

Origin Property PCL

ORI TB Outperform

Target Price Bt 10.80

Price (11/08/2021) Bt 9.25

Upside % 16.76

Valuation SOTP

Sector Property Development

Market Cap Btm 22,689

30-day avg turnover Btm 98.91

No. of shares on issue m 2,453

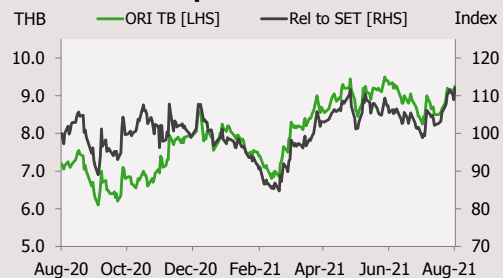
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	9,870	12,786	14,091	15,310
Core profit (Btmn)	2,517	2,791	3,430	3,678
Net profit (Btmn)	2,662	3,086	3,610	3,850
Net EPS (Bt)	1.09	1.26	1.47	1.57
DPS (Bt)	0.49	0.54	0.60	0.64
BVPS (Bt)	4.64	5.19	6.02	6.91
Net EPS growth (%)	-12.07	15.92	17.01	6.63
ROA (%)	8.41	9.10	9.52	9.44
ROE (%)	25.32	25.60	26.25	24.27
Net D/E (x)	1.31	1.24	1.11	0.96
Valuation				
P/E (x)	6.96	7.35	6.28	5.89
P/BV (x)	1.63	1.78	1.54	1.34
EV/EBITDA (x)	11.75	10.95	11.91	11.84
Dividend yield (%)	6.49	5.84	6.47	6.91

ORI 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

13 August 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรไตรมาส 2/2564 แข็งแกร่งตามคาด

- ORI รายงานกำไรไตรมาส 2/64 ที่ 852 ลบ. โตขึ้น 20.5% YoY และ 3.3% QoQ สอดคล้องกับคาดการณ์ ขณะที่กำไรครึ่งปีแรกโตขึ้น 28.8% YoY
- แม้ผลการดำเนินงานของธุรกิจที่อยู่อาศัยของ ORI จะลดลงเล็กน้อยทั้ง YoY และ QoQ แต่โครงการ JV สามารถทำให้กำไรเติบโตอยู่ในแดนบวกได้ทั้ง YoY และ QoQ
- คงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายกลางปี 2565 ที่ 10.80 บาท ภาพรวมการเติบโตที่เป็นบวกจาก backlog ขนาดใหญ่และธุรกิจใหม่หนุนคำแนะนำของเรา

