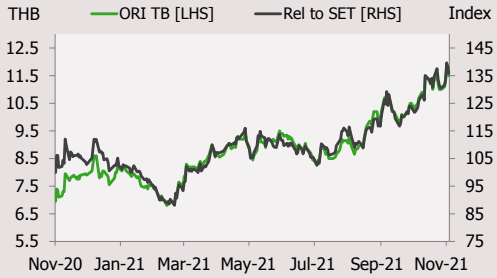
Origin Property PCL

ORI TB		Outperform
Target Price	**Bt**	13.40
Price (12/11/2021)	**Bt**	**11.50**
Upside	**%**	**16.52**
Valuation		**SOTP**
Sector		**Property Development**
Market Cap	**Btm**	**28,208**
30-day avg turnover	**Btm**	**121.83**
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	13,930	14,066	15,377
Core profit (Btmn)	2,517	2,855	3,400	3,681
Net profit (Btmn)	2,662	3,274	3,640	3,921
Net EPS (Bt)	1.09	1.33	1.48	1.60
DPS (Bt)	0.49	0.57	0.60	0.65
BVPS (Bt)	4.64	5.25	6.07	6.99
Net EPS growth (%)	-12.07	23.01	11.15	7.73
ROA (%)	8.41	10.06	10.43	10.71
ROE (%)	25.32	26.99	26.19	24.48
Net D/E (x)	1.31	1.14	1.02	0.87
Valuation				
P/E (x)	6.96	8.61	7.75	7.19
P/BV (x)	1.63	2.19	1.89	1.65
EV/EBITDA (x)	11.75	11.10	12.35	11.32
Dividend yield (%)	6.49	4.98	5.25	5.66

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

15 November 2021
Kasikorn Securities Public Company Limited

ผลประกอบการออกมาดีตามคาด

- **ORI รายงานกำไรไตรมาส 3/2564 ที่ 709 ลบ. ลดลง 1% YoY และ 17% QoQ เป็นไปตามที่คาดไว้ กำไรช่วง 9 เดือนแรกของปีนี้ เติบโต 18% YoY**
- **ผลประกอบการดังกล่าวถือว่าดี แม้ได้รับผลกระทบอย่างมากจากการปิดแคมป์คนงาน 30 วัน โดยกำไรจะฟื้นตัวในไตรมาส 4/2564 โดยจะโตทั้ง YoY และ QoQ**
- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ORI และราคาเป้าหมายปี 2565 ไว้ที่ 13.4 บาท กลยุทธ์การพัฒนาที่แข็งแกร่งและการลงทุนใหม่จะทำให้ ORI โดดเด่นกว่าคู่แข่ง**

