

Britania PCL

BRI TB Outperform

Target Price Bt 14.80

Price (10/05/2023) Bt 10.50

Upside % 40.95

Valuation PER

Sector Property Development

Market Cap Btm 8,957

30-day avg turnover Btm 37.80

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

Company Financials

Revenue (Btmn) 5,404 7,088 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 11.93 10.08 14.75

ROA (%) 13.39 11.90 11.28 9.97

ROE (%) 35.65 30.62 27.98 26.89

Net D/E (x) 0.73 0.94 0.90 1.38

Valuation

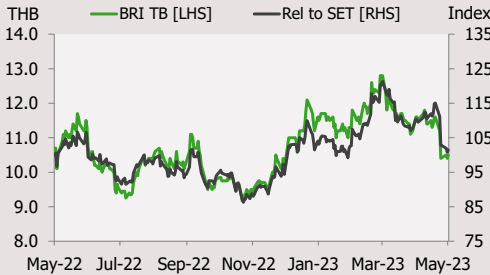
P/E (x) 7.02 5.44 4.94 4.31

P/BV (x) 2.12 1.52 1.27 1.06

EV/EBITDA (x) 8.65 7.71 8.03 9.11

Dividend yield (%) 5.96 7.35 8.09 9.29

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

11 May 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

รายงานกำไรไตรมาส 1/66 ชะลอตัวตามคาด

- BRI รายงานกำไรไตรมาส 1/66 ที่ 329 ลบ. ลดลง 7% YoY และ 20% QoQ ซึ่งสอดคล้องกับการคาดการณ์ของเราและคิดเป็น 22% ของประมาณการปี 2566
- การลดลงของรายได้หลักเป็นปัจจัยสำคัญของการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ กำไรไตรมาส 1/66 จะต่ำสุดสำหรับกำไรรายไตรมาสในปี 2566
- คงคำแนะนำ "ซื้อ" และ TP ที่ 14.8 บาท แนวโน้มที่เพิ่มขึ้นของการเปิดตัวใหม่และยอดขายจะสร้างกำไรสูงสุดใหม่ในปี 2566 ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนคำแนะนำของเรา

Investment Highlights

- เห็นการชะลอตัวของกำไรรายไตรมาสในไตรมาส 1/2566 BRI รายงานกำไรไตรมาส 1/2566 ที่ 329 ลบ. ลดลง 7% YoY และ 20% QoQ สอดคล้องกับที่เราคาดว่าจะได้ 317 ลบ. รายได้หลักที่ลดลง 13% YoY และ 22% QoQ เป็น 1.1 พันลบ. และอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ที่เพิ่มขึ้น 3.7ppt YoY และ 2.7ppt QoQ เป็น 15.7% เป็นปัจจัยหลักที่ทำให้กำไรลดลง เนื่องจาก BRI สามารถคงอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 1/2566 ไว้ในระดับสูงที่ 32.8% (ทรงตัว YoY และเพิ่มขึ้น 0.5ppt QoQ) ทั้งนี้ จากความสำเร็จในการจัดตั้งบริษัท ร่วมทุนใหม่ 8 แห่งในไตรมาสที่ 1 (จากพันธมิตร 6 ราย) เทียบกับบริษัท ร่วมทุนใหม่ 3 แห่งที่จัดตั้งขึ้นในไตรมาส 1/2565 และไตรมาส 4/2565 การสนับสนุนจากโครงการร่วมทุนซึ่งรวมถึงรายได้จากการบริหารโครงการ กำไรจากการขายหุ้นในบริษัท ย่อยให้กับบริษัท ร่วมทุน และรายได้ส่วนแบ่งกำไรในไตรมาส 1/2566 จึงเป็น 241 ลบ. ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 183 ลบ. ในไตรมาส 1/2565 แต่ลดลงเล็กน้อยจาก 255 ลบ. ในไตรมาส 4/2565 ซึ่งได้เพิ่มผลกระทบเชิงบวก/ลบต่อการเคลื่อนไหวของกำไรทั้ง YoY และ QoQ ตามลำดับ
- รายได้ที่ลดลงส่วนหนึ่งเกิดจากผลกระทบของรูปแบบกิจการร่วมทุน แม้ยอดขายการโอนกรรมสิทธิ์โดยรวมในไตรมาส 1/2566 ของ BRI จะเติบโต 10% YoY และลดลง 13% QoQ แต่จากการที่ส่วนหนึ่งของมูลค่าการโอนนี้ที่ 288 ลบ. มาจากโครงการร่วมทุนของบริษัทฯ เช่น บริษัท เนอมา-พานทอง และ บริษัท เนอมา บางนา กม.17 รายได้หลักในไตรมาส 1/2566 จึงต่ำกว่ามูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่พอสมควร ทำให้รายได้หลักในไตรมาส 1/2566 ลดลงทั้ง YoY และ QoQ ที่กล่าวถึงก่อนหน้านี้ และเนื่องจาก BRI ต้องแบ่งกำไรจากโครงการร่วมทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ กำไรที่เกิดจากโครงการร่วมทุนเมื่อมีการโอนกรรมสิทธิ์จึงจะลดลงประมาณครึ่งหนึ่งจากโครงการที่ถือหุ้น 100% สิ่งนี้เป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรไตรมาส 1/2566 ลดลงทั้ง YoY และ QoQ อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก BRI ได้บันทึกกำไรจากส่วนเกินมูลค่าหุ้นของโครงการร่วมทุนเหล่านี้แล้วก่อนหน้านี้ ดังนั้นผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) ของโครงการร่วมทุนจึงมากกว่าโครงการประเภทที่เป็นเจ้าของเอง 100%
- แนวโน้มการดำเนินงานเป็นขาขึ้น แม้ว่ากำไรไตรมาส 1/2566 คิดเป็นเพียง 22% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา แต่เราเห็นแผนธุรกิจปัจจุบันที่ BRI เริ่มขยายมูลค่าการเปิดตัวใหม่อย่างต่อเนื่องทุกไตรมาสในปี 2566 จาก 1.2 พันลบ. ในไตรมาส 1/2566 เป็น 3.8 พันลบ. 4.3 พันลบ. และ 1.32 หมื่นลบ. ในไตรมาส 2-4/2566 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่า BRI จะสามารถมียอดขายและกำไรเติบโตทุกไตรมาสในปี 2566 นอกจากนี้ โครงการใหม่จะมาพร้อมกับกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายมากขึ้น (ระดับล่างถึงระดับหรู) และทำเลขนาดใหญ่ สุขุมวิท แจ้งวัฒนะ ขอนแก่น อยุธยา และระยอง สิ่งนี้จะช่วยให้ BRI มีความสามารถมากขึ้นในการจับลูกค้าในวงกว้างขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อแนวโน้มการดำเนินงาน นอกจากนี้ BRI กำลังจัดตั้งบริษัท ร่วมทุนใหม่กับพันธมิตรทางธุรกิจใหม่จำนวนมากทั้งในกทม. และต่างจังหวัด ดังนั้นกำไรหรือรายได้จากการบริหารโครงการที่ปกติจะบันทึกเมื่อเริ่มต้นโครงการร่วมทุนจะคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในไตรมาสที่เหลือของปีนี้

Valuation and Recommendation

- เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายที่ 14.8 บาทสำหรับ BRI แม้เราจะเห็นว่าทิศทางราคาหุ้นในระยะสั้นของ BRI จะไม่โดดเด่น ซึ่งเกิดจากการเปลี่ยนแปลงที่ไม่แน่นอนของแนวโน้มกำไร แต่ผลบวกจากแนวโน้มขาขึ้นของการเปิดตัวใหม่ที่จะนำมาซึ่งแนวโน้มกำไรขาขึ้นมาสู่หุ้นจะค่อยๆ ลดช่องว่างระหว่างราคาหุ้นกับราคาเป้าหมายของเรา ปัจจุบันที่ราคาปิดล่าสุด BRI ซื้อขายด้วย PER ปี 2566 ไม่แพงเพียง 5.4 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2566 ที่ดีที่ 7.3%



