

BRITANIA BRI TB
THAILAND / PROPERTY DEVELOPMENT

HOLD

UNCHANGED

อยู่ในช่วงเวลาที่ยากลำบาก

- แผนเปิดตัวใหม่ปี 2024 อาจลดจาก 20 โครงการ เหลือ 6-10 โครงการ มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท (-40% y-y) จากการขายใน 1Q24 ชบเซา และความไม่แน่นอนเศรษฐกิจ
- ปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2024 เป็น -45% y-y จากยอดโอนและ GPM
- ปรับราคาเหมาะสมเป็น 5.40 บาท หันขาดความน่าสนใจลงทุน

TARGET PRICE	THB5.40
CLOSE	THB5.15
UP/DOWNSIDE	+4.9%
PRIOR TP	THB7.20
CHANGE IN TP	-25.0%
TP vs CONSENSUS	-28.8%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,712	4,358	4,680	4,806
Net profit	1,195	717	715	781
EPS (THB)	1.40	0.84	0.84	0.92
vs Consensus (%)	-	(6.1)	(14.3)	(13.6)
EBITDA	2,043	1,065	1,118	1,134
Recurring net profit	1,104	606	715	781
Core EPS (THB)	1.29	0.71	0.84	0.92
Chg. In EPS est. (%)	2.1	(27.5)	(18.7)	(16.4)
EPS growth (%)	(2.9)	(45.1)	18.0	9.3
Core P/E (x)	4.0	7.3	6.1	5.6
Dividend yield (%)	15.1	8.2	8.1	8.9
EV/EBITDA (x)	7.6	14.4	13.9	14.2
Price/book (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Net debt/Equity (%)	206.9	192.5	184.0	181.5
ROE (%)	21.6	11.0	12.2	12.5

ผู้บริหารมีมุมมองระยะยาวที่เพิ่มขึ้นต่อแผนเปิดโครงการใหม่

ผู้บริหารเผยว่าการเปิดโครงการใหม่ปี 2024 อาจลดเหลือ 6-10 โครงการ มูลค่ารวม 1 หมื่นล้านบาท (-40% y-y) จากแผนเดิม 20 โครงการ มูลค่ารวม 1.7 หมื่นล้านบาท โดยโครงการใหม่เน้นกลุ่ม Mid-to-High ที่มีกำลังซื้อ อาทิ แบรินด์ Belgravia ราคา 30-60 ล้านบาท/ยูนิต ส่วนกลุ่มบ้านราคา 3-5 ล้านบาท ซึ่งเป็นพอร์ตหลักในสัดส่วน 65% ถูกกระทบจากอัตรา Rejection และ Cancellation สูงถึง 30-40% ซึ่งบริษัทปรับกลยุทธ์ทำ Pre-screen ลูกค้าเข้มข้นขึ้นตั้งแต่ 1Q24 ขณะที่ฐานะการเงิน Net gearing ณ 1Q24 สูง 2x (Bank Covenant 2.5x) ส่งผลให้บริษัทมุ่งเน้นรักษากระแสเงินสดในมือผ่านการเร่งระบายสต็อกพร้อมกับการควบคุมค่าใช้จ่ายและชะลอการซื้อที่ดิน

ประเมินยอด Presales ปี 2024 หดตัว 30-40% y-y

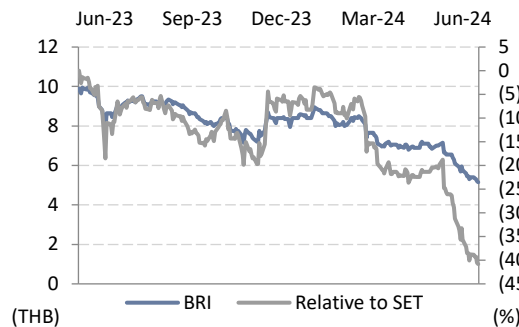
ยอด Presales 1Q24 คิดเป็นเพียง 14% ของเป้าของบริษัททั้งปีที่ 1.3 หมื่นล้านบาท ซึ่งมองว่ามี Downside ราว 40% เป็นระดับ 8 พันล้านบาท ลดลง 30-40% y-y ตามมูลค่าการเปิดโครงการใหม่น้อยลง อีกทั้ง สถานการณ์ขายยังยากลำบากจากกำลังซื้อลูกค้าลดลง, ความเข้มงวดของการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน และการแข่งขันสูง โดยยอด Presales 2QTD ทำได้ 1 พันล้านบาท เบื้องต้นประเมินจบ 2Q24 ที่ 1.8 พันล้านบาท ทรงตัว q-q แต่หดตัว 30-40% y-y โดยเปิดโครงการใหม่เพียง 2 แห่ง มูลค่ารวม 3.25 พันล้านบาทในช่วงปลายไตรมาส