Investment Highlights

- **กำไรไตรมาส 3/2564 แข็งแกร่งตามคาด** ORI รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/2564 ที่ 709 ลบ. ลดลง 1% YoY และ 17% QoQ สอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 706 ลบ. และที่ตลาดประมาณการไว้ที่ 733 ลบ. ORI สามารถสร้างการเติบโตของรายได้ แม้จะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ตลาดที่อ่อนแอจากการหยุดการก่อสร้าง 30 วัน และการเดินทางของผู้คนที่ต่ำจากมาตรการล็อคดาวน์ของรัฐบาล โดยยอดขายที่แข็งแกร่งของที่อยู่อาศัยที่สร้างเสร็จแล้วทั้งคอนโดมิเนียมและบ้านแนวราบคิดเป็น 71% ของยอดขายในไตรมาส 3/2564 ที่ 7.1 พันลบ. เป็นปัจจัยหลักที่หนุนผลประกอบการที่ดีนี้ ซึ่งต่างจากผลประกอบการทั่วไปของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่กำไรในไตรมาส 3/2564 ลดลงกว่า 20 % ทั้ง YoY และ QoQ นอกจากนี้ การควบคุมต้นทุนภายในที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งลดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้ในไตรมาส 3/2564 ทั้ง YoY และ QoQ สนับสนุนผลกำไรล่าสุด ส่งผลให้กำไรช่วง 9 เดือนแรกของปี เพิ่มขึ้น 18% YoY เป็น 2.38 พันลบ.
- **รายได้และกำไรจากการจำหน่ายเงินลงทุนทำให้กำไรคงที่ YoY ขณะที่รายได้และ SG&A ลดผลกระทบต่อกำไรเชิง QoQ** รายได้จากยอดขายไตรมาส 3/2564 โตขึ้น 66.1% YoYจากความสำเร็จของการขายสินค้าคงเหลือดังที่กล่าวถึงข้างต้นโดยเฉพาะโครงการ พาร์ค 24 เฟส 2 ซึ่งสร้างรายได้กว่า 600 ลบ. และโครงการ พาร์ค พญาไท (4.6 พันลบ. ขายแล้ว 61%) ที่เริ่มต้นการโอนกรรมสิทธิ์ในไตรมาสนี้ และสร้างรายได้ที่แข็งแกร่งถึง 600 ลบ. เช่นกัน ส่งผลให้รายได้จากการขายในไตรมาส 3/2564 เพิ่มขึ้น 66.1% YoY นอกจากนี้ ORI ยังบันทึกกำไรจากการขายเงินลงทุนในบริษัทย่อยให้ JV จำนวน 106 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 เทียบกับไม่มีรายการใดๆ ในไตรมาส 3/2563 และ SG&A ต่อรายได้ลดลงเหลือ 15.7% จาก 21.2% ในไตรมาส 3/2563 ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยให้บริษัทฯ คงปริมาณกำไรในไตรมาส 3/2564 ให้อยู่ในระดับเดียวกับไตรมาส 3/2563 ถึงแม้ปัญหาด้านบัญชีที่โครงการ พาร์ค พญาไท จะฉุดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ในไตรมาส 3/2564 ให้ลดลง 3.3ppt YoY และการไม่มีคอนโดฯ ร่วมทุนที่เพิ่งสร้างเสร็จใหม่ในไตรมาส 3/2564 ทำให้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในไตรมาส 3/2564 ติดลบ 22 ลบ. เทียบกับบวก 250 ลบ. ในไตรมาส 3/2563 ในเชิง QoQ การขยายตัว 18.8% ของรายได้และ SG&A ที่ลดลง 1.7ppt ลดผลกระทบจากลดลงของกำไรจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัทย่อยจำนวน 138 ลบ. จาก 243 ลบ. ในไตรมาส 2/2564 และ GPM ที่ลดลง 1.7ppt
- **คาดถึงการฟื้นตัวในไตรมาส 4/2564** นอกจากการฟื้นตัวของบรรยากาศธุรกิจหลังสถานการณ์โควิด-19 เริ่มคลี่คลายในไตรมาส 4/2564 ORI มีแผนที่จะเปิดตัวโครงการคอนโดฯ ใหม่ 3 แห่งมูลค่ารวม 1.7 พันลบ. โดยโครงการ 2 แห่งเป็นโครงการที่อยู่อาศัยเชิงสุขภาพและโครงการแนวราบอีก 6 แห่ง มูลค่ารวม 4.6 พันลบ. ในทำเลที่มีความต้องการสูง เช่น พระราม 9 ราชพฤกษ์ และบางนา ในมุมมองของเรา ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยให้ผลการดำเนินงานของ ORI ในไตรมาส 4/2564 ดีขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้ ORI จะเปิดตัวโครงการคอนโดฯ ใหม่อีก 2-3 แห่งที่มีกำหนดเปิดตัวในปี 2565 สำหรับลูกค้าวีไอพีในไตรมาส 4/2564 รวมถึงโครงการ คอนโด โซ ออริจิ้น เกษตร อินเตอร์เชนจ์ (1.5 พันลบ.) และโครงการ คอนโด ออริจิ้น ปลั๊ก & เพลย์ นนทบุรี สเตชั่น เรามองว่าการเปิดตัวโครงการใหม่จะช่วยให้ ORI สามารถเอาชนะเป้าหมายยอดขายในปี 2564 ที่ 2.9 หมื่นลบ. ได้อย่างง่ายดาย

Valuation and Recommendation

- เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ORI และราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 13.4 บาท เราชอบ ORI ในเรื่องกลยุทธ์การพัฒนาที่ได้พิสูจน์แล้วว่าสามารถกระตุ้นทั้งยอดขายและรายได้อย่างต่อเนื่อง จากการเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด นอกจากนี้แผนที่จะให้บริการลูกค้าในทุกมิติ ซึ่งแสดงได้จากการขยายธุรกิจใหม่ๆ จำนวนมาก จะสร้างกำไรและมูลค่าที่เพิ่มให้บริษัทฯในระยะยาว

