

## Britania PCL

BRI TB Outperform

Target Price Bt 14.80

Price (02/05/2023) Bt 11.20

Upside % 32.14

Valuation PER

Sector Property Development

Market Cap Btm 9,555

30-day avg turnover Btm 41.99

No. of shares on issue m 853

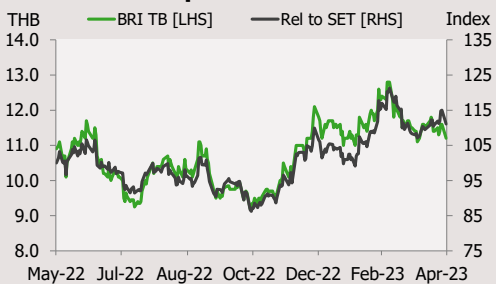
CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator Declared

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	5,404	7,132	8,555	10,273
Core profit (Btmn)	1,471	1,650	1,819	2,090
Net profit (Btmn)	1,471	1,650	1,819	2,090
Net EPS (Bt)	1.72	1.93	2.12	2.44
DPS (Bt)	0.72	0.77	0.85	0.98
BVPS (Bt)	5.70	6.92	8.28	9.87
Net EPS growth (%)	144.03	11.90	10.13	14.74
ROA (%)	13.39	11.90	11.29	9.97
ROE (%)	35.65	30.61	27.98	26.89
Net D/E (x)	0.73	0.93	0.89	1.38
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	7.02	5.80	5.27	4.59
P/BV (x)	2.12	1.62	1.35	1.14
EV/EBITDA (x)	8.65	8.30	8.38	9.43
Dividend yield (%)	5.96	6.89	7.59	8.71

### 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 limited 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

3 May 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

## รายได้ที่ชะลอลงจะจุดกำไรไตรมาส 1/2566

- ▶ คาด BRI จะรายงานกำไรไตรมาส 1/66 ที่ 317 ลบ. ลดลง 10% YoY และ 23% QoQ กำไรไตรมาส 1/66 จะคิดเป็น 22% ของประมาณการกำไรปี 2566 ของเรา
- ▶ แม้ว่าจะมีโครงการ JV ใหม่ 6 แห่งในไตรมาส 1/66 และคาดว่าจะมี GPM และอัตราส่วน SG&A ต่อรายได้คงที่ แต่รายได้ที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อกำไรไตรมาส 1/66
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" และ TP ที่ 14.8 บาท ผลกระทบต่อกำไรไตรมาส 1/66 ที่อ่อนแอ และ DPS ปี 2565 ที่ 0.721 (ขึ้น XD 3 พ.ค.) จะนำมาซึ่งโอกาสในการลงทุนที่ดี

