

Origin Property

(ORI.BK/ORI TB)*

Outperform · Maintained

Price as of 7 Aug 2023	10.10
12M target price (Bt/shr)	12.60
Unchanged/Revised up(down)(%)	(6.0)
Upside/downside (%)	24.75

Key messages

Origin (ORI.BK/ORI TB) จัดระเบียบในตลาดหลักทรัพย์ฯ เมื่อปี 2558 โดยเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เติบโตอย่างรวดเร็วและมีข้อจูงใจ (presales) สูงที่สุดของกลุ่มในช่วงสองไตรมาสที่ผ่านมา ในเวลาเดียวกันก็มุ่งจะเป็นบริษัทอสังหาฯ แบบครบวงจร มีการพัฒนาธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอสังหาฯ เพื่อผนึกกำลังให้มี synergy ในการเสริมธุรกิจหลักให้มีความสมบูรณ์แบบยั่งยืน ทั้งนี้ เรากล่าวแนะนำซื้อ ประเมินราคาเป้าหมายใหม่อยู่ที่ 12.60 บาท (ลดลงจากเดิมที่ 13.40 บาท) อิงจากส่วนเพิ่ม PER ที่ 8.3x เท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาว +1S.D. เพื่อสะท้อนแผนระยะยาวในการเป็นบริษัทอสังหาฯ ที่ครบวงจรสมบูรณ์แบบ

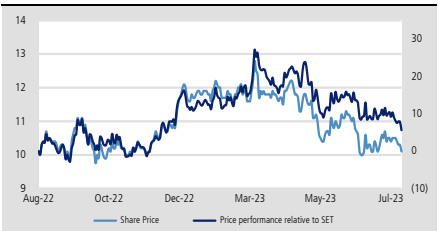
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	24.8/620		
Outstanding shares (mn)	2,454		
Foreign ownership (mn)	103.6		
3M avg. daily trading (mn)	6		
52-week trading range (Bt)	9.8/12.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-12.2	-13.7	2
Relative	-10.3	-5.9	7

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.34	0.35	0.29	0.28
2022	0.30	0.47	0.35	0.24
2023	0.33			

Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler
66.2658.8888 Ext. 8857
vanidag@kgi.co.th

เดินทางสู่การเป็นบริษัทอสังหาฯ แบบครบวงจร

Event

อัปเดตแนวโน้มธุรกิจและการปรับประมาณการกำไร

Impact

ธุรกิจที่อยู่อาศัยมีการเติบโตอย่างรวดเร็ว

ORI มี presales ใน IH66 เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 2.45 หมื่นล้านบาท (+38% YoY) คิดเป็น 54% ของเป้าหมายบริษัทเต็มปีใหม่ที่ 4.5 หมื่นล้านบาท (+10% YoY) โดยที่ ORI มี presales สูงที่สุดของกลุ่มอสังหาฯ เป็นเจ้าตลาดในช่วงสองไตรมาสล่าสุด ขณะที่ ยอดรวมการเปิดโครงการใหม่ใน IH66 มีมูลค่ารวมอยู่ที่ 2.14 หมื่นล้านบาท (+14% YoY) หรือคิดเป็น 43% จาก guidance ของบริษัทที่ 5.0 หมื่นล้านบาท (+22% YoY) ในขณะเดียวกัน presales และการเปิดโครงการใหม่ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาเติบโตเด่นที่ 10% และ 14% ตามลำดับ ซึ่งถือได้ว่าเป็นหนึ่งในกลุ่มของการเติบโตสูงที่สุด โดยมีปัจจัยหนุนหลักจาก i) การเข้าไปซื้อโครงการระดับบนที่ Park24 มูลค่าโครงการ 1.8 หมื่นล้านบาทในปี 2559 ii) การทำ JV กับหลายบริษัทอสังหาฯ ทั้งในและต่างประเทศตั้งแต่ปี 2561 เพื่อพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมจำนวน 24 แห่งรวมมูลค่า 6.05 หมื่นล้านบาทและโครงการแนวราบ 8 โครงการมีมูลค่ารวมที่ 1.2 หมื่นล้านบาท iii) การริเริ่มโปรแกรมการลงทุนในอสังหาฯ ที่จัดการโดยแบรนด์ดัง Hampton ของโครงการคอนโดมิเนียมหลายโครงการมาตั้งแต่ปี 2564 เพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ซื้อคอนโดมิเนียมที่ต้องการผลตอบแทนจากการให้เช่าของโครงการ และ iv) การขยายตลาดไปยังจังหวัดอื่น ๆ โดยอย่างรวดเร็ว (คิดเป็น 25-30% ของปี 2566F ในการเปิดโครงการใหม่)