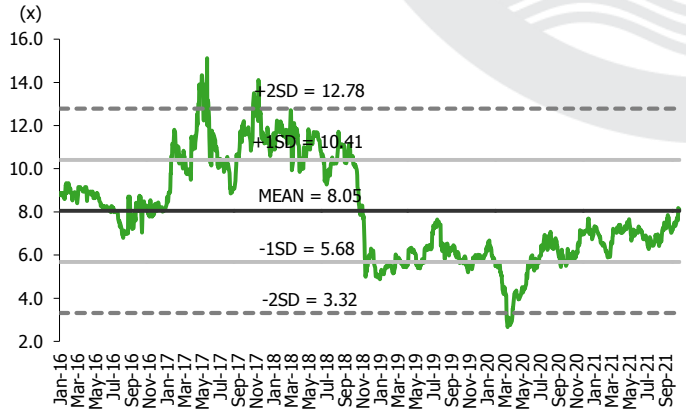
Fig. 1 3Q21 earnings fell 1.1% YoY and 16.8% QoQ

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	%YoY	%QoQ	%YTD2021E	2021E
Financials									
Sales (Btmn)	2,207	2,622	3,446	3,085	3,666	66.1	18.8	73.2	13,930
EBITDA (Btmn)	683	751	1,009	1,019	994	45.6	-2.4	75.7	3,992
Operating profit (Btmn)	645	705	964	976	951	47.5	-2.6	75.7	3,816
Core profit (Btmn)	717	643	725	657	624	-12.9	-5.0	70.3	2,855
Net profit (Btmn)	717	643	825	852	709	-1.1	-16.8	72.9	3,274
Net EPS (Bt)	0.29	0.26	0.34	0.35	0.29	-1.1	-16.8	72.9	1.33
Performance Drivers									
Presales (Btmn)	7,456	6,888	7,677	8,101	7,110	-4.6	-12.2	80.0	28,594
New launch (Btmn)	4,000	5,900	3,850	4,050	3,180	-20.5	-21.5	62.5	17,725
Net D/E (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	-16.7	0.5	99.4	1.1
Ratios						Change **		Avg YTD	2021E
Gross margin (%)	35.4	34.8	36.0	33.8	32.1	-3.3	-1.7	34.0	33.8
EBITDA margin (%)	30.9	28.7	29.3	33.0	27.1	-3.8	-5.9	29.8	28.7
Optg. margin (%)	29.2	26.9	28.0	31.6	25.9	-3.3	-5.7	28.5	27.4
ROE (%)	26.1	22.6	27.1	28.2	22.7	-3.5	-5.5	26.0	27.0

