

Britania PCL

BRI TB Outperform

Target Price Bt 15.00

Price (11/08/2023) Bt 9.25

Upside % 62.16

Valuation PER

Sector Property Development

Market Cap Btm 7,891

30-day avg turnover Btm 23.88

No. of shares on issue m 853

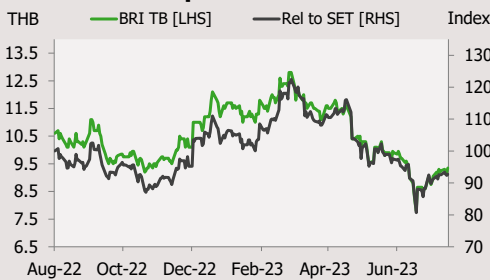
CG Scoring (IOD-Y2022) Very Good

Anti-Corruption Indicator Declared

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	5,404	6,681	8,492	10,182
Core profit (Btmn)	1,471	1,650	1,826	2,090
Net profit (Btmn)	1,471	1,650	1,826	2,090
Net EPS (Bt)	1.72	1.93	2.13	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	10.52	14.32
ROA (%)	13.39	11.88	11.20	9.95
ROE (%)	35.65	30.62	28.07	26.88
Net D/E (x)	0.73	0.98	0.94	1.36
Valuation				
P/E (x)	7.02	4.79	4.34	3.79
P/BV (x)	2.12	1.34	1.12	0.94
EV/EBITDA (x)	8.65	6.23	7.59	8.55
Dividend yield (%)	5.96	8.35	9.22	10.54

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

15 August 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรไตรมาส 2/66 ในระดับปานกลางตามคาด

- BRI รายงานกำไรไตรมาส 2/66 ที่ 348 ลบ. ลดลง 8% YoY แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ ตามคาด กำไรครั้งแรกของปี 2566 คิดเป็น 41% ของประมาณการทั้งปีของเรา
- แม้ว่ารายได้และ GPM ไตรมาส 2/66 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ รายได้จากการบริหารจัดการโครงการจำนวนมากช่วยให้กำไรมีเสถียรภาพทั้งเชิง YoY และ QoQ
- แนะนำ "ซื้อ" BRI และ TP ที่ 15.0 บาท หลังรายงานผลประกอบการไตรมาส 2/66 BRI ประกาศ DPS ครั้งแรกของปี 2566 ที่ 0.115 บาท จะขึ้น XD ในวันที่ 24 ส.ค.

