

Origin Property PCL

ORI TB Outperform

Target Price Bt 24.00

Close Price (25/04/2018) Bt 18.20

Upside % 31.87

Valuation SOTP

Sector Property Development

Market Cap Btm 29,652

30-day avg turnover Btm 97.87

No. of shares on issue m 1,629

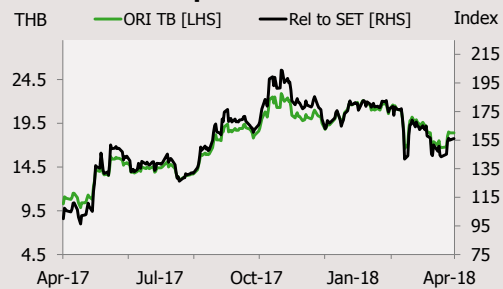
CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2017A	2018E	2019E	2020E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	8,765	14,025	16,977	17,903
Core profit (Btmn)	1,508	3,047	4,117	4,685
Net profit (Btmn)	2,021	3,047	4,117	4,685
Net EPS (Bt)	1.24	1.87	2.51	2.86
DPS (Bt)	0.60	0.75	1.01	1.14
BVPS (Bt)	3.15	4.50	6.29	8.15
Net EPS growth (%)	114.64	50.14	34.78	13.57
ROA (%)	13.61	12.82	15.63	15.50
ROE (%)	55.25	48.84	46.65	39.60
Net D/E (x)	1.29	0.87	0.69	0.66
Valuation				
P/E (x)	15.53	9.76	7.24	6.37
P/BV (x)	6.13	4.04	2.89	2.23
EV/EBITDA (x)	17.65	8.28	6.51	6.44
Dividend yield (%)	3.11	4.10	5.53	6.28

ORI TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(all figures in THB unless noted)

Analyst

Sorapong Jakteerungkul

Sorapong.j@kasikornsecurities.com

26 April 2018

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดการณ์ไตรมาส 1/61 สูงขึ้น YoY, ลดลง QoQ

เราคาดว่าไตรมาส "ซ้อ" ORI ด้วยราคาเป้าหมายเดิมปี 2561 ที่ 24.00 บาท แม้คาดการณ์ไตรมาส 1/2561 จะเพิ่มขึ้น 71.1% YoY แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำและจะคิดเป็นแค่ 9.7% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา แม้คาดการณ์ดังกล่าวถือเป็นจุดเริ่มต้นที่ช้าของปีนี้ แต่คาดว่าจะ backlog ในมือที่ประมาณ 2.93 หมื่นลบ. จะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรสุทธิในอีก 3 ไตรมาสที่เหลือของปี โดยเฉพาะในไตรมาส 3-4/2561 ที่หลายโครงการคอนโดใหม่ เช่น พาร์ค 24 เฟส 2 (มูลค่า 1.11 หมื่นลบ.) มีกำหนดก่อสร้างแล้วเสร็จ นอกจากนี้ upside ที่สูงถึง 31.9% ต่อราคาเป้าหมายของเรา อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) สำหรับผลการดำเนินงานปี 2561 ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 4.1% เช่นกัน

Investment highlights

► **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/2561 เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ** เราคาดว่า ORI จะรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/2561 ที่ 294 ลบ. เพิ่มขึ้น 71.1% YoY แต่ลดลง 72.1% QoQ ปัจจัยหนุนการเติบโตในเชิง YoY จะมาจากรายได้ที่ขยายตัวขึ้นมากถึง 125.4% YoY แม้โครงการพาร์ค 24 เฟส 1 ซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ไตรมาส 1/2561 ยังคงอยู่ในระดับต่ำที่ 32.3% เทียบกับระดับเฉลี่ยที่ประมาณ 45.0% ก็ตาม ขณะที่การอ่อนตัวลงในเชิง QoQ มาจากรายได้จากการขายที่คาดว่าจะลดลงอย่างมากแม้เราประเมินว่า GPM จะปรับเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำผิดปกติที่ 27.3% ก็ตาม ในขณะเดียวกัน ปัจจัยบวกจากกำไรที่เพิ่มขึ้นของโครงการ JV จะเป็นสิ่งที่มาช่วยชดเชยปัจจัยลบจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้นเพื่อรองรับเป้าหมายสร้างการเติบโตในระยะยาวของบริษัทฯ ได้