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-2026 ลง 16-28%

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2024-2026 ลง 28%/19%/16% ตามลำดับ จากปรับลดยอดโอนสะท้อนโครงการใหม่น้อยกว่าคาดและความคืบหน้าขายช้าลง รวมถึงปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นจากทำโปรโมชัน และดอกเบี้ยจ่ายสูงขึ้น โดยปี 2024 คาดกำไรปกติ 606 ล้านบาท (-45% y-y) ขณะที่ Backlog ณ สิ้น 1Q24 ที่ 1 พันล้านบาท รองรับคาดการณ์ยอดโอน 46% ส่วนที่เหลือเน้นระบายสต็อกในมือราว 4 พันล้านบาท เนื่องจากโครงการใหม่ส่วนใหญ่อยู่ใน 2H24 ซึ่งรับรู้ภายในปีได้ไม่มาก

ปรับลดราคาเหมาะสมเป็น 5.40 บาท คงคำแนะนำถือ

เราปรับลดราคาเหมาะสมเป็น 5.40 บาท (จากเดิม 7.20 บาท) อิง PER 7.6x หรือค่าเฉลี่ยในอดีต -1.25SD ราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside ต่ำกว่า 10% คงแนะนำเพียงถือ ขณะที่หันขาดความน่าสนใจ ระยะสั้นคาดจบ 2Q24 ไม่สดใส และยังไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัวของยอดขายและกำไรที่ชัดเจน รวมถึงธุรกิจพึ่งพาเพียงแนวราบซึ่งชบเซากว่าคอนโดท่ามกลางอุปทานในตลาดที่มากกว่าอุปสงค์



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(22.6)	(30.4)	(48.2)
Relative to country (%)	(21.3)	(29.1)	(41.0)
Mkt cap (USD m)			119
3m avg. daily turnover (USD m)			0.5
Free float (%)			27
Major shareholder		Origin Property (70%)	
12m high/low (THB)			10.00/5.15
Issued shares (m)			852.81

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Thanyatorn Songwutti

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

Investment thesis

เรามองว่าปี 2024 เป็นปีที่ยากลำบากของตลาดแนวราบ ซึ่ง BRI เป็นธุรกิจของ BRI มาจากตลาดดังกล่าวเพียงอย่างเดียว พร้อมแรงกดดันจากกำลังซื้อ การแข่งขันรุนแรง รวมถึงความเข้มงวดของการปล่อยสินเชื่อ สะท้อน Rejection และ Cancellation rate ที่สูงขึ้น ขณะที่ผู้บริหารมีมุมมองระยะยาวที่แข็งแกร่งในแง่ของการเปิดโครงการใหม่ที่อาจลดเหลือ 6-10 โครงการ มูลค่ารวม 1 หมื่นล้านบาท (จากเดิม 20 โครงการ มูลค่ารวม 1.7 หมื่นล้านบาท) ซึ่งส่งผลต่อผลประกอบการที่อ่อนแอในปีนี้ ด้านฐานะการเงิน Net gearing ณ 1Q24 สูง 2x ส่งผลให้ต้องมุ่งรักษากระแสเงินสดในมือเป็นหลัก