Investment Highlights

- การเติบโตของกำไรไตรมาส 2/2564 ได้แรงหนุนจาก JV ORI รายงานกำไรไตรมาส 2/2564 ที่ 852 ลบ. โตขึ้น 20.5% YoY และ 3.3% QoQ สอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 840 ลบ. แม้ว่ารายได้การขายและอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ในธุรกิจที่อยู่อาศัยในไตรมาส 2/2564 จะลดลงจากไตรมาส 2/2563 และ 1/2564 จากแผนการรับรู้รายได้จาก backlog ที่น้อยลง ซึ่งทำให้กำไรขั้นต้นในไตรมาส 2/2564 ลดลง 4.5% YoY และ 15.9% QoQ มาอยู่ที่ 1.04 พันลบ. และทำให้กำไรจากการดำเนินงานก่อนรวมรายได้อื่นๆ ปรับลดลง 25.2% YoY และ 24.4% มาอยู่ที่ 503 ลบ. แต่กำไรก่อนใหญ่จากการขายเงินลงทุนในบริษัทย่อย (ให้กับ JV ที่ก่อตั้งใหม่) จำนวน 243 ลบ. จากที่เป็นศูนย์ในไตรมาส 2/2563 และเพิ่มขึ้น 94.3% QoQ หลังจาก ORI ได้จัดตั้งโครงการร่วมทุน (JV) ใหม่ 2 แห่งอย่างโชโห แบงค็อก รัชดา และวัน ออริจิน พญาไท และรายได้บริหารจัดการโครงการที่พุ่งสูงขึ้นเป็น 319 ลบ. หรือเพิ่มขึ้น 149.6% YoY และ 73.4% QoQ (จากโชโห แบงค็อก รัชดา 80 ลบ.) ได้ช่วยให้การเติบโตของกำไรพลิกเป็นบวกได้ทั้ง YoY และ QoQ ขณะที่รายได้อื่นๆ ที่ปรับสูงขึ้น 101.7% YoY และ 34.7% QoQ เป็น 153 ลบ. ซึ่งหลักๆ มาจากรายได้จากการยกเลิกการจองและสัญญา ก็นับเป็นอีกแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของกำไรไตรมาส 2/2564
- GPM และส่วนแบ่งกำไรที่ชะลอตัวลงมีที่มาจาก ORI รับรายได้การขายไตรมาส 2/2564 ที่ 3.08 พันลบ. ลดลง 0.1% YoY และ 10.5% QoQ สอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา แต่ GPM ในไตรมาส 2/2564 ที่ลดลงมาอยู่ที่ 33.8% จาก 35.4% ในไตรมาส 2/2563 และ 36.0% ในไตรมาส 1/2564 ถือว่าต่ำกว่าคาดการณ์ของเราที่ 35.5% โดยโครงการคอนโด พาร์ค 24 ที่ส่วนใหญ่มี GPM ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (30% เทียบค่าเฉลี่ยที่ 36%) และมีสัดส่วนในรายได้เพิ่มขึ้นเป็น 570 ลบ. ต่อรายได้รวมที่ 3.08 พันลบ. ด้วยโครงการแนวราบที่มีอัตรากำไรต่ำ (32% เทียบค่าเฉลี่ยที่ 36%) ด้วยสัดส่วนรายได้ที่เพิ่มเป็น 924 ลบ. ต่อรายได้รวมที่ 3.08 พันลบ. ต่างเป็นปัจจัยที่จุดอัตรากำไรโดยรวมลง โดยแม้ว่า ORI จะยังสามารถโอนคอนโด JV ได้เป็นจำนวนมาก ซึ่งรวมถึงในหีบบริดจ์ สุขุมวิท-เทพารักษ์ อ่อนนุช งามคำแหง และรัชโยธิน รวมแล้วอยู่ที่ 876 ลบ. ในไตรมาส 2/2564 ซึ่งถือว่าไม่เปลี่ยนแปลงมากนักจาก 743 ลบ. ในไตรมาส 2/2563 และ 982 ลบ. ในไตรมาส 1/2564 แต่ส่วนแบ่งกำไรในไตรมาส 2/2564 กลับปรับลดลงอย่างมากเหลือ 3.7 ลบ. จาก 61.4 ลบ. ในไตรมาส 2/2563 และ 48.4 ลบ. ในไตรมาส 1/2564 ซึ่งเป็นผลมาจากผลขาดทุนใน JV อื่นๆ จำนวนมากที่อยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการ ที่จะกลายเป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรได้ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า
- งบดุลแข็งแกร่งขึ้นเรื่อยๆ ORI สามารถปรับลดหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (IBD) ลงมาอยู่ที่ 1.53 หมื่นลบ. ในไตรมาส 2/2564 จากจุดสูงสุดที่ 1.74 หมื่นลบ. ในไตรมาส 2/2563 ทำให้อัตราส่วน IBD สุทธิต่อเงินทุน (net IBDE) ในไตรมาส 2/2564 ลดลงเหลือ 1.13 เท่าจาก 1.43 เท่าในไตรมาส 1/2563 เรามองว่าพัฒนาการเชิงบวกนี้มาจากการบริหารจัดการกระแสเงินสดที่ดี ซึ่งรวมถึงการชะลอการเข้าซื้อที่ดินและเลื่อนการพัฒนาโรงแรมบางแห่งออกไป และจากการขยายกิจการผ่านรูปแบบ JV ที่ช่วยให้ ORI ได้รับกำไรทันทีจากส่วนเกินมูลค่าหุ้น (share premium) ในช่วงเริ่มต้นโครงการ บวกกับการบริหารจัดการโครงการตลอดช่วงการพัฒนาโครงการ นอกจากนี้ หนี้ในโครงการ JV จะไม่รวมในงบดุลของ ORI อีกด้วย ส่วนในอนาคตการแยกสินทรัพย์ (spinoff) ก็เป็นอีกหนทางในการบริหารจัดการงบดุลของบริษัทฯ ที่จะช่วยการบริหารงบดุลได้