► **รายได้จากการขายผันผวนสูง** การโอนกรรมสิทธิ์ที่แข็งแกร่งต่อเนื่องตั้งแต่ไตรมาส 4/2560 โดยเฉพาะของโครงการพาร์ค 24 เฟส 1 (มูลค่า 5.9 พันลบ.) และในทรีบริดจ์ ดี โอเชียน ศรีราชา (มูลค่า 2.5 พันลบ.) เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนการโอนกรรมสิทธิ์โครงการใหญ่เลยในไตรมาส 1/2560 คาดจะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนให้รายได้ไตรมาส 1/2561 ขยายตัวขึ้นมากถึง 125.4% YoY อย่างไรก็ดี แม้มีโครงการคอนโดก่อสร้างแล้วเสร็จเพิ่มเติมในไตรมาส 1/2561 หนึ่งในโครงการ ได้แก่ ในทรีบริดจ์ ดิวานนท์ (มูลค่า 1.2 พันลบ.) แต่คาดว่าจะลดลงอย่างมากถึง 61.7% QoQ เนื่องจากอาจเปรียบเทียบไม่ได้กับในไตรมาส 4/2560 ที่ ORI รับรู้รายได้จากการขายมากถึง 3.1 พันลบ. จากโครงการพาร์ค 24 เฟส 1 ทั้งนี้ โดยปกติแล้ว ไตรมาส 4 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นของการโอนกรรมสิทธิ์ของกลุ่มอสังหาฯ

► **คาด GPM สูงขึ้นแต่ยังอยู่ในระดับต่ำ; คาดอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้จากการเติบโตในเชิง QoQ** แม้เราคาดว่า GPM ไตรมาส 1/2561 จะปรับเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำผิดปกติที่ 27.3% ในไตรมาส 4/2560 มาอยู่ที่ 32.3% ตามอัตราส่วนในรายได้จากการขายที่ลดลงของโครงการพาร์ค 24 เฟส 1 ที่มีมาร์จิ้นต่ำ (GPM ที่ 15%) แต่คาด GPM จะยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับระดับปกติที่ 40-45% โดย GPM ที่ลดลงอย่างมากจาก 46.7% ในไตรมาส 1/2560 จะเป็นปัจจัยหลักที่จุดให้กำไรสุทธิเติบโตน้อยกว่ารายได้ในเชิง YoY ซึ่งแม้คาดว่าจะอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายจะลดลงเล็กน้อยจาก 23.2% ในไตรมาส 1/2560 เป็น 21.9% ก็ตาม สำหรับในเชิง QoQ GPM ที่สูงขึ้นไม่สามารถชดเชยปัจจัยลบจากความประหยัดต่อขนาดที่น้อยลงของอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้จากที่เพียงแค่ว่า 12.7% ในไตรมาส 4/2560 ซึ่งเป็นผลจากรายได้ที่ลดลงมาก

► **กำไรจาก JV สูงแต่ถูกหักล้างโดยค่าใช้จ่าย SG&A** ด้วยปัจจัยหนุนจากยอดขายที่แข็งแกร่งของ 2 โครงการ JV ใหม่ที่เปิดตัวเมื่อไตรมาส 1/2561 คือ ในทรีบริดจ์ สเปซ พระราม 9 (มูลค่า 2.4 พันลบ., ขายได้แล้ว 75%) และ ในทรีบริดจ์ สเปซ รัชโยธิน (มูลค่า 2.8 พันลบ., ขายได้แล้ว 65%) และค่าธรรมเนียมในการบริการจากโครงการ JV อื่นๆ เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิจาก JV จะยังอยู่ในระดับสูงที่ประมาณ 170 ลบ. ในไตรมาส 1/2561 แม้ลดลงจาก 264 ลบ. ในไตรมาส 4/2560 จากยอดขายโครงการ JV ที่ลดลง แต่เพิ่มขึ้นจากที่ไม่รับรู้เลยในไตรมาส 1/2560 อย่างไรก็ดี เราคาดว่าค่าใช้จ่าย SG&A จะเพิ่มขึ้นมากเนื่องจาก ORI เพิ่มจำนวนบุคลากรและประสิทธิภาพด้านการตลาดเพื่อรองรับเป้าหมายการเติบโตในระยะยาวซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะหักล้างผลบวกที่ได้รับจาก JV ในไตรมาส 1/2561