### Investment Highlights

- ▶ คาดกำไรไตรมาส 1/2566 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ เราคาดว่า BRI จะรายงานกำไรไตรมาส 1/2566 ที่ 317 ลบ. ลดลง 10% YoY และ 23% QoQ แม้เราคาดว่า BRI จะสามารถโอนกรรมสิทธิ์ได้ในระดับสูงเหมือนในไตรมาส 4/2565 ซึ่งเพิ่มขึ้น 10% YoY แต่จากสัดส่วนการโอนกรรมสิทธิ์โครงการร่วมทุน (JV) ที่เพิ่มขึ้นตามโครงการ JV ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ระดับการโอนกรรมสิทธิ์ดังกล่าวจะทำให้รายได้จากการขายในไตรมาส 1/2566 ลดลง 9% YoY และ 18% QoQ เป็น 1.1 พันลบ. และจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จุดกำไรไตรมาส 1/2566 ทั้งเชิง YoY และ QoQ ดังกล่าวข้างต้น เนื่องจาก BRI จำเป็นต้องแบ่งกำไรในส่วนของการโอนกรรมสิทธิ์โครงการ JV ให้กับพันธมิตรของโครงการเหล่านั้น เช่น บริหาเนีย โยม บางนา กม.17 แกรนด์ บริหาเนีย คูคต สเตชั่น และ บริหาเนีย อมตะ-พานทอง แม้เราจะมองว่า BRI จะสามารถรักษาราคาขายต่อไร่ (GPM) ไตรมาส 1/2566 ไว้ที่ 32.4% และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้ ไว้ที่ประมาณ 12% ซึ่งไม่แตกต่างจากรดับที่ทำได้ในไตรมาส 1/2565 และไตรมาส 4/2565 มากนัก ก็ตาม
- ▶ โครงการ JV กับเจ้าของที่ดิน กำลังได้รับความนิยม BRI มีการจัดตั้ง JV กับเจ้าของที่ดินรวม 6 โครงการ ในไตรมาส 1/2566 ซึ่งเป็นประเภทการร่วมทุนที่แตกต่างจากโครงการ JV 8 โครงการที่ถูกตั้งขึ้นกับนักลงทุนในปี 2565 เนื่องจาก BRI จะไม่สามารถบันทึกกำไรจากส่วนต่างราคาที่ดินในรูปแบบการพัฒนาแบบนี้ได้ เนื่องจากในกรณีนี้ไม่ได้ใช้ความสามารถในการซื้อที่ดินของ ORI อย่างไรก็ตาม ORI จะสามารถเรียกเก็บรายได้จากการจัดการโครงการล่วงหน้าได้ และการจัดทำ JV ประเภทนี้จะยังให้ผลตอบแทนต่อ BRI ที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับโครงการ JV ปกติที่มีขนาดเท่ากันกับนักลงทุน เนื่องจาก BRI ต้องแบ่งผลขาดทุนของโครงการ JV ที่มีเจ้าของที่ดินร่วมทุนในช่วงเริ่มต้นของการเป็นหุ้นส่วนและบันทึกตัวเลขที่เป็นลบดังกล่าวในส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน ขณะที่ ORI จะไม่มีผลขาดทุนที่ระดับ JV เมื่อ BRI บันทึกกำไรจากส่วนแบ่งพรีเมียม (กำไรจากการขายที่ดินให้ JV) สำหรับโครงการ JV ปกติ ทั้งนี้ความนิยมของโครงการ JV ร่วมกับเจ้าของที่ดิน (น่าจะเห็นได้เพิ่มขึ้นในไตรมาสต่อไป) จะทำให้โอกาสการลงทุนของ BRI เพิ่มขึ้นอีกด้วย พร้อมกับ IRR ที่แข็งแกร่งขึ้นเมื่อเทียบกับโครงการที่บริษัทฯ เป็นเจ้าของ 100%
- ▶ แนวโน้มกำไรปรับดีขึ้น แม้เรามองว่า BRI จะไม่สามารถแสดงให้เห็นถึงการเริ่มต้นที่แข็งแกร่งสำหรับปีนี้ได้ ด้วยแนวโน้มการเปิดตัวโครงการใหม่รายไตรมาสในทำเลใหม่ๆ ที่เพิ่มขึ้น เช่น บางใหญ่ สุขุมวิท แจ้งวัฒนะ จ.ขอนแก่น จ.พระนครศรีอยุธยา และ จ.ระยอง และการขยายกลุ่มประเภทผลิตภัณฑ์ (โครงการ เบลกราว์ 2 แห่ง ในย่านราชพฤกษ์และพุทธมณฑลสาย 3 และโครงการ ไบรตัน 2 แห่ง ในย่านราชพฤกษ์และกาญจนาภิเษก ที่มีแผนจะเปิดตัวในปี 2566) กอปรกับมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์รายไตรมาสที่มีแนวโน้มสูงขึ้นในปี 2566 รวมถึงโครงการ JV ใหม่อีกหลายโครงการที่จะตั้งขึ้นทั้งในรูปแบบการร่วมทุนปกติกับนักลงทุนและเจ้าของที่ดินจะช่วยหนุนผลประกอบการรายไตรมาสปี 2566 ให้อยู่ในทิศทางขาขึ้น แม้ว่ากำไรไตรมาส 1/2566 จะคิดเป็น 22% ของประมาณการกำไรปี 2566 แต่เรายังคงสมมติฐานกำไรปี 2566 ที่ 1.65 พันลบ. เพิ่มขึ้น 11.9% YoY

### Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BRI ด้วยราคาเป้าหมายเดิมปี 2566 ที่ 14.80 บาท แม้ราคาหุ้นในระยะสั้นจะได้รับกระแทกจากแนวโน้มกำไรไตรมาส 1/2566 ที่ไม่ดีนัก และเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ก่อนใหญ่ในปี 2565 ที่ 0.721 บาท ซึ่งจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ (3 พ.ค.) แต่ราคาหุ้นที่ปรับตัวลง ซึ่งจะทำให้ BRI ซื้อขายด้วย PER ปี 2567 ที่ต่ำกว่า 5.0 เท่า จะเป็นโอกาสที่ดีสำหรับนักลงทุนระยะยาวเพื่อรับประโยชน์จากความสามารถในการขยายธุรกิจเชิงรุก ซึ่งไม่เพียงจะขับเคลื่อนโดยการพัฒนาโครงการแบบครบวงจรเท่านั้น แต่ยังจะได้รับแรงหนุนที่แข็งแกร่งจากรูปแบบการเป็นหุ้นส่วนโครงการ JV อีกด้วย



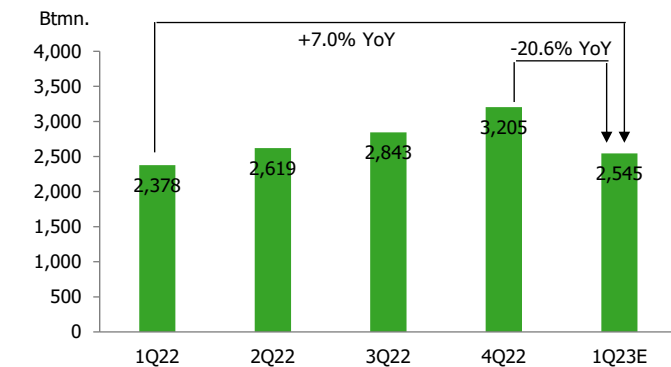
**Fig 1 1Q23E earnings to fall 10% YoY and 23% QoQ**

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	%YoY	%QoQ	%YTD2023E	2023E
<b>Financials</b>									
Sales (Btmn)	1,268	1,484	1,242	1,411	1,150	-9.3	-18.5	21.3	7,132
EBITDA (Btmn)	337	416	341	508	496	47.2	-2.4	30.9	1,817
Operating profit (Btmn)	335	414	339	506	493	47.4	-2.5	30.9	1,808
Core profit (Btmn)	352	376	331	411	317	-10.1	-22.9	21.6	1,650
Net profit (Btmn)	352	376	331	411	317	-10.1	-22.9	21.6	1,650
Net EPS (Bt)	0.41	0.44	0.39	0.48	0.37	-10.1	-22.9	21.6	1.93
<b>Performance Drivers</b>									
Presales (Btmn)	2,378	2,619	2,843	3,205	2,545	7.0	-20.6	23.0	14,896
New launch (Btmn)	750	2,250	4,750	4,250	1,200	60.0	-71.8	10.6	16,600
Net D/E (x)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	-24.7	1.7	101.7	0.9
<b>Ratios</b>									
						Change		Avg YTD	2023E
Gross margin (%) *	32.8	33.9	32.9	32.4	32.4	-0.4	0.0	32.4	31.4
EBITDA margin (%) *	26.5	28.1	27.5	36.0	43.1	16.6	7.1	43.1	25.5
Optg. margin (%) *	35.4	32.5	33.7	37.5	34.9	-0.6	-2.7	34.9	25.3
ROE (%) *	37.7	36.6	29.7	33.8	24.5	-13.2	-9.3	24.5	30.6