ยกระดับจากการเป็นเพียงผู้พัฒนาที่อยู่อาศัยสู่การเป็นบริษัทอสังหาริมทรัพย์แบบครบวงจร

นอกเหนือจากการทำธุรกิจที่อยู่อาศัยเพื่อการขายแล้ว ORI ยังเร่งพัฒนาธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับอสังหาฯ อื่น ๆ อีกด้วย เช่น ธุรกิจอสังหาฯ เพื่อพาณิชย์และอุตสาหกรรม ธุรกิจโรงแรม ธุรกิจดูแลสุขภาพและโครงการ mixed-sed หลายโครงการ ขณะที่ ORI ดำเนินการให้บริษัทย่อยอีก 2 บริษัทได้จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปี 2564 และปี 2565 ตามลำดับ ได้แก่ บริษัท Britania (BRI.BK/BRI TB) ผู้พัฒนาที่อยู่อาศัย โครงการแนวราบ และบริษัท Primo (PRI.BK/PRI TB) ผู้ให้บริการด้านการบริหารจัดการอสังหาฯ นอกจากนี้ ยังมีแผนจะเพิ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อีกหลายบริษัท ประกอบด้วย One Origin ทำธุรกิจโรงแรมและอสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์ ในปลายปีนี้ (2566) บริษัท United Project Management ผู้ให้คำปรึกษาแนะนำด้านอสังหาฯ ในปี 2567 บริษัท Alpha ประกอบธุรกิจด้านอสังหาฯ ให้เช่าเพื่ออุตสาหกรรมในปี 2568 และ Origin Healthcare ในปี 2569 ในเวลาเดียวกันกับเรามีแผนที่จะขายคลังเก็บสินค้าให้เข้าของบริษัท Alpha ในปี 2567

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2566F ทรงตัว YoY แต่จะเร่งฟื้นตัวขึ้นในปี 2567

เราปรับลดราคาได้จากธุรกิจที่อยู่อาศัยปี 2566F และ ปี 2567F ลงพอสมควรที่ 13% และ 20% ตามลำดับ สะท้อนข้อควรโอน (transfers) อาจช้ากว่าคาด ในขณะที่ ORI มีแผนที่จะรวมทุน (Joint Venture: JV) ในหลายโครงการมากขึ้นทั้งจากโครงการคอนโดมิเนียมและโครงการแนวราบ ซึ่งทำให้รายได้จากการจัดการโครงการจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่ยังมีความควบคุมหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเท่านั้น (net gearings) ได้ดี อย่างไรก็ตามกำไรอาจผันผวนในระยะหนึ่งเนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจาก JVs และการรับรู้รายได้จากการขายบริษัทย่อยมีความไม่แน่นอน ทั้งนี้ แนวโน้มธุรกิจของ ORI ในอีก 2-3 ปีข้างหน้า มีความเป็นไปได้ที่จะรับรู้กำไรพิเศษจากการขายบริษัทย่อยให้แก่หุ้นส่วน JV การแยกบางธุรกิจออกมา (spin-off) ผ่านการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และการขายสินทรัพย์จากการให้เช่าให้แก่กองทุนทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust : REITs)

Valuation & action

เรากล่าวแนะนำซื้อหุ้น ORI ประเมินราคาเป้าหมายใหม่อยู่ที่ 12.6 บาท อิงจาก PE ปี 2566F ที่ 8.3x หรือเท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาวในอดีต +1 S.D. ทั้งนี้ ค่า PE ปี 2566F ที่ 6.7x เป็นหนึ่งในค่าที่ต่ำที่สุดในกลุ่มผู้พัฒนาอสังหาฯ ที่เรารักษาอยู่ นอกจากนี้ ORI ยังมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงน่าสนใจมากกว่า 6% ต่อปี

Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอและโอกาสการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmm)	10,486	14,923	14,397	15,389	16,824
Gross Profit (Btmm)	4,178	5,646	6,220	7,407	8,213
SG&A (Btmm)	1,822	2,085	2,431	3,001	3,281
Net Profit (Btmm)	2,662	3,194	3,775	3,722	3,856
Normalized Profit (Btmm)	2,481	2,518	2,613	2,722	3,156
EPS (Bt)	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3
DPS (Bt)	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EPS Growth (%)	(12.1)	20.0	18.2	(1.4)	3.6
Normalized EPS Growth	(3.4)	1.5	3.8	4.2	16.0
P/E (X)	6.9	8.7	7.9	6.7	6.4
P/B (X)	1.5	1.7	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA (X)	11.4	10.1	11.4	9.7	8.9
Net Debt to Equity (%)	134.6	96.8	111.3	113.1	104.4
Dividend Yield (%)	6.5	4.8	6.0	6.0	6.2
Return on Average Equity (%)	22.2	20.0	18.9	16.9	15.5

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: ORI's 2Q23F earnings preview

Bt mn	2Q23F	2Q22	YoY (%)	1Q23	QoQ (%)	1H23F	1H22	YoY%
Revenue	3,375	3,267	3.3	3,478	(3.0)	6,853	6,721	2.0
Revenue from sales of real estate	1,882	2,914	(35.4)	2,150	(12.5)	4,032	5,956	(32.3)
Revenue from project management	1,092	353	209.6	950	15.0	2,042	623	227.7
Other revenue (e.g. hotel business)	401	214	87.1	378	6.2	779	357	118.3
Gross Profit	1,851	1,410	31.3	1,835	0.9	3,686	2,781	32.5
SG&A	810	741	9.3	708	14.5	1,518	1,254	21.0
Operating EBIT	1,106	893	23.8	1,188	(6.9)	2,295	1,777	29.1
Equity Income/(Loss)	(63)	97	na	(32)	100.0	(95)	49	na
Pre-tax Profit	995	794	25.3	1,087	(8.5)	2,082	1,610	29.3
Current taxation	(239)	(235)	1.5	(261)	(8.5)	(500)	(457)	9.4
Minorities	(121)	(111)	9.1	(119)	2.0	(240)	(216)	11.4
Extraordinary items	300	611	(50.9)	123	144.7	423	907	(53.4)
Net Profit	872	1,155	(24.5)	798	9.3	1,670	1,893	(11.8)
Normalized profit	572	545	5.0	675	(15.3)	1,247	986	26.5
Percent	2Q23F	2Q22	YoY (ppts)	1Q23	QoQ (ppts)	1H23F	1H22	YoY%
Total gross margin	54.9	43.2	11.7	52.8	2.1	53.8	41.4	12.4
Residential gross margin	32.5	36.3	(3.8)	33.9	(1.4)	33.2	35.6	(2.3)
EBIT margin	32.8	27.3	5.4	34.2	(1.4)	33.5	26.4	7.0
SG&A/sales	24.0	22.7	1.3	26.2	(2.2)	22.1	18.7	3.5

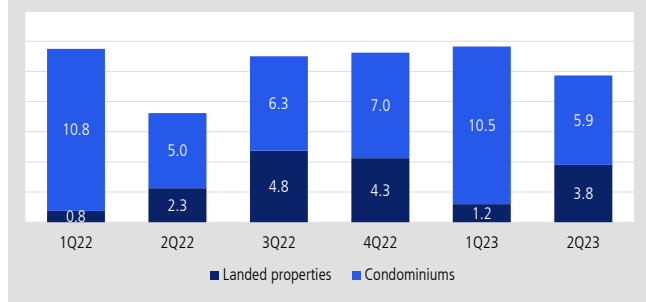
Source: Company data, KGI Securities Research

ประมาณการ 2Q66F และ 1H66F

ธุรกิจหลักค้ำยันที่อยู่อาศัยของ ORI ใน 2Q66 มีแนวโน้มอ่อนแอจากความล่าช้าในการโอน โดยเราคาดการณ์รายได้จากการขายที่อยู่อาศัยลดลงทั้ง YoY และ QoQ อยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท ทามกลางอัตรากำไรขั้นต้น (gross margin) อ่อนแออยู่ที่ 32.5% ขณะที่ ค่าลดราคาโดยรวมนอกเหนือจากการขายที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 1.5 พันล้านบาท (+163% YoY และ +12.5% QoQ) มาจากธุรกิจการบริหารจัดการโครงการที่มีอัตรากำไร (margin) สูง ธุรกิจบริการที่เกี่ยวข้องกับอสังหาฯ และธุรกิจโรงแรม โดยสรุปแล้ว รายได้รวมจะทรงตัวอยู่ที่ 3.4 พันล้านบาทเทียบกับ 3.3 พันล้านบาทใน 2Q65 และ 3.5 พันล้านบาทใน 1Q66 ดังนั้น กำไรปกติอาจลดลง 15% QoQ อยู่ที่ 572 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิซึ่งคงเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 9% QoQ อยู่ที่ 872 ล้านบาทส่วนหนึ่งหนุนจากมีการรับรู้กำไรจากขายบริษัทย่อยให้กับ JV มูลค่าราว 300 ล้านบาท ส่วนกำไรหลักใน 1H66F เราคาดเติบโตขึ้น 26.5% YoY อยู่ที่ 1.25 พันล้านบาท แต่ลดกำไรสุทธิหรือลดอยู่ที่ 1.7 พันล้านบาท (+12% YoY) เนื่องจากมีการรับรู้กำไรพิเศษของลงที่ 422 ล้านบาทเทียบกับ 907 ล้านบาทใน 1H65

