3,620	-5,119	-5,882
Gross Profit	739	1,199	1,784	2,327	2,674
SG&A	301	445	660	833	924
Other income	6	8	469	144	138
EBIT	443	762	1,593	1,638	1,887
EBITDA	448	769	1,602	1,648	1,899
Interest expense	-7	-9	-10	-18	-24
Equity earnings	0	0	-135	193	186
EBT	436	754	1,871	2,062	2,274
Income tax	-88	-151	-400	-412	-455
NPAT	349	602	1,471	1,650	1,819
Minority Interest	0	0	0	0	0
Core Profit	349	603	1,471	1,650	1,819
Extraordinary items	0	-0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	349	602	1,471	1,650	1,819

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	71	638	984	1,117	1,283
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	9	79	704	745	856
Inventories	6,843	8,239	9,837	11,433	13,201
Other current assets	21	25	39	56	64
Total current assets	6,944	8,981	11,599	13,350	15,404
Investment in subs & others	0	0	730	931	1,069
Fixed assets-net	35	35	36	48	53
Other assets	56	100	478	506	582
Total assets	7,035	9,116	12,843	14,835	17,108
Short-term debt	4,291	3,798	3,814	3,814	3,814
Accounts payable	1,288	1,307	1,558	2,234	2,353
Other current liabilities	61	93	404	242	278
Total current liabilities	5,641	5,198	5,776	6,290	6,445
Long-term debt	463	526	708	2,617	3,565
Other liabilities	3	6	1,496	11	13
Total liabilities	6,107	5,730	7,980	8,918	10,023
Paid-up capital	300	426	426	428	428
Share premium	0	2,468	2,469	2,487	2,495
Reserves & others, net	4	47	52	52	52
Retained earnings	624	445	1,916	2,951	4,110
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	928	3,386	4,863	5,918	7,085
Total equity & liabilities	7,035	9,116	12,843	14,835	17,108

Key Assumptions

New launch (Btmn)	6,200	7,750	12,000	16,600	15,000
Pre-sales	6,350	8,371	11,045	14,896	19,013
Revenue growth (%)	50.07	62.98	41.93	37.79	14.90
Gross margin (%)	31.62	31.50	33.01	31.25	31.25
SG&A to sales (%)	12.89	11.69	12.21	11.19	10.80

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Net profit	349	602	1,471	1,650	1,819
Depreciation & amortization	5	7	9	10	12
Change in working capital	-1,243	-1,447	-3,446	-1,602	-2,209
Others	0	0	0	0	0
CF from operation activities	-889	-837	-1,967	58	-378
Capital expenditure	-3	-7	75	-34	-22
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	0	0	-518	-164	-139
CF from investing activities	-3	-7	-443	-198	-160
Cash dividend	0	-738	0	-615	-660
Net proceeds from debt	813	-430	2,767	421	948
Capital raising	100	2,653	0	19	8
Others	0	-73	-11	0	0
CF from financing activities	913	1,412	2,756	-175	297
Net change in cash	21	567	346	-315	-242

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Reported EPS	0.58	0.71	1.72	1.93	2.12
Core EPS	0.58	0.71	1.72	1.93	2.12
DPS	1.23	0.00	0.72	0.77	0.85
BV	1.55	3.97	5.70	6.92	8.28
EV	19.50	16.22	15.85	17.91	18.82
Free Cash Flow	-1.49	-0.99	-2.22	0.03	-0.47
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	20.13	16.84	6.79	6.06	5.51
Core P/E (x)	20.13	16.92	6.81	6.08	5.51
P/BV (x)	7.56	3.00	2.05	1.69	1.41
EV/EBITDA (x)	26.11	17.99	8.44	9.30	8.48
Price/Cash flow (x)	-7.90	-12.12	-5.07	172.70	-26.49
Dividend yield (%)	10.51	0.00	6.16	6.60	7.26
Profitability ratios					
Gross margin (%)	31.62	31.50	33.01	31.25	31.25
EBITDA margin (%)	19.18	20.19	29.64	22.13	22.20
EBIT margin (%)	18.97	20.02	34.80	27.94	26.86
Net profit margin (%)	14.93	15.82	27.21	22.16	21.26
ROA (%)	5.68	7.46	13.39	11.92	11.39
ROE (%)	49.60	27.93	35.65	30.61	27.98
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.23	1.73	2.01	2.12	2.39
Quick ratio (x)	0.01	0.14	0.29	0.30	0.33
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	6.58	1.69	1.64	1.51	1.41
Net debt/EBITDA (x)	10.45	4.79	2.21	3.22	3.21
Net debt/equity (x)	5.05	1.09	0.73	0.90	0.86
Int. coverage ratio (x)	64.68	86.82	189.19	114.78	94.54
Growth					
Revenue (%)	50.07	62.98	41.93	37.79	14.90
EBITDA (%)	72.23	71.55	108.35	2.86	15.27
Reported net profit (%)	68.16	72.77	144.08	12.20	10.25
Reported EPS (%)	12.11	21.58	144.03	11.90	10.13
Core profit (%)	68.16	72.88	143.92	12.20	10.25
Core EPS (%)	12.11	21.65	143.88	11.90	10.13

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.