Remark: \* = Change in ppt

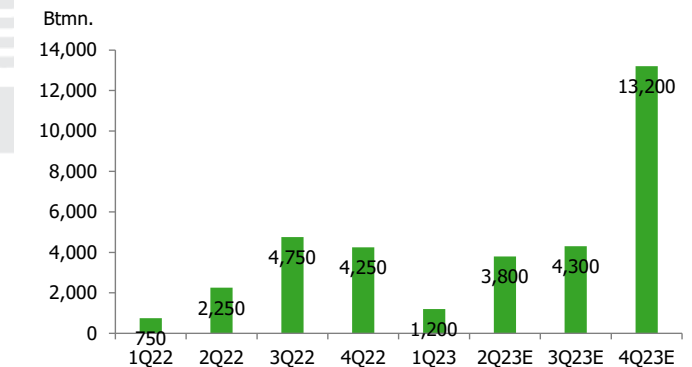
Source: Company data, KS Research

**Fig 2 1Q23 presales up 7% YoY but down 21% QoQ**



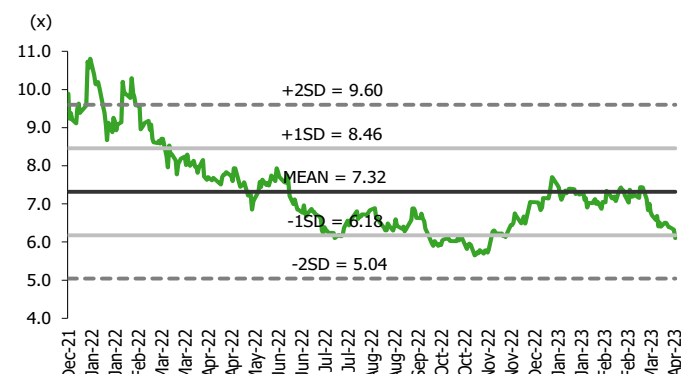
Source: Company data, KS Research

**Fig 3 2022-23 quarterly new launch schedule**

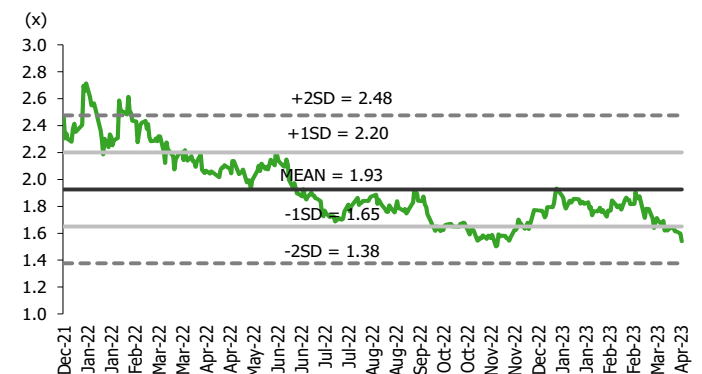


Source: Company data, KS Research

**Fig 4 5-year 12M Fwd PER**



**Fig 5 5-year 12M Fwd PBV**





Source: Bloomberg, KS Research

Source: Bloomberg, KS Research

Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,808	5,404	7,132	8,555	10,273
Cost of sales and services	-2,608	-3,620	-4,890	-5,882	-7,063
<b>Gross Profit</b>	1,199	1,784	2,242	2,674	3,210
SG&A	445	660	795	924	1,110
Other income	8	469	361	137	138
<b>EBIT</b>	762	1,593	1,808	1,887	2,238
<b>EBITDA</b>	769	1,602	1,817	1,899	2,253
Interest expense	-9	-10	-18	-25	-38
Equity earnings	0	-135	53	186	186
<b>EBT</b>	754	1,871	2,063	2,274	2,612
Income tax	-151	-400	-413	-455	-522
<b>NPAT</b>	602	1,471	1,650	1,819	2,090
Minority Interest	0	0	0	0	0
<b>Core Profit</b>	603	1,471	1,650	1,819	2,090
Extraordinary items	-0	0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	602	1,471	1,650	1,819	2,090