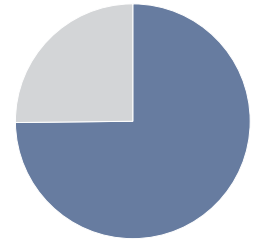
Company profile

BRI ก่อตั้งโดย ORI ในปี 2016 โดยประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยแนวราบในประเทศไทย ปัจจุบันมีการพัฒนาโครงการที่ตั้งอยู่ในกรุงเทพฯ ปริมณฑล รวมทั้งทำเลที่มีการขยายตัวของนิคมอุตสาหกรรมต่างๆ ทั่วประเทศ เช่น จังหวัดที่มีศักยภาพในบริเวณภาคตะวันออก ทั้งนี้ โครงการของบริษัทฯ แบ่งออกเป็น 4 แบรินด์หลัก ตามกลุ่มลูกค้าเป้าหมายและรูปแบบของโครงการ ดังนี้ Brighton (ราคา 2.5-4 ล้านบาท/ยูนิต), Britania (ราคา 4-8 ล้านบาท/ยูนิต), Grand Britania (ราคา 8-20 ล้านบาท/ยูนิต) และ Belgravia (ราคา 20-50 ล้านบาท/ยูนิต)

www.britania.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

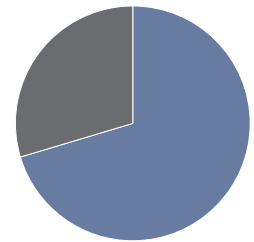
- Transfer revenue - 74.8 %
- Project management - 25.2 %



Source: Britania

Major shareholders

- Origin Property - 70.4 %
- Others - 29.6 %



Source: Britania

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตคือ 1) การเปิดโครงการใหม่ และความคืบหน้าการขายโครงการเดิม 2) ความสำเร็จของการขยายในตลาดต่างจังหวัด 3) การเซ็นสัญญาร่วมทุนพัฒนาโครงการ JV ใหม่ ซึ่งจะทำให้มีการรับรู้รายได้การบริหารโครงการ รวมถึงกรณีร่วมทุนกับ Partner อาจมีบันทึกกำไรพิเศษ Share premium

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อประมาณการ 1) อัตราการขายโครงการต่ำกว่าคาด และการระบายสต็อกช้ากว่าคาด 2) การเปิดโครงการใหม่น้อยกว่าแผนหรือล่าช้ากว่าแผน 3) การร่วมทุนโครงการ JV น้อยกว่าคาด 4) เศรษฐกิจและกำลังซื้อชะลอตัว รวมถึงการแข่งขันรุนแรง 5) อัตราการปฏิเสธสินเชื่อจากธนาคารและยอดยกเลิกจากลูกค้าสูงขึ้น 6) การก่อสร้างล่าช้าและขาดแคลนแรงงาน

Event calendar

Date	Event
August 2024	2Q24 results announcement

Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
Transfer revenue (THB m)	3,858	4,180	4,306
Project management (THB m)	500	500	500
Property GPM (%)	29.0	29.0	29.0
GPM (%)	37.1	36.6	36.4
SG&A to revenue (%)	14.1	14.0	14.1
Share profit/loss from JV	(161)	(93)	(37)

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% increase in transfers, we estimate 2024 core profit to rise by 5%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.5% increase in property GPM, we estimate 2024 core profit to rise by 2%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.5% increase in SG&A to revenue, we estimate 2024 core profit to fall by 3%, and vice versa, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

กำไร 1Q24 พุ่ง q-q จากฐานต่ำ แต่หดตัว y-y

BRI รายงานกำไรสุทธิ 1Q24 เท่ากับ 296 ล้านบาท (+195% q-q, -10% y-y) โดยมีกำไรพิเศษจาก Share Premium รวม 139 ล้านบาทจากเซ็น JV ใหม่ 4 โครงการ หากหักออก กำไรปกติอยู่ที่ 157 ล้านบาท (+56% q-q, -52% y-y) โดยการฟื้นตัว q-q จากรายได้บริหารโครงการ JV เพิ่มขึ้นเป็น 265 ล้านบาท (+421% q-q, -26% y-y) เทียบกับ 4Q23 ที่มีการปรับวิธีการบันทึกบัญชี