Valuation

► เราคาดว่าแนะนำ "ซ้อ" หนุนจาก upside ที่สูงถึง 31.9% จากราคาปิดล่าสุดต่อราคาเป้าหมายของเราที่ 24.0 บาท, EPS ที่เติบโตแข็งแกร่งเป็น 50.1% ในปี 2561 และ 34.8% ในปี 2562 และ DY ที่ 4.1% สำหรับปี 2561 อีกทั้ง ปัจจัยหนุนราคาหุ้นระยะสั้นยังมาจาก DY ที่ 3.0% จาก DPS ครึ่งปีหลังของปี 2560 ที่ 0.55 บาท โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 8 พ.ค.2561



Fig. 1 1Q18E earnings to rise 71.1% YoY but fall 72.1% QoQ

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	%YoY	%QoQ	%YTD2018E	2018E
Financials									
Sales (Btmn)	863	1,161	1,665	5,075	1,945	125.4	-61.7	13.9	14,025
EBITDA (Btmn)	230	320	457	1,311	633	175.6	-51.7	13.6	4,656
Operating profit (Btmn)	219	307	440	1,266	600	174.7	-52.6	13.3	4,525
Core profit (Btmn)	172	239	342	755	294	71.1	-61.0	9.7	3,047
Net profit (Btmn)	172	239	556	1,054	294	71.1	-72.1	9.7	3,047
Net EPS (Bt)	0.16	0.15	0.36	0.65	0.18	15.9	-72.1	9.7	1.87
Performance Drivers									
Presales (Btmn)	1,435	2,784	6,331	4,210	5,050	251.9	20.0	25.6	19,750
New launch (Btmn)	2,350	4,600	7,400	800	6,150	161.7	668.8	20.4	30,150
Net D/E (x)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	28.8	1.2	148.8	0.9
Ratios						Change	Avg YTD	2018E	
Gross margin (%) *	46.7	46.1	46.8	27.3	32.3	-14.4	5.1	32.3	0.4
EBITDA margin (%) *	26.6	27.6	27.5	25.8	32.6	5.9	6.7	32.6	0.3
Optg. margin (%) *	25.3	26.4	26.4	24.9	30.9	5.5	5.9	30.9	0.3
ROE (%) *	29.0	37.2	72.5	82.3	23.0	-6.1	-59.3	23.0	0.5

Remark: * = Change in ppt

Source: Company data and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue	3,153	8,765	14,025	16,977	17,903
Cost of sales and services	-1,724	-5,662	-8,689	-10,118	-10,790
Gross Profit	1,429	3,102	5,336	6,859	7,113
SG&A	-666	-1,452	-2,025	-2,232	-2,492
Other income	46	582	1,214	1,174	1,430
EBIT	808	2,654	4,005	5,341	5,961
EBITDA	850	2,318	4,656	6,006	6,344
Interest expense	-7	-51	-66	-82	-86
Equity earnings	0	-218	-528	-460	-90
EBT	802	2,603	3,938	5,258	5,875
Income tax	-162	-583	-891	-1,141	-1,190
NPAT	640	2,020	3,047	4,117	4,685
Minority Interest	-2	0	0	0	0
Core Profit	638	1,508	3,047	4,117	4,685
Extraordinary items	0	513	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	638	2,021	3,047	4,117	4,685

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	521	820	701	849	895
ST investments	100	9	0	0	0
Accounts receivable	11	294	281	340	358
Inventories	4,517	18,209	17,638	17,667	19,561
Other current assets	1,119	1,127	1,753	2,122	2,238
Total current assets	6,269	20,460	20,373	20,977	23,052
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	373	898	1,514	1,997	2,503
Other assets	117	1,568	2,728	5,098	6,835
Total assets	6,758	22,925	24,615	28,072	32,389
Short-term debt	753	5,243	5,243	5,243	5,243
Accounts payable	529	3,544	3,506	2,547	1,790
Other current liabilities	905	3,119	3,296	3,990	4,207
Total current liabilities	2,188	11,906	12,046	11,779	11,241
Long-term debt	1,823	3,827	3,011	3,604	5,332
Other liabilities	4	780	912	1,104	1,164
Total liabilities	4,015	16,513	15,968	16,487	17,736
Paid-up capital	551	813	817	819	820
Share premium	1,254	2,234	2,298	2,337	2,365
Reserves & others, net	51	110	103	103	103
Retained earnings	338	1,966	4,138	7,037	10,074
Minority interests	550	1,290	1,290	1,290	1,290
Total shareholders' equity	2,743	6,412	8,647	11,585	14,653
Total equity & liabilities	6,758	22,925	24,615	28,072	32,389