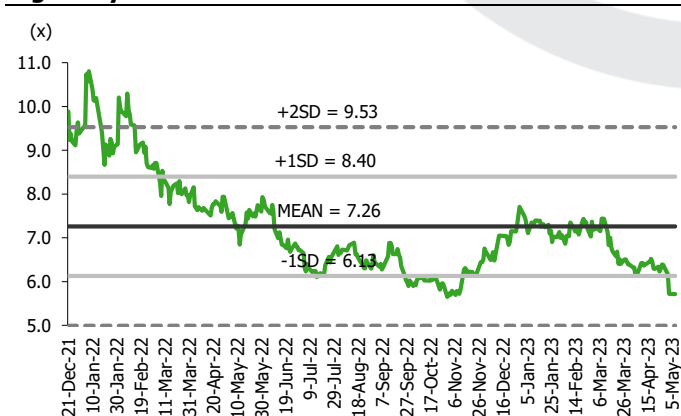
Fig 1 1Q23 earnings review

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	%YoY	%QoQ	%YTD2023E	2023E
Financials									
Sales (Btmn)	1,268	1,484	1,242	1,411	1,107	-12.7	-21.5	20.5	7,088
EBITDA (Btmn)	337	416	341	508	562	66.9	10.6	35.1	1,883
Operating profit (Btmn)	335	414	339	506	559	67.1	10.6	35.1	1,874
Core profit (Btmn)	352	376	331	411	329	-6.8	-20.1	22.3	1,650
Net profit (Btmn)	352	376	331	411	329	-6.8	-20.1	22.3	1,650
Net EPS (Bt)	0.41	0.44	0.39	0.48	0.39	-6.8	-20.1	22.3	1.93
Performance Drivers									
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
Ratios									
						Change		Avg YTD	2023E
Gross margin (%) *	32.8	33.9	32.9	32.4	32.8	0.0	0.5	32.8	31.5
EBITDA margin (%) *	26.5	28.1	27.5	36.0	50.7	24.2	14.7	50.7	26.6
Optg. margin (%) *	35.4	32.5	33.7	37.5	40.1	4.6	2.5	40.1	26.4
ROE (%) *	37.7	36.6	29.7	33.8	25.3	-12.4	-8.5	25.3	30.6