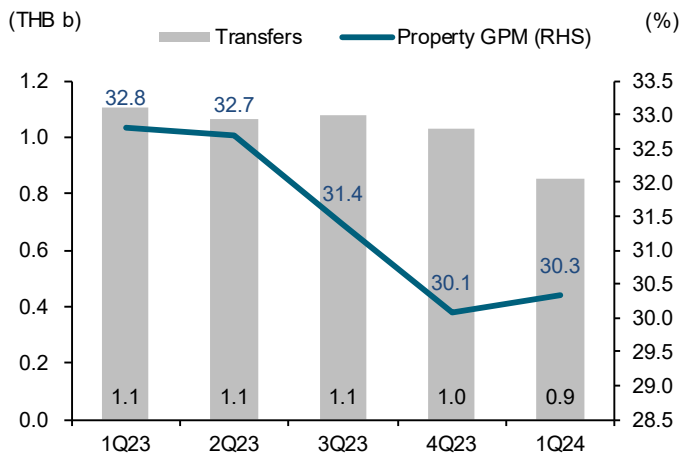
อย่างไรก็ตาม ธุรกิจหลักยังอ่อนแอ ยอดโอนหดตัว 17% q-q และ 23% y-y ที่ 855 ล้านบาท เป็นจุดต่ำสุดในรอบ 11 ไตรมาส ตามยอด Presales หดตัวจากกำลังซื้อชะลอลงและความเข้มงวดการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร รวมถึงโครงการใหม่ที่เปิดตัวมีเพียง 1 แห่งคือ Dusit Suites Residences Khao Yai มูลค่า 350 ล้านบาทซึ่งเริ่มโอนในปีหน้า ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นอสังหาริมทรัพย์ใกล้เคียงกับ 4Q23 ที่ 30.3% แต่ปรับลดจาก 32.8% ใน 1Q23 จากการทำโปรโมชันราคาและการแข่งขันสูง ขณะที่ส่วนแบ่ง JV ขาดทุนเพิ่มขึ้น q-q ที่ -98 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายพัฒนาโครงการใหม่และไม่มีโครงการโอนใหม่

Exhibit 1: BRI - 1Q24 results summary

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	1,464	1,544	1,625	1,079	1,120	3.9	(23.5)
Cost of sales	744	715	739	719	596	(17.1)	(19.9)
Gross profit	721	829	886	360	525	45.8	(27.2)
SG&A	174	187	195	246	153	(37.9)	(12.1)
Operating profit	547	642	691	114	372	225.7	(32.0)
Interest expense	3	5	10	3	23	753.6	732.0
Tax expense	112	131	139	30	76	157.4	(32.3)
Equity income from JV	(116)	(167)	(216)	5	(98)	na	na
Reported net profit	329	348	417	101	296	194.5	(9.8)
Core profit	328	345	330	101	185	83.8	(43.7)
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Property gross margin	32.8	32.7	31.4	30.1	30.3	0.3	(2.5)
Gross margin	49.2	53.7	54.5	33.4	46.8	13.5	(2.4)
SG&A / Sales	11.9	12.1	12.0	22.8	13.6	(9.2)	1.8
Operating margin	37.4	41.6	42.5	10.6	33.2	22.6	(4.1)
Net margin	22.4	22.5	25.7	9.3	26.5	17.1	4.0
Norm margin	22.4	22.3	20.3	9.3	16.5	7.2	(5.9)
Revenue breakdown							
Residential	1,107	1,062	1,077	1,028	855	(16.8)	(22.8)
Project management	358	482	548	51	265	421.1	(25.8)

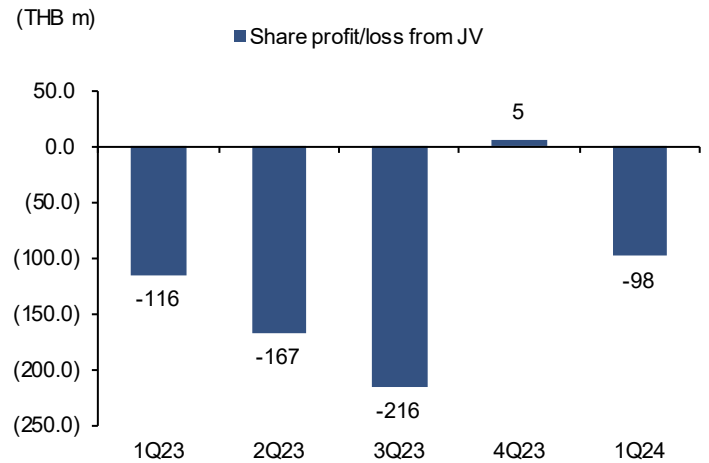
Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 2: Quarterly transfers and property GPM