Key Assumptions

New launch (Btmn)	11,340	15,150	30,150	33,000	36,000
Pre-sales	10,844	14,760	19,750	23,980	28,207
Revenue growth (%)	56.86	177.98	60.02	21.05	5.45
Gross margin (%)	45.32	35.40	38.04	40.40	39.73
SG&A to sales (%)	21.14	16.57	14.44	13.15	13.92

Cashflow (Btmn)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Net profit	640	2,020	3,047	4,117	4,685
Depreciation & amortization	41	87	132	205	294
Change in working capital	-2,260	-8,614	126	-605	-2,517
Others	0	-423	520	460	90
CF from operation activities	-1,579	-6,930	3,825	4,178	2,551
Capital expenditure	-337	-499	-729	-658	-790
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	-100	-837	-1,066	-2,326	-1,735
CF from investing activities	-437	-1,336	-1,794	-2,984	-2,526
Cash dividend	-443	-264	-978	-1,219	-1,647
Net proceeds from debt	1,885	6,494	-816	593	1,728
Capital raising	256	1,242	68	40	30
Others	542	752	-7	0	0
CF from financing activities	2,241	8,223	-1,732	-586	111
Net change in cash	225	-42	298	608	136

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	0.58	1.24	1.87	2.51	2.86
Core EPS	0.58	0.93	1.87	2.51	2.86
DPS	0.52	0.60	0.75	1.01	1.14
BV	1.99	3.15	4.50	6.29	8.15
EV	10.28	24.06	23.61	23.87	24.89
Free Cash Flow	-1.74	-4.57	1.90	2.15	1.07

Valuation analysis

Reported P/E (x)	13.82	14.65	9.76	7.24	6.37
Core P/E (x)	13.82	19.63	9.76	7.24	6.37
P/BV (x)	4.02	5.78	4.04	2.89	2.23
EV/EBITDA (x)	13.32	16.88	8.28	6.51	6.44
Price/Cash flow (x)	-5.58	-4.27	7.77	7.13	11.70
Dividend yield (%)	6.46	3.30	4.10	5.53	6.28

Profitability ratios

Gross margin (%)	45.32	35.40	38.04	40.40	39.73
EBITDA margin (%)	26.95	26.45	33.20	35.38	35.44
EBIT margin (%)	25.64	30.28	28.55	31.46	33.30
Net profit margin (%)	20.28	23.05	21.73	24.25	26.17
ROA (%)	12.66	13.61	12.82	15.63	15.50
ROE (%)	32.35	55.25	48.84	46.65	39.60

Liquidity ratios

Current ratio (x)	2.87	1.72	1.69	1.78	2.05
Quick ratio (x)	0.29	0.09	0.08	0.10	0.11

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	1.46	2.58	1.85	1.42	1.21
Net debt/EBITDA (x)	2.30	3.55	1.62	1.33	1.53
Net debt/equity (x)	0.71	1.29	0.87	0.69	0.66
Int. coverage ratio (x)	119.12	52.06	60.61	64.82	69.31

Growth

Revenue (%)	56.86	177.98	60.02	21.05	5.45
EBITDA (%)	60.33	172.81	100.85	28.99	5.63
Reported net profit (%)	65.03	216.97	50.80	35.11	13.78
Reported EPS (%)	-10.09	114.64	50.14	34.78	13.57
Core profit (%)	65.03	136.53	102.08	35.11	13.78
Core EPS (%)	-10.09	60.17	101.20	34.78	13.57

Source: Company, KS estimate



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: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, BA, BANPU, BBL, BBP, BCH, BCP, BDMS, BEAUTY, BEM, BH, BJC, BLA, BLAND, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EPG, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, LPN, MAJOR, MEGA, MINT, MTL, ORI, PLANB, PSH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, ROBINS, SAWAD, SCB, SCC, SIRI, SPALI, SPRC, STEC, STPI, TASCO, TCAP, THAI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TU, TVO, UNIQ, VGI, WHA and WORK