Remark: ** = Change in ppt

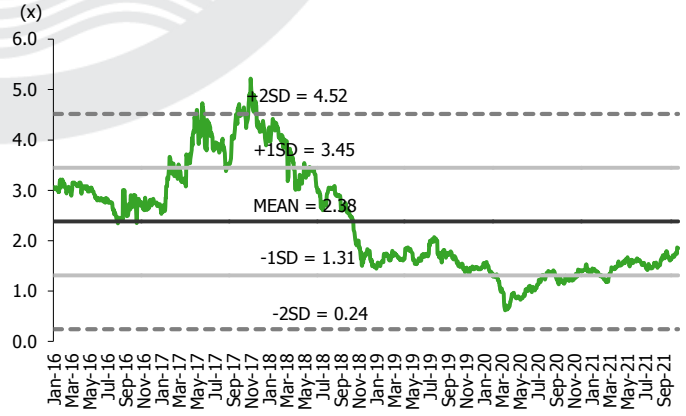
Source: Company data and KS Research

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	13,930	14,066	15,377
Cost of sales and services	-6,934	-6,308	-9,227	-9,359	-10,253
Gross Profit	5,344	3,563	4,703	4,707	5,124
SG&A	-2,687	-1,822	-2,285	-2,405	-2,577
Other income	1,284	1,063	1,399	1,128	1,168
EBIT	4,262	3,588	4,617	4,878	5,315
EBITDA	4,060	2,968	3,992	3,616	3,909
Interest expense	-273	-263	-297	-328	-344
Equity earnings	-239	604	276	1,147	1,300
EBT	3,989	3,325	4,320	4,550	4,971
Income tax	-848	-560	-818	-678	-732
NPAT	3,141	2,764	3,502	3,872	4,239
Minority Interest	-114	-102	-227	-232	-318
Core Profit	2,580	2,517	2,855	3,400	3,681
Extraordinary items	447	145	420	240	240
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	3,027	2,662	3,274	3,640	3,921
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	1,330	808	1,114	1,125	1,230
ST investments	308	76	418	422	461
Accounts receivable	531	314	488	492	538
Inventories	22,582	23,430	23,862	25,612	27,579
Other current assets	1,731	1,876	2,020	2,040	2,230
Total current assets	26,481	26,503	27,902	29,691	32,038
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	2,149	2,755	2,809	2,888	2,989
Other assets	3,450	4,435	5,200	5,748	5,774
Total assets	32,079	33,694	35,911	38,326	40,800
Short-term debt	6,447	9,171	6,867	6,867	6,867
Accounts payable	2,574	2,874	2,438	2,462	2,691
Other current assets	1,800	1,523	2,159	2,180	2,383
Total current liabilities	10,822	13,568	11,464	11,509	11,942
Long-term debt	9,606	7,428	10,137	10,487	10,219
Other liabilities	717	690	787	795	869
Total liabilities	21,146	21,686	22,388	22,791	23,029
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	9,145	11,159	13,394
Minority interests	1,277	635	635	635	635
Total shareholders' equity	10,934	12,008	13,523	15,536	17,771
Total equity & liabilities	32,079	33,694	35,911	38,326	40,800
Key Assumptions					
New launch (Btmn)	24,200	13,300	17,725	24,000	24,000
Pre-sales	28,942	25,774	30,811	29,975	29,704
Revenue growth (%)	-15.45	-19.61	41.13	0.98	9.32
Gross margin (%)	43.53	36.09	33.76	33.47	33.32
SG&A to sales (%)	21.89	18.46	16.41	17.10	16.76

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	3,141	2,764	3,502	3,872	4,239
Depreciation & amortization	119	165	175	184	195
Change in working capital	-3,949	-711	-564	-1,716	-1,725
Others	0	-102	-227	-232	-318
CF from operation activities	-690	2,116	2,886	2,108	2,390
Capital expenditure	-1,100	-772	-223	-262	-292
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	-1,214	-842	-983	-558	-39
CF from investing activities	-2,314	-1,614	-1,206	-821	-332
Cash dividend	-1,237	-957	-1,611	-1,478	-1,537
Net proceeds from debt	3,523	564	387	350	-268
Capital raising	39	0	0	0	0
Others	-108	-622	0	0	0
CF from financing activities	2,515	-737	-1,800	-1,277	-1,954
Net change in cash	-489	-235	-120	11	105
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.23	1.09	1.33	1.48	1.60
Core EPS	1.05	1.03	1.16	1.39	1.50
DPS	0.50	0.49	0.57	0.60	0.65
BV	3.94	4.64	5.25	6.07	6.99
EV	13.40	14.22	18.07	18.20	18.03
Free Cash Flow	-0.73	0.55	1.09	0.75	0.86
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	5.67	6.96	8.61	7.75	7.19
Core P/E (x)	6.66	7.36	9.88	8.30	7.66
P/BV (x)	1.78	1.63	2.19	1.89	1.65
EV/EBITDA (x)	8.09	11.75	11.10	12.35	11.32
Price/Cash flow (x)	-24.89	8.75	9.78	13.38	11.80
Dividend yield (%)	7.07	6.49	4.98	5.25	5.66
Profitability ratios					
Gross margin (%)	43.53	36.09	33.76	33.47	33.32
EBITDA margin (%)	33.07	30.07	28.65	25.70	25.42
EBIT margin (%)	34.71	36.35	33.14	34.68	34.56
Net profit margin (%)	25.58	28.01	25.14	27.53	27.57
ROA (%)	10.60	8.41	10.06	10.43	10.71
ROE (%)	35.42	25.32	26.99	26.19	24.48
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	2.45	1.95	2.43	2.58	2.68
Quick ratio (x)	0.20	0.09	0.18	0.18	0.19
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.93	1.81	1.66	1.47	1.30
Net debt/EBITDA (x)	3.55	5.29	3.88	4.37	3.94
Net debt/equity (x)	1.32	1.31	1.14	1.02	0.87
Int. coverage ratio (x)	15.62	13.62	15.56	14.89	15.45
Growth					
Revenue (%)	-15.45	-19.61	41.13	0.98	9.32
EBITDA (%)	-12.92	-26.89	34.47	-9.42	8.13
Reported net profit (%)	-9.31	-12.07	23.01	11.15	7.73
Reported EPS (%)	-9.45	-12.07	23.01	11.15	7.73
Core profit (%)	-9.05	-2.42	13.40	19.09	8.28
Core EPS (%)	-9.19	-2.42	13.40	19.09	8.28

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.