Remark: * = Change in ppt

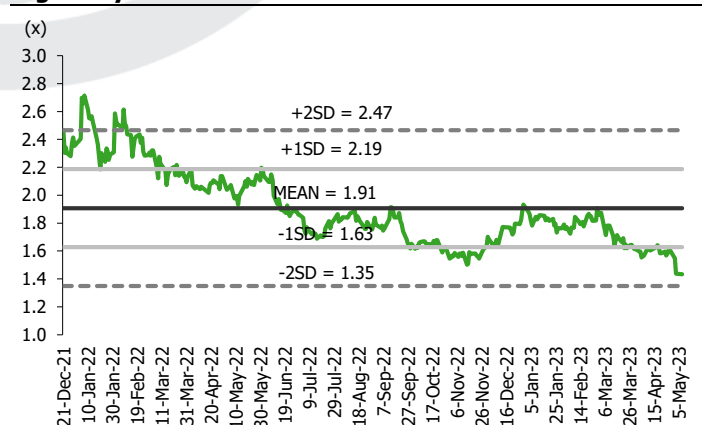
Source: Company data, KS Research

Fig 2 5-year 12M Fwd PER



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 3 5-year 12M Fwd PBV



Source: Bloomberg, KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,808	5,404	7,088	8,555	10,273	Net profit	602	1,471	1,650	1,819	2,090
Cost of sales and services	-2,608	-3,620	-4,856	-5,882	-7,063	Depreciation & amortization	7	9	10	12	15
Gross Profit	1,199	1,784	2,232	2,674	3,210	Change in working capital	-1,447	-3,446	-1,652	-2,175	-6,816
SG&A	445	660	831	924	1,110	Others	0	0	0	0	0
Other income	8	469	472	149	151	CF from operation activities	-837	-1,967	8	-344	-4,711
EBIT	762	1,593	1,874	1,898	2,251	Capital expenditure	-7	75	-34	-22	-28
EBITDA	769	1,602	1,883	1,910	2,266	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-9	-10	-15	-22	-35	Others	0	-518	-119	-183	-215
Equity earnings	0	-135	31	186	186	CF from investing activities	-7	-443	-153	-205	-242
EBT	754	1,871	2,093	2,274	2,612	Cash dividend	-738	0	-615	-660	-728
Income tax	-151	-400	-443	-455	-522	Net proceeds from debt	-430	2,767	593	1,039	5,550
NPAT	602	1,471	1,650	1,819	2,090	Capital raising	2,653	0	19	8	8
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	-73	-11	0	0	0
Core Profit	603	1,471	1,650	1,819	2,090	CF from financing activities	1,412	2,756	-2	387	4,831
Extraordinary items	-0	0	0	0	0	Net change in cash	567	346	-147	-162	-122
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	602	1,471	1,650	1,819	2,090	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.71	1.72	1.93	2.12	2.44
Cash & equivalents	638	984	1,063	1,283	1,541	Core EPS	0.71	1.72	1.93	2.12	2.44
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.00	0.72	0.77	0.85	0.98
Accounts receivable	79	704	709	856	1,027	BV	3.97	5.70	6.92	8.28	9.87
Inventories	8,239	9,837	11,648	13,464	19,878	EV	16.22	16.25	16.98	17.93	24.09
Other current assets	25	39	53	64	77	Free Cash Flow	-0.99	-2.22	-0.03	-0.43	-5.53
Total current assets	8,981	11,599	13,473	15,667	22,523	Valuation analysis					
Investment in subs & others	0	730	886	1,069	1,284	Reported P/E (x)	16.84	7.02	5.44	4.94	4.31
Fixed assets-net	35	36	48	53	60	Core P/E (x)	16.92	7.04	5.45	4.95	4.31
Other assets	100	478	482	582	699	P/BV (x)	3.00	2.12	1.52	1.27	1.06
Total assets	9,116	12,843	14,889	17,371	24,566	EV/EBITDA (x)	17.99	8.65	7.71	8.03	9.11
Short-term debt	3,798	3,814	4,164	4,164	4,164	Price/Cash flow (x)	-12.12	-5.25	#####	-26.14	-1.91
Accounts payable	1,307	1,558	2,127	2,353	2,568	Dividend yield (%)	0.00	5.96	7.35	8.09	9.29
Other current assets	93	404	230	278	334	Profitability ratios					
Total current liabilities	5,198	5,776	6,521	6,795	7,067	Gross margin (%)	31.50	33.01	31.49	31.25	31.25
Long-term debt	526	708	2,439	3,478	9,028	EBITDA margin (%)	20.19	29.64	26.57	22.33	22.06
Other liabilities	6	1,496	11	13	15	EBIT margin (%)	20.02	34.80	29.75	26.84	25.77
Total liabilities	5,730	7,980	8,971	10,286	16,110	Net profit margin (%)	15.82	27.21	23.28	21.26	20.34
Paid-up capital	426	426	428	428	429	ROA (%)	7.46	13.39	11.90	11.28	9.97
Share premium	2,468	2,469	2,487	2,495	2,503	ROE (%)	27.93	35.65	30.62	27.98	26.89
Reserves & others, net	47	52	52	52	52	Liquidity ratios					
Retained earnings	445	1,916	2,951	4,110	5,472	Current ratio (x)	1.73	2.01	2.07	2.31	3.19
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.14	0.29	0.27	0.31	0.36
Total shareholders' equity	3,386	4,863	5,918	7,085	8,456	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	9,116	12,843	14,889	17,371	24,566	Liabilities/Equity ratio (x)	1.69	1.64	1.52	1.45	1.91
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	4.79	2.21	2.94	3.33	5.14
New launch (Btmn)	7,750	12,000	16,600	15,000	18,000	Net debt/equity (x)	1.09	0.73	0.94	0.90	1.38
Pre-sales	8,371	11,045	14,896	19,013	22,468	Int. coverage ratio (x)	86.82	189.19	136.70	103.92	76.65
Revenue growth (%)	62.98	41.93	31.17	20.70	20.07	Growth					
Gross margin (%)	31.50	33.01	31.49	31.25	31.25	Revenue (%)	62.98	41.93	31.17	20.70	20.07
SG&A to sales (%)	11.69	12.21	11.72	10.80	10.81	EBITDA (%)	71.55	108.35	17.56	1.44	18.60
						Reported net profit (%)	72.77	144.08	12.24	10.21	14.89
						Reported EPS (%)	21.58	144.03	11.93	10.08	14.75
						Core profit (%)	72.88	143.92	12.24	10.21	14.89
						Core EPS (%)	21.65	143.88	11.93	10.08	14.75

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.