Investment Highlights

- กำไรไตรมาส 2/2566 อยู่ในระดับปานกลางตามคาด BRI รายงานกำไรไตรมาส 2/2566 ที่ 348 ลบ. ลดลง 8% YoY แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ สอดคล้องกับประมาณการของเรา และตลาด แม้ว่าการมีโครงการที่พัฒนาในรูปแบบ JV เพิ่มขึ้น จะทำให้รายได้จากการขายไตรมาส 2/2566 ลดลง 28% YoY และ 4% QoQ รวมถึงการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในตลาดได้จุดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 2/2566 ลง 1.2ppt YoY และ 0.1ppt QoQ แต่รายได้จากการบริหารจัดการโครงการที่เพิ่มขึ้นเป็น 482 ลบ. ในไตรมาส 2/2566 เทียบกับ 73 ลบ. ในไตรมาส 2/2565 และ 358 ลบ. ในไตรมาส 1/2566 ได้ช่วยรักษาระดับกำไรในไตรมาส 2/2566 ไม่ให้แตกต่างจากระดับที่เคยทำได้ในไตรมาส 2/2565 และ 1/2566 มากนัก แม้ว่าจะมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) และอัตราส่วน SG&A ต่อรายได้ที่สูงขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จากการเตรียมความพร้อมสำหรับรองรับเป้าการเติบโตเชิงรุกในระยะยาว กำไรในครึ่งแรกของปี 2566 จึงลดลง 7% YoY คิดเป็น 41% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา
- โครงการร่วมทุนใหม่ 10 แห่งเป็นการพัฒนาที่สำคัญในไตรมาส 2/2566 ในไตรมาส 2/2566 BRI สามารถสร้างบริษัทร่วมทุน (JV) กับเจ้าของที่ดินใหม่ได้ 10 ราย ซึ่งนำมาซึ่งรายได้จากการบริหารโครงการอย่างมีนัยสำคัญดังที่กล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งเป็นจำนวนที่มากกว่า JV ใหม่ 6 แห่งที่ตั้งขึ้นในไตรมาส 1/2566 และอีก 8 แห่งที่เพิ่มเข้ามาในปี 2565 โดย BRI เชื่อว่าไม่เพียงแต่การพัฒนาในลักษณะนี้จะช่วยเร่งความเร็วในการเติบโตจากการสนับสนุนทางการเงินจากพันธมิตรทางธุรกิจและเพิ่มการกระจายความเสี่ยง แต่ยังจะช่วยให้ BRI สามารถสร้างโครงการในทำเลที่เข้าถึงได้ยาก เนื่องจากเจ้าของที่ดินปัจจุบันต้องการขายในราคาที่สูง ซึ่งการทำงานร่วมกันดังกล่าวเป็นสถานการณ์ที่ทั้งสองฝ่ายต่างก็ได้ประโยชน์ นอกจากนี้ ในระยะสั้น BRI ก็จะสามารถรับรู้ถึงระดับกำไรที่ดีอีกด้วย
- แนวโน้มจะดีขึ้นในครึ่งหลังของปี 2566 เรามองเห็นผลการดำเนินงานล่าสุดของ BRI อยู่ในระดับปานกลางเท่านั้น เนื่องจากบริษัทฯ ไม่สามารถเพิ่มกำไรสุทธิได้ แม้ว่าจะมีรายได้จากการบริหารจัดการโครงการจำนวนมากก็ตาม นอกเหนือจากการแข่งขันที่สูงในตลาดที่กล่าวถึงข้างต้นแล้ว เรายังเห็นว่าจำนวน/มูลค่าของโครงการใหม่ที่จะเพิ่มเข้ามาในพอร์ตโฟลิโอที่ต่ำในครึ่งแรกของปี 2566 เป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังผลลัพธ์ในระดับปานกลางนี้ ในครึ่งปีแรกของปี 2566 BRI เปิดตัวโครงการใหม่เพียง 4 แห่ง มูลค่า 5.0 พันลบ. จากทั้งหมด 20 โครงการ มูลค่ารวม 2.25 หมื่นลบ. ซึ่งมีแผนจะเปิดตัวในปี 2566 (BRI เปิดตัวโครงการใหม่ 9 แห่ง มูลค่า 1.2 หมื่นลบ. ในปี 2565) นอกเหนือจากความคาดหวังของเราเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคที่ดีขึ้น ซึ่งได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่รัฐบาลชุดใหม่จะดำเนินการ เรามองว่าโครงการใหม่ 12 แห่ง มูลค่า 1.32 หมื่นลบ. ที่มีกำหนดเปิดตัวในครึ่งปีหลัง 2566 ในทำเลต่างๆ เช่น แจ้งวัฒนะ พุทธมณฑล ราชพฤกษ์ และบางนา จะช่วยกระตุ้นยอดขายและกำไรได้อย่างแข็งแกร่ง พันธมิตร JV รายใหม่จะเพิ่มความตื่นตัวให้กับทั้งผลประกอบการปี 2566 และแนวโน้มส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป

Valuation and Recommendation

- เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BRI และราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ที่ 15.0 บาท เราเชื่อว่าการตอบรับของยอดขายที่ดีในไตรมาส 3/2566 ซึ่งน่าจะช่วยหนุนกำไรไตรมาส 3/2566 ต่อไป จะช่วยลดช่องว่างระหว่างราคาซื้อขายกับราคาเป้าหมายของเรา นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินปันผล (DY) ปี 2566 ที่ 8.3% จากราคาปิดล่าสุดยังน่าสนใจสำหรับนักลงทุนที่เน้นคุณค่าอีกด้วย หลังจากรายงานผลประกอบการไตรมาส 2/2566 BRI ประกาศเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) งวดครั้งแรกของปี 2566 ที่ 0.115 บาท และมีกำหนดจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 24 ส.ค.