Valuation and Recommendation

- เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายกลางปี 2565 ที่ 10.80 บาท นอกจากราคาปิดล่าสุดจะมี upside 16.7% ต่อราคาเป้าหมายของเราแล้ว นักลงทุนสามารถคาดหวังถึงอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) ต่อการถือครองหุ้น 1 ปีที่ 5.8% โดยหลังจากประกาศผลประกอบการ ORI ก็ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ที่ 0.12 บาท โดยจะขึ้นเครื่องหมายหมดสิทธิรับเงินปันผล (XD) วันที่ 24 ส.ค. นอกจากผลตอบแทนที่ดีแล้ว ภาพรวมการเติบโตของกำไรที่ดีของ ORI ก็จะช่วยสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนระยะยาวได้มากขึ้น ทั้งนี้ ด้วย backlog ในมือขนาดใหญ่ที่ 3.46 หมื่นลบ. ณ สิ้นไตรมาส 2/2564 ขณะที่ธุรกิจใหม่จำนวนมากที่กำลังพัฒนาอยู่ เช่น การแพทย์ AMC ธุรกิจภาคอุตสาหกรรม โรงแรม อาคารสำนักงาน และประกัน ต่างก็เป็นปัจจัยที่สนับสนุนคำแนะนำซื้อของเราทั้งสิ้น



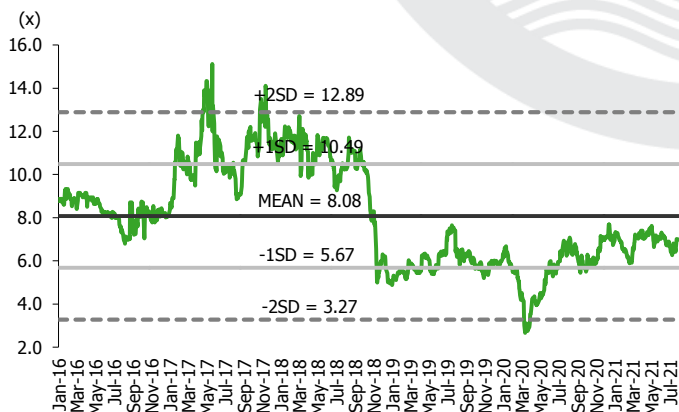
Fig 1 2Q21 earnings increase 20.5% YoY and 3.3% QoQ