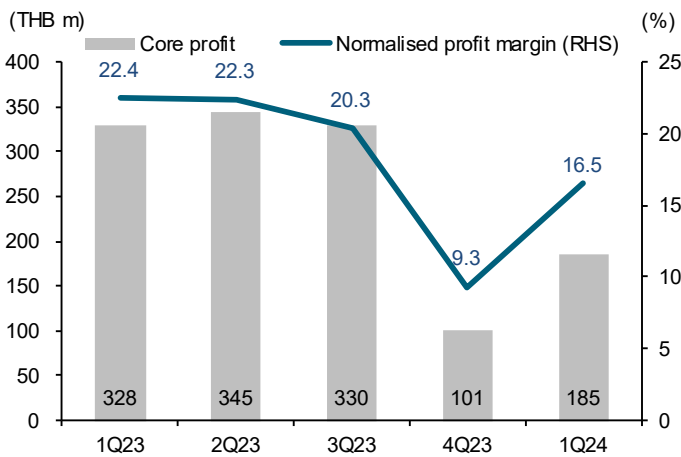
Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 3: Quarterly share profit/loss from JV



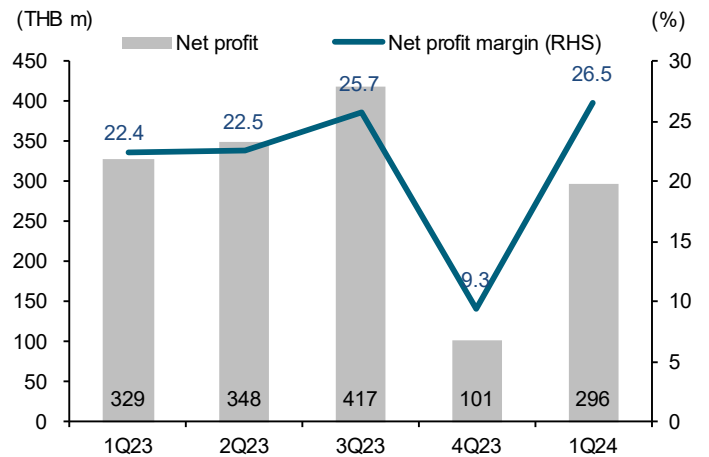
Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 4: Quarterly core profit and normalised profit margin



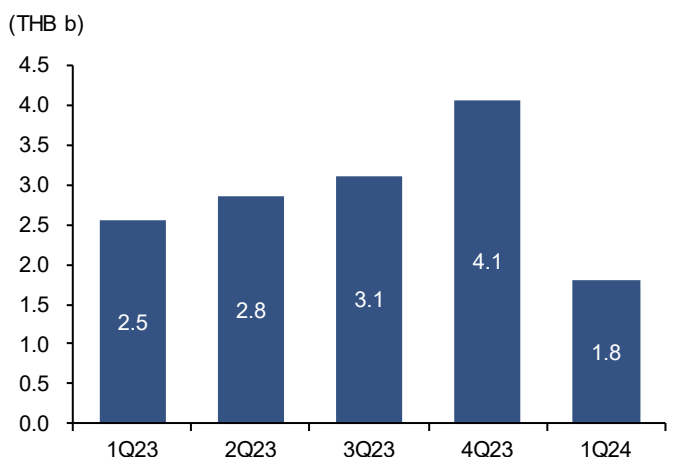
Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 5: Quarterly net profit and net profit margin