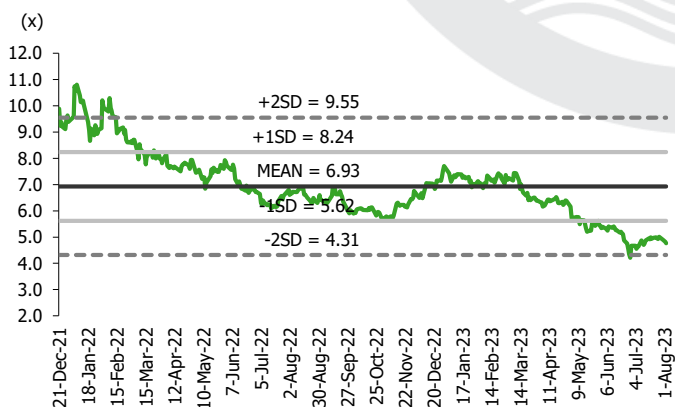
Fig 1 2Q23 earnings review

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	%YoY	%QoQ	%YTD2023E	2023E
Financials									
Sales (Btmn)	1,484	1,242	1,411	1,107	1,062	-28.4	-4.0	32.5	6,681
EBITDA (Btmn)	416	341	508	562	648	55.5	15.3	55.0	2,201
Operating profit (Btmn)	414	339	506	559	645	55.6	15.3	55.0	2,190
Core profit (Btmn)	376	331	411	329	348	-7.5	6.0	41.0	1,650
Net profit (Btmn)	376	331	411	329	348	-7.5	6.0	41.0	1,650
Net EPS (Bt)	0.44	0.39	0.48	0.39	0.41	-7.6	5.9	41.1	1.93
Performance Drivers									
Presales (Btmn)	2,619	2,843	3,205	2,545	2,840	8.4	11.6	38.0	14,156
New launch (Btmn)	2,250	4,750	4,250	1,200	3,800	68.9	216.7	28.1	17,800
Net D/E (x)	0.8	0.8	0.7	0.8	1.0	18.7	21.3	101.6	1.0
Ratios									
						Change	Avg YTD	2023E	
Gross margin (%) *	33.9	32.9	32.4	32.8	32.7	-1.2	-0.1	32.8	31.7
EBITDA margin (%) *	28.1	27.5	36.0	50.7	61.0	32.9	10.2	55.8	32.9
Optg. margin (%) *	32.5	33.7	37.5	40.1	45.6	13.1	5.5	42.8	32.8
ROE (%) *	36.6	29.7	33.8	25.3	28.2	-8.3	3.0	26.8	30.6