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	638	984	1,070	1,283	1,541
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	79	704	713	856	1,027
Inventories	8,239	9,837	11,620	13,430	19,878
Other current assets	25	39	53	64	77
<b>Total current assets</b>	8,981	11,599	13,456	15,633	22,523
Investment in subs & others	0	730	891	1,069	1,284
Fixed assets-net	35	36	48	53	60
Other assets	100	478	485	582	699
<b>Total assets</b>	9,116	12,843	14,881	17,338	24,566
Short-term debt	3,798	3,814	3,814	3,814	3,814
Accounts payable	1,307	1,558	2,139	2,353	2,568
Other current liabilities	93	404	232	278	334
<b>Total current liabilities</b>	5,198	5,776	6,185	6,445	6,716
Long-term debt	526	708	2,767	3,795	9,379
Other liabilities	6	1,496	11	13	15
<b>Total liabilities</b>	5,730	7,980	8,963	10,252	16,110
Paid-up capital	426	426	428	428	429
Share premium	2,468	2,469	2,487	2,495	2,503
Reserves & others, net	47	52	52	52	52
Retained earnings	445	1,916	2,951	4,110	5,472
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	3,386	4,863	5,918	7,085	8,456
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	9,116	12,843	14,881	17,338	24,566

Key Assumptions

New launch (Btmn)	7,750	12,000	16,600	15,000	18,000
Pre-sales	8,371	11,045	14,896	19,013	22,468
Revenue growth (%)	62.98	41.93	31.96	19.96	20.07
Gross margin (%)	31.50	33.01	31.44	31.25	31.25
SG&A to sales (%)	11.69	12.21	11.15	10.80	10.81

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	602	1,471	1,650	1,819	2,090
Depreciation & amortization	7	9	10	12	15
Change in working capital	-1,447	-3,446	-1,665	-2,203	-6,879
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from operation activities</b>	-837	-1,967	-5	-371	-4,774
Capital expenditure	-7	75	-34	-22	-28
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	0	-518	-124	-178	-215
<b>CF from investing activities</b>	-7	-443	-158	-200	-242
Cash dividend	-738	0	-615	-660	-728
Net proceeds from debt	-430	2,767	571	1,027	5,584
Capital raising	2,653	0	19	8	8
Others	-73	-11	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	1,412	2,756	-25	376	4,865
<b>Net change in cash</b>	567	346	-188	-195	-151

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	0.71	1.72	1.93	2.12	2.44
Core EPS	0.71	1.72	1.93	2.12	2.44
DPS	0.00	0.72	0.77	0.85	0.98
BV	3.97	5.70	6.92	8.28	9.87
EV	16.22	16.25	17.64	18.59	24.79
Free Cash Flow	-0.99	-2.22	-0.05	-0.46	-5.60

Valuation analysis

Reported P/E (x)	16.84	7.02	5.80	5.27	4.59
Core P/E (x)	16.92	7.04	5.82	5.28	4.59
P/BV (x)	3.00	2.12	1.62	1.35	1.14
EV/EBITDA (x)	17.99	8.65	8.30	8.38	9.43
Price/Cash flow (x)	-12.12	-5.25	####	-25.81	-2.01
Dividend yield (%)	0.00	5.96	6.89	7.59	8.71

Profitability ratios

Gross margin (%)	31.50	33.01	31.44	31.25	31.25
EBITDA margin (%)	20.19	29.64	25.48	22.19	21.93
EBIT margin (%)	20.02	34.80	29.18	26.87	25.80
Net profit margin (%)	15.82	27.21	23.14	21.26	20.34
ROA (%)	7.46	13.39	11.90	11.29	9.97
ROE (%)	27.93	35.65	30.61	27.98	26.89

Liquidity ratios

Current ratio (x)	1.73	2.01	2.18	2.43	3.35
Quick ratio (x)	0.14	0.29	0.29	0.33	0.38

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	1.69	1.64	1.51	1.45	1.91
Net debt/EBITDA (x)	4.79	2.21	3.03	3.33	5.17
Net debt/equity (x)	1.09	0.73	0.93	0.89	1.38
Int. coverage ratio (x)	86.82	189.19	112.80	91.48	70.44

Growth

Revenue (%)	62.98	41.93	31.96	19.96	20.07
EBITDA (%)	71.55	108.35	13.44	4.48	18.65
Reported net profit (%)	72.77	144.08	12.20	10.26	14.88
Reported EPS (%)	21.58	144.03	11.90	10.13	14.74
Core profit (%)	72.88	143.92	12.20	10.26	14.88
Core EPS (%)	21.65	143.88	11.90	10.13	14.74

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 The Thai Institute of Directors Association (IOD). 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.