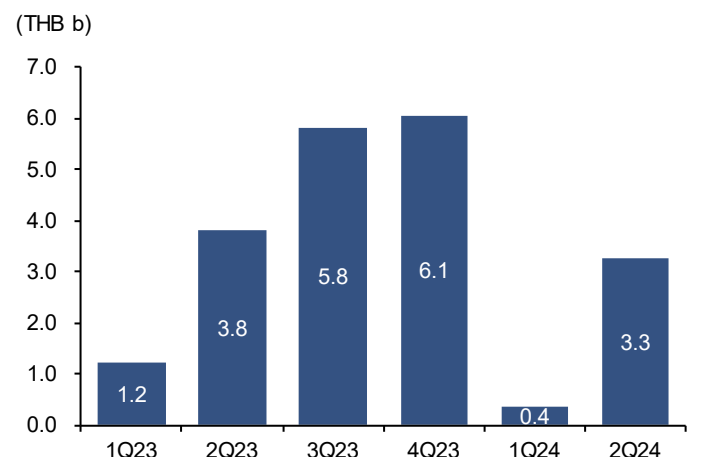
Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 6: Quarterly presales



Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 7: Quarterly new launches



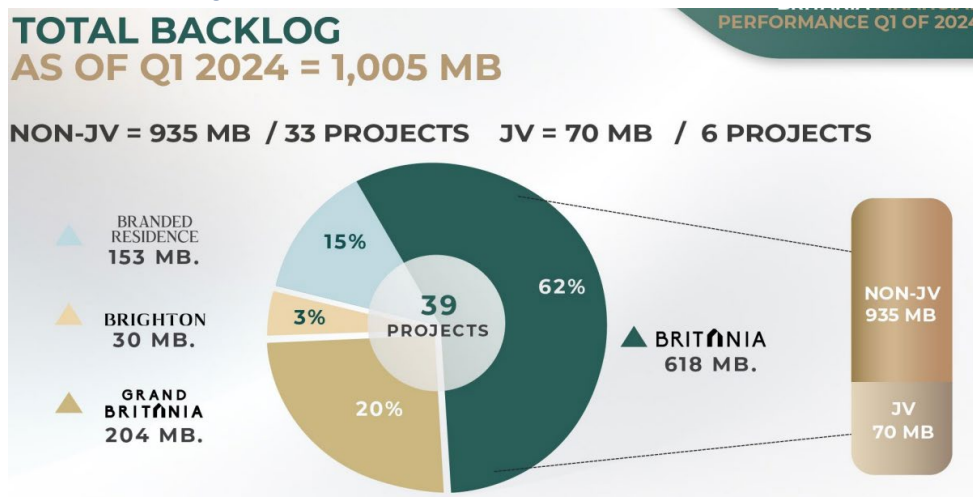
Sources: BRI; FSSIA's compilations

Exhibit 8: Key assumptions for BRI

	Actual	Current			Previous			Change		
	2023 (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Revenue (THB m)	5,712	4,358	4,680	4,806	5,013	4,828	4,892	(13)	(3)	(2)
- Transfers	4,274	3,858	4,180	4,306	4,813	4,628	4,692	(20)	(10)	(8)
- Management fee	1,438	500	500	500	200	200	200	150	150	150
Property gross margin (%)	31.8	29.0	29.0	29.0	30.1	30.2	30.2	(1.1)	(1.2)	(1.2)
Gross margin (%)	48.9	37.1	36.6	36.4	32.9	33.1	33.1	4.3	3.5	3.3
SG&A (THB m)	802	614	655	677	669	661	677	(8)	(1)	(0)
SG&A to revenue (%)	14.0	14.1	14.0	14.1	13.3	13.7	13.8	0.7	0.3	0.2
Interest expense (THB m)	21	91	92	94	33	31	31	179	194	198
Share of profit/loss from JV (THB m)	(494)	(161)	(93)	(37)	42	119	173	na	na	na
Core profit (THB m)	1,104	606	715	781	836	879	935	(28)	(19)	(16)
Net profit (THB m)	1,195	717	715	781	836	879	935	(14)	(19)	(16)