Figure 2: Quarterly launches

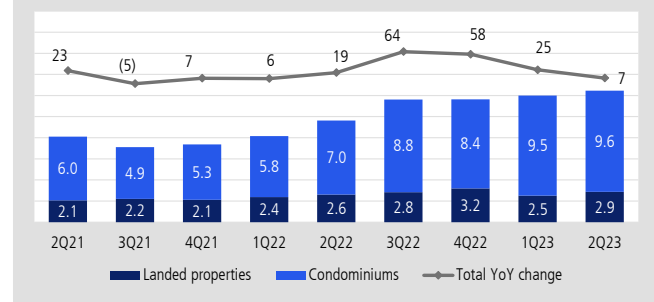
Launches of condominiums and landed properties, Btbn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Quarterly presales

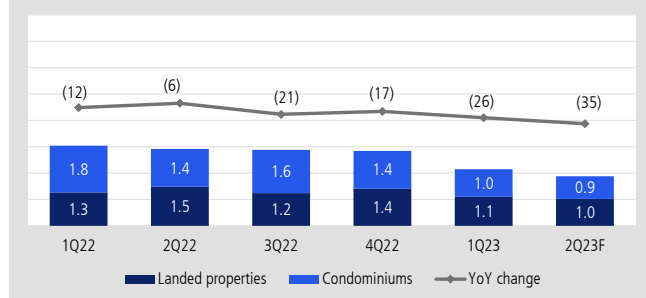
Presales of condos and landed properties, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Quarterly transfers (ORI only)

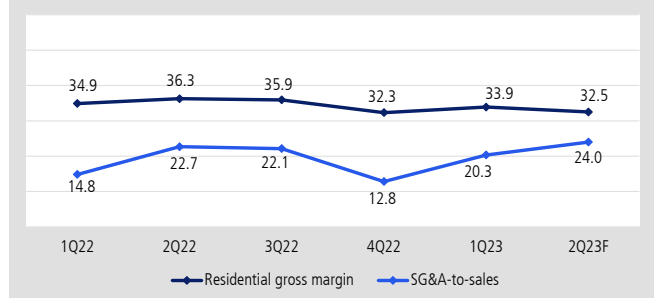
Transfer of condos and landed properties, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Quarterly margins

Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Completed condominium projects to be transferred in 2023F-24F

Project	Ownership	Value	Avg price per unit (Btmn)	Sold (%)	Beg. Transfer
Brixton Kaset-Sriracha Campus	Origin	1,060	1.8	60	4Q23
Brixton Campus Bangsaen	Origin	567	2.3	97	4Q23
Brixton Rayong	Origin	880	1.8	41	4Q23
THE ORIGIN Sukhumvit Sailuat E22	JV	1,800	1.8	74	2Q23
THE ORIGIN Plug&Play Ramindra	JV	2,200	3.2	82	4Q23
THE ORIGIN Ladprao-Bangkapi	JV	2,000	3.1	65	1Q23
Park Origin Chula-Samyang	JV	4,600	9.2	98	1Q23
SOHO BANGKOK RATCHADA	JV	1,840	5.4	96	3Q23
Origin Plug & Play Ramkhamhaeng Triple Station	JV	1,470	3.1	93	4Q23
Origin Plug&Play Nonthaburi Station	Origin	2,800	2.8	80	3Q24
Origin Play Phahol 50	Origin	680	2.6	47	2Q24
The Hampton Suites Rayong	Origin	1,300	2.9	62	2Q24
Origin Plug & Play Sirindhorn Station	JV	3,160	3.1	89	4Q24
SO ORIGIN PHAHOL 69 STATION	JV	1,870	3.6	53	4Q24
Origin Play Sri Udom Station	JV	2,180	2.4	31	2Q24
Knightsbridge Space Sukhumvit-Rama4	JV	2,400	6.3	98	2Q24
SO ORIGIN KASET INTERCHANGE	JV	1,679	5.6	98	2Q24