Remark: * = Change in ppt

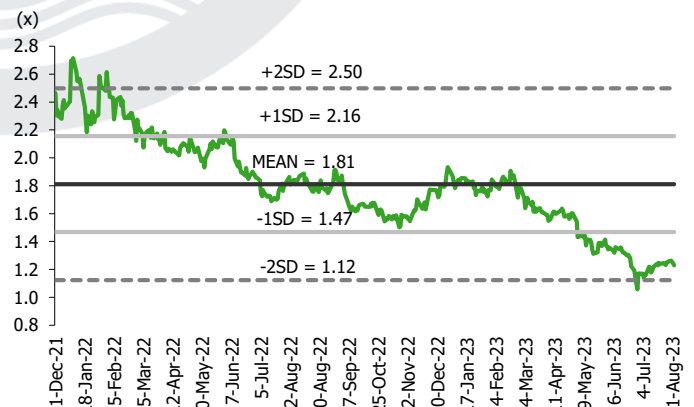
Source: Company data and KS Research

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,808	5,404	6,681	8,492	10,182	Net profit	602	1,471	1,650	1,826	2,090
Cost of sales and services	-2,608	-3,620	-4,561	-5,838	-7,000	Depreciation & amortization	7	9	10	12	15
Gross Profit	1,199	1,784	2,121	2,654	3,182	Change in working capital	-1,447	-3,446	-1,682	-2,188	-6,290
SG&A	445	660	854	912	1,101	Others	0	0	0	0	0
Other income	8	469	924	170	172	CF from operation activities	-837	-1,967	-21	-350	-4,185
EBIT	762	1,593	2,190	1,912	2,253	Capital expenditure	-7	75	-34	-22	-28
EBITDA	769	1,602	2,201	1,924	2,268	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-9	-10	-17	-26	-37	Others	0	-518	-68	-226	-211
Equity earnings	0	-135	-185	186	186	CF from investing activities	-7	-443	-103	-248	-239
EBT	754	1,871	2,138	2,283	2,613	Cash dividend	-738	0	-615	-660	-730
Income tax	-151	-400	-487	-457	-523	Net proceeds from debt	-430	2,767	786	1,160	5,041
NPAT	602	1,471	1,650	1,826	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	1,826	2,090	CF from financing activities	1,412	2,756	191	508	4,318
Extraordinary items	-0	0	0	0	0	Net change in cash	567	346	67	-89	-105
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	602	1,471	1,650	1,826	2,090	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.71	1.72	1.93	2.13	2.44
Cash & equivalents	638	984	1,002	1,274	1,527	Core EPS	0.71	1.72	1.93	2.13	2.44
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.00	0.72	0.77	0.85	0.98
Accounts receivable	79	704	668	849	1,018	BV	3.97	5.70	6.92	8.28	9.87
Inventories	8,239	9,837	11,888	13,794	19,702	EV	16.22	16.25	16.03	17.06	22.63
Other current assets	25	39	50	64	76	Free Cash Flow	-0.99	-2.22	-0.07	-0.43	-4.91
Total current assets	8,981	11,599	13,609	15,981	22,324	Valuation analysis					
Investment in subs & others	0	730	835	1,061	1,273	Reported P/E (x)	16.84	7.02	4.79	4.34	3.79
Fixed assets-net	35	36	48	53	60	Core P/E (x)	16.92	7.04	4.80	4.34	3.79
Other assets	100	478	454	577	692	P/BV (x)	3.00	2.12	1.34	1.12	0.94
Total assets	9,116	12,843	14,946	17,673	24,349	EV/EBITDA (x)	17.99	8.65	6.23	7.59	8.55
Short-term debt	3,798	3,814	4,086	4,086	4,086	Price/Cash flow (x)	-12.12	-5.25	-368.00	-22.65	-1.89
Accounts payable	1,307	1,558	2,004	2,335	2,545	Dividend yield (%)	0.00	5.96	8.35	9.22	10.54
Other current assets	93	404	217	276	331	Profitability ratios					
Total current liabilities	5,198	5,776	6,308	6,697	6,963	Gross margin (%)	31.50	33.01	31.74	31.25	31.25
Long-term debt	526	708	2,710	3,870	8,911	EBITDA margin (%)	20.19	29.64	32.93	22.65	22.28
Other liabilities	6	1,496	10	13	15	EBIT margin (%)	20.02	34.80	32.25	27.19	26.02
Total liabilities	5,730	7,980	9,028	10,581	15,889	Net profit margin (%)	15.82	27.21	24.70	21.50	20.53
Paid-up capital	426	426	428	428	429	ROA (%)	7.46	13.39	11.88	11.20	9.95
Share premium	2,468	2,469	2,487	2,495	2,503	ROE (%)	27.93	35.65	30.62	28.07	26.88
Reserves & others, net	47	52	52	52	52	Liquidity ratios					
Retained earnings	445	1,916	2,951	4,117	5,477	Current ratio (x)	1.73	2.01	2.16	2.39	3.21
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.14	0.29	0.26	0.32	0.37
Total shareholders' equity	3,386	4,863	5,918	7,092	8,461	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	9,116	12,843	14,946	17,673	24,349	Liabilities/Equity ratio (x)	1.69	1.64	1.53	1.49	1.88
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	4.79	2.21	2.63	3.47	5.06
New launch (Btmn)	7,750	12,000	17,800	15,000	18,000	Net debt/equity (x)	1.09	0.73	0.98	0.94	1.36
Pre-sales	8,371	11,045	14,156	18,560	21,486	Int. coverage ratio (x)	86.82	189.19	127.38	87.40	72.05
Revenue growth (%)	62.98	41.93	23.63	27.10	19.90	Growth					
Gross margin (%)	31.50	33.01	31.74	31.25	31.25	Revenue (%)	62.98	41.93	23.63	27.10	19.90
SG&A to sales (%)	11.69	12.21	12.78	10.74	10.81	EBITDA (%)	71.55	108.35	37.37	-12.58	17.92
						Reported net profit (%)	72.77	144.08	12.23	10.65	14.46
						Reported EPS (%)	21.58	144.03	11.93	10.52	14.32
						Core profit (%)	72.88	143.92	12.23	10.65	14.46
						Core EPS (%)	21.65	143.88	11.93	10.52	14.32

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: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.