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	%YoY	%QoQ	%YTD2021E	2021E
Financials									
Sales (Btmn)	3,088	2,207	2,622	3,446	3,085	-0.1	-10.5	51.1	12,786
EBITDA (Btmn)	912	683	751	1,009	1,019	11.7	1.0	55.6	3,648
Operating profit (Btmn)	877	645	705	964	976	11.3	1.3	55.9	3,472
Core profit (Btmn)	707	717	643	725	657	-7.1	-9.3	49.5	2,791
Net profit (Btmn)	707	717	643	825	852	20.5	3.3	54.4	3,086
Net EPS (Bt)	0.29	0.29	0.26	0.34	0.35	20.5	3.3	54.4	1.26
Performance Drivers									
Presales (Btmn)	6,578	7,456	6,888	7,677	8,023	22.0	4.5	54.9	28,594
New launch (Btmn)	0	4,000	5,900	3,850	4,050	n.m.	5.2	39.5	20,000
Net D/E (x)	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	-11.7	-5.2	91.0	1.2
Ratios									
						Change **	Avg YTD	2021E	
Gross margin (%)	35.4	35.4	34.8	36.0	33.8	-1.6	-2.2	34.9	35.9
EBITDA margin (%)	29.5	30.9	28.7	29.3	33.0	3.5	3.7	31.1	28.5
Optg. margin (%)	28.4	29.2	26.9	28.0	31.6	3.2	3.7	29.8	27.2
ROE (%)	25.8	26.1	22.6	27.1	28.2	2.4	1.1	27.6	25.6

Remark: ** = Change in ppt

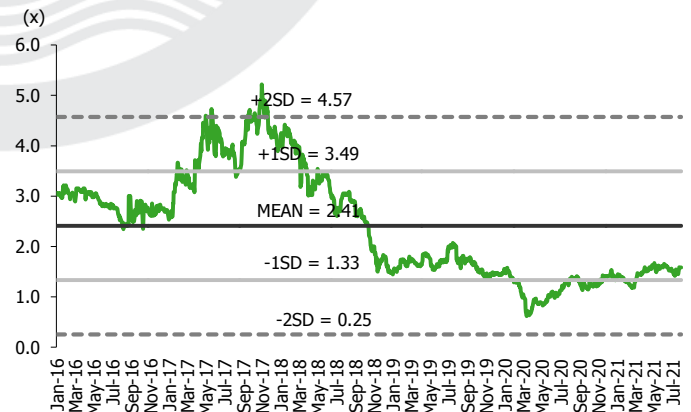
Source: Company data and KS Research

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	12,279	9,870	12,786	14,091	15,310
Cost of sales and services	-6,934	-6,308	-8,198	-8,989	-10,071
Gross Profit	5,344	3,563	4,588	5,102	5,238
SG&A	-2,687	-1,822	-2,313	-2,609	-2,778
Other income	1,284	1,063	1,197	715	745
EBIT	4,262	3,588	4,203	4,576	4,829
EBITDA	4,060	2,968	3,648	3,392	3,399
Interest expense	-273	-263	-304	-351	-372
Equity earnings	-239	604	362	1,143	1,410
EBT	3,989	3,325	3,899	4,225	4,457
Income tax	-848	-560	-713	-614	-607
NPAT	3,141	2,764	3,186	3,610	3,850
Minority Interest	-114	-102	-100	0	0
Core Profit	2,580	2,517	2,791	3,430	3,678
Extraordinary items	447	145	295	180	172
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	3,027	2,662	3,086	3,610	3,850

Balance Sheet (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash & equivalents	1,330	808	1,023	1,127	1,225
ST investments	308	76	384	423	459
Accounts receivable	531	314	448	493	536
Inventories	22,582	23,430	24,892	27,012	29,160
Other current assets	1,731	1,876	1,854	2,043	2,220
Total current assets	26,481	26,503	28,600	31,098	33,600
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	2,149	2,755	2,807	2,888	2,988
Other assets	3,450	4,435	4,949	5,501	5,525
Total assets	32,079	33,694	36,355	39,487	42,113
Short-term debt	6,447	9,171	6,867	6,867	6,867
Accounts payable	2,574	2,874	2,238	2,466	2,679
Other current liabilities	1,800	1,523	1,982	2,184	2,373
Total current liabilities	10,822	13,568	11,087	11,517	11,919
Long-term debt	9,606	7,428	11,174	11,769	11,739
Other liabilities	717	690	722	796	865
Total liabilities	21,146	21,686	22,983	24,082	24,524
Paid-up capital	1,226	1,226	1,226	1,226	1,226
Share premium	2,337	2,337	2,337	2,337	2,337
Reserves & others, net	159	180	180	180	180
Retained earnings	5,935	7,631	8,995	11,028	13,212
Minority interests	1,277	635	635	635	635
Total shareholders' equity	10,934	12,008	13,372	15,405	17,589
Total equity & liabilities	32,079	33,694	36,355	39,487	42,113