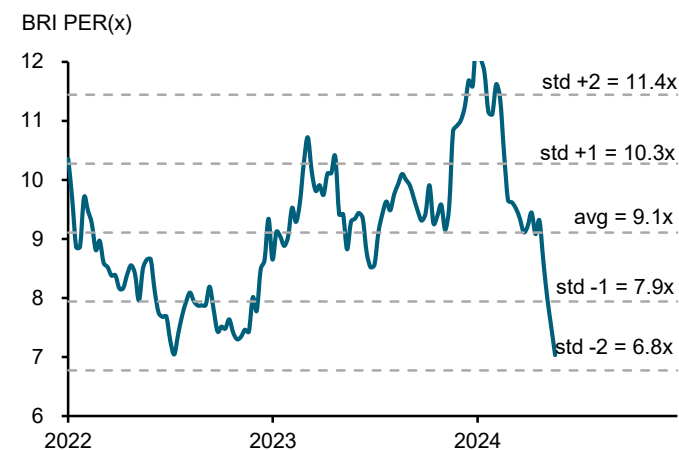
Source: FSSIA estimates

Exhibit 9: Backlog at end-1Q24



Source: BRI

Exhibit 10: Historical P/E band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 11: Historical P/BV band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Financial Statements

Britania

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,848	5,712	4,358	4,680	4,806
Cost of goods sold	(3,620)	(2,916)	(2,739)	(2,967)	(3,057)
Gross profit	2,228	2,796	1,619	1,712	1,749
Other operating income	30	37	45	45	45
Operating costs	(660)	(802)	(614)	(655)	(677)
Operating EBITDA	1,607	2,043	1,065	1,118	1,134
Depreciation	(9)	(12)	(15)	(16)	(17)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	1,598	2,031	1,050	1,102	1,116
Net financing costs	(10)	(21)	(91)	(92)	(94)
Associates	(135)	(494)	(161)	(93)	(37)
Recurring non-operating income	(135)	(494)	(161)	(93)	(37)
Non-recurring items	334	90	111	0	0
Profit before tax	1,787	1,606	909	917	986
Tax	(317)	(412)	(192)	(202)	(204)
Profit after tax	1,471	1,195	717	715	781
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	1,471	1,195	717	715	781
Non-recurring items & goodwill (net)	(334)	(90)	(111)	0	0
Recurring net profit	1,137	1,104	606	715	781
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.33	1.29	0.71	0.84	0.92
Reported EPS	1.72	1.40	0.84	0.84	0.92
DPS	0.93	0.78	0.42	0.42	0.46
Diluted shares (used to calculate per share data)	853	853	853	853	853
Growth					
Revenue (%)	53.6	(2.3)	(23.7)	7.4	2.7
Operating EBITDA (%)	108.9	27.1	(47.9)	5.0	1.4
Operating EBIT (%)	109.6	27.1	(48.3)	5.0	1.3
Recurring EPS (%)	88.6	(2.9)	(45.1)	18.0	9.3
Reported EPS (%)	144.0	(18.8)	(40.0)	(0.3)	9.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	38.1	48.9	37.1	36.6	36.4
Gross margin exc. depreciation (%)	38.2	49.2	37.5	36.9	36.8
Operating EBITDA margin (%)	27.5	35.8	24.4	23.9	23.6
Operating EBIT margin (%)	27.3	35.6	24.1	23.5	23.2
Net margin (%)	19.4	19.3	13.9	15.3	16.3
Effective tax rate (%)	17.7	25.6	21.1	22.0	20.7
Dividend payout on recurring profit (%)	70.0	60.0	59.2	50.0	50.0
Interest cover (X)	147.2	74.6	9.8	11.0	11.5
Inventory days	856.6	1,523.2	2,053.2	1,944.3	1,976.4
Debtor days	24.4	78.2	121.5	94.0	96.7
Creditor days	144.8	232.4	259.7	223.7	229.3
Operating ROIC (%)	16.3	13.8	5.6	5.8	5.7
ROIC (%)	13.8	9.3	4.3	4.8	4.9
ROE (%)	27.6	21.6	11.0	12.2	12.5
ROA (%)	10.4	6.8	3.4	3.9	4.0
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Transfer revenue	5,404	4,274	3,858	4,180	4,306
Project management	444	1,438	500	500	500