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Earnings revisions for 2023F-24F

Year to 31 Dec (Btm)	2023F Previous	2023F Revised	Chg (%)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (%)
Residential revenue	12,900	11,209	(13.1)	15,069	11,993	(20.4)
Landed properties	6,424	6,755	5.2	7,388	7,431	0.6
Condominiums	6,476	4,454	(31.2)	7,682	4,563	(40.6)
Other recurring income	3,233	4,180	29.3	3,626	4,831	33.2
Total gross profit	6,543	7,407	13.2	7,638	8,213	7.5
EBIT	4,852	4,568	(5.9)	5,595	5,019	(10.3)
Share income	744	151	(79.7)	671	325	(51.5)
Normalized profit	4,402	3,722	(15.5)	4,823	3,856	(20.0)
Net profit	3,602	2,722	(24.4)	4,023	3,156	(21.5)
Key financials	2023F Previous	2023F Revised	Chg (ppts)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (ppts)
SG&A to sales (%)	20.2	19.5	-0.7	19.9	20.0	0.1
Residential gross margin (%)	35.7	35.0	-0.7	35.9	35.0	-0.9
Net margin (%)	24.3	17.7	-6.6	23.3	18.8	-4.5

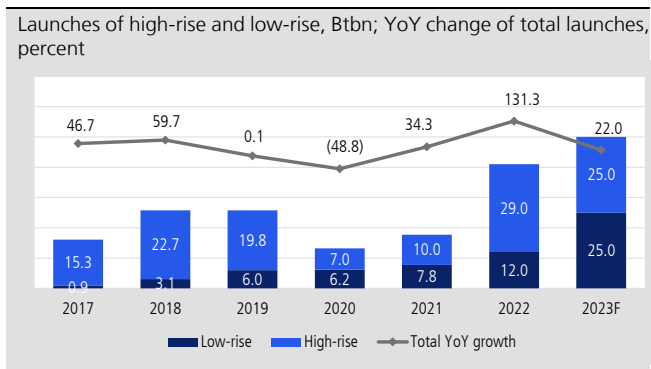
Source: Company data, KGI Securities Research

คาดแนวโน้มกำไรสุทธิในปีนี้และปีหน้า

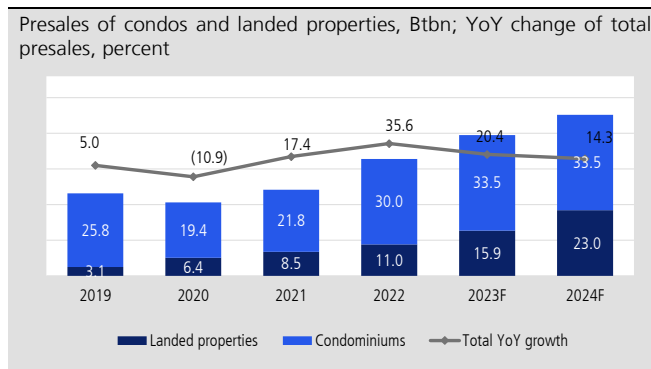
เนื่องจากมีการเปิดโครงการใหม่มากขึ้นตามแผนจะเสร็จสมบูรณ์ตั้งแต่ 2H66F เราจึงคาดว่ากำไรจะทยอยดีขึ้น QoQ ใน3Q66F และมีความเป็นไปได้ที่ 4Q66F จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้มีมาจากธุรกิจหลักและการรับรู้กำไรพิเศษจากการที่บริษัทย่อย One Origin จะได้ขายจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปี 2566F ทรงตัว YoY อยู่ที่ 3.7 พันล้านบาท (รวมกำไรพิเศษ 1 พันล้านบาท)

สำหรับในปีหน้า (2567) เราคาดว่ารายได้เติบโต 9% อยู่ที่ 1.68 หมื่นล้านบาท โดยอัตราการเติบโตของรายได้จากธุรกิจที่อยู่อาศัยเป็นหลักทีเดียว แต่คาดกลุ่มธุรกิจที่สร้างรายได้ประจำเติบโตที่ 15-20% ขณะที่ คาดกำไรปกติอยู่ที่ 3.16 พันล้านบาท (+16% YoY) ระหว่างที่อัตราการเพิ่มขึ้นของกำไรสุทธิอาจจะช้