Key Assumptions	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
New launch (Btmn)	24,200	13,300	20,000	24,000	24,000
Pre-sales	28,942	25,774	28,924	28,539	28,956
Revenue growth (%)	-15.45	-19.61	29.54	10.20	8.65
Gross margin (%)	43.53	36.09	35.89	36.21	34.22
SG&A to sales (%)	21.89	18.46	18.09	18.51	18.15

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	3,141	2,764	3,186	3,610	3,850
Depreciation & amortization	119	165	176	184	195
Change in working capital	-3,949	-711	-1,796	-1,879	-1,923
Others	0	-102	-100	0	0
CF from operation activities	-690	2,116	1,466	1,915	2,121
Capital expenditure	-1,100	-772	-224	-262	-292
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	-1,214	-842	-729	-566	-37
CF from investing activities	-2,314	-1,614	-953	-828	-329
Cash dividend	-1,237	-957	-1,574	-1,429	-1,517
Net proceeds from debt	3,523	564	1,424	595	-29
Capital raising	39	0	0	0	0
Others	-108	-622	0	0	0
CF from financing activities	2,515	-737	-725	-983	-1,695
Net change in cash	-489	-235	-212	104	98

Key Statistics & Ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.23	1.09	1.26	1.47	1.57
Core EPS	1.05	1.03	1.14	1.40	1.50
DPS	0.50	0.49	0.54	0.60	0.64
BV	3.94	4.64	5.19	6.02	6.91
EV	13.40	14.22	16.29	16.47	16.41
Free Cash Flow	-0.73	0.55	0.51	0.67	0.75
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	5.67	6.96	7.35	6.28	5.89
Core P/E (x)	6.66	7.36	8.13	6.61	6.17
P/BV (x)	1.78	1.63	1.78	1.54	1.34
EV/EBITDA (x)	8.09	11.75	10.95	11.91	11.84
Price/Cash flow (x)	-24.89	8.75	15.48	11.85	10.70
Dividend yield (%)	7.07	6.49	5.84	6.47	6.91
Profitability ratios					
Gross margin (%)	43.53	36.09	35.89	36.21	34.22
EBITDA margin (%)	33.07	30.07	28.53	24.07	22.20
EBIT margin (%)	34.71	36.35	32.87	32.47	31.54
Net profit margin (%)	25.58	28.01	24.92	25.62	25.15
ROA (%)	10.60	8.41	9.10	9.52	9.44
ROE (%)	35.42	25.32	25.60	26.25	24.27
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	2.45	1.95	2.58	2.70	2.82
Quick ratio (x)	0.20	0.09	0.17	0.18	0.19
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.93	1.81	1.72	1.56	1.39
Net debt/EBITDA (x)	3.55	5.29	4.56	5.04	4.98
Net debt/equity (x)	1.32	1.31	1.24	1.11	0.96
Int. coverage ratio (x)	15.62	13.62	13.82	13.04	12.98
Growth					
Revenue (%)	-15.45	-19.61	29.54	10.20	8.65
EBITDA (%)	-12.92	-26.89	22.91	-7.02	0.21
Reported net profit (%)	-9.31	-12.07	15.92	17.01	6.63
Reported EPS (%)	-9.45	-12.07	15.92	17.01	6.63
Core profit (%)	-9.05	-2.42	10.86	22.93	7.21
Core EPS (%)	-9.19	-2.42	10.86	22.93	7.21

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 <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: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.