Sources: Britania; FSSIA estimates

Financial Statements

Britania

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	1,137	1,104	606	715	781
Depreciation	9	12	15	16	17
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(1,749)	(5,590)	(6)	(409)	(821)
Cash flow from operations	(603)	(4,474)	615	322	(22)
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(1,077)	(943)	(233)	(134)	(147)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(1,077)	(943)	(233)	(134)	(147)
Dividends paid	(307)	(612)	(303)	(357)	(391)
Equity finance	7	5	0	0	0
Debt finance	1,686	5,391	60	107	507
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	1,385	4,784	(243)	(251)	117
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	641	0	0	0	0
Net other adjustments	641	(14)	0	0	0
Movement in cash	346	(647)	139	(63)	(52)
Free cash flow to firm (FCFF)	(1,670.27)	(5,396.10)	472.69	279.50	(74.48)
Free cash flow to equity (FCFE)	646.77	(40.19)	441.65	294.60	338.87

Per share (THB)

FCFF per share	(1.96)	(6.33)	0.55	0.33	(0.09)
FCFE per share	0.76	(0.05)	0.52	0.35	0.40
Recurring cash flow per share	1.34	1.31	0.73	0.86	0.94

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	43	101	111	119	128
Less: Accumulated depreciation	(7)	(11)	(19)	(30)	(43)
Tangible fixed assets (net)	36	91	92	89	85
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	388	462	462	462	462
Invest. in associates & subsidiaries	730	1,009	1,211	1,332	1,465
Cash & equivalents	984	337	476	413	362
A/C receivable	704	1,743	1,157	1,254	1,292
Inventories	9,047	15,193	15,454	15,987	16,930
Other current assets	863	968	1,042	1,073	1,085
Current assets	11,599	18,242	18,130	18,727	19,668
Other assets	90	104	125	131	138
Total assets	12,843	19,908	20,021	20,741	21,818
Common equity	4,863	5,347	5,705	6,063	6,453
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	4,863	5,347	5,705	6,063	6,453
Long term debt	2,196	4,372	4,308	4,475	4,838
Other long-term liabilities	7	13	12	13	13
Long-term liabilities	2,204	4,385	4,320	4,487	4,851
A/C payable	1,558	2,141	1,736	1,881	1,937
Short term debt	3,814	7,028	7,152	7,093	7,236
Other current liabilities	404	1,006	1,107	1,218	1,340
Current liabilities	5,776	10,176	9,995	10,191	10,513
Total liabilities and shareholders' equity	12,843	19,908	20,021	20,741	21,818
Net working capital	8,653	14,757	14,811	15,215	16,029
Invested capital	9,897	16,423	16,701	17,229	18,179

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	5.70	6.27	6.69	7.11	7.57
Tangible book value per share	5.70	6.27	6.69	7.11	7.57

Financial strength

Net debt/equity (%)	103.3	206.9	192.5	184.0	181.5
Net debt/total assets (%)	39.1	55.6	54.9	53.8	53.7
Current ratio (x)	2.0	1.8	1.8	1.8	1.9
CF interest cover (x)	174.4	44.8	8.4	5.7	6.2

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	3.9	4.0	7.3	6.1	5.6
Recurring P/E @ target price (x) *	4.1	4.2	7.6	6.4	5.9
Reported P/E (x)	3.0	3.7	6.1	6.1	5.6
Dividend yield (%)	18.1	15.1	8.2	8.1	8.9
Price/book (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Price/tangible book (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x) **	5.9	7.6	14.4	13.9	14.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	6.0	7.7	14.6	14.1	14.4
EV/invested capital (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Britania; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																											
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																											
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																											
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																											
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																									
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																											
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td>Leader:</td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570			A	5.714-7.142			BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285			B	1.429-2.856			CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
AA	7.143-8.570																												
A	5.714-7.142																												
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
BB	2.857-4.285																												
B	1.429-2.856																												
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																										
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																												
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																												
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																												
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																											
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																											

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **CG Score**; 2) **AGM Level**; 3) **Thai CAC**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Thanyatorn Songwutti FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

Britania (BRI TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
16-Mar-2023	BUY	14.00	06-Nov-2023	BUY	10.40	06-Mar-2024	HOLD	7.20

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 16-Mar-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Britania	BRI TB	THB 5.15	HOLD	Downside risks to our P/E-based TP include 1) lower-than-expected presales and higher contraction in the low-rise market than expected, 2) lower or slower new launches than planned, 3) lower-than-expected JV projects, 4) an economic slowdown, lower purchasing power, and fierce competition, 5) higher rejection and cancellation rates, and 6) construction delay and labor shortages.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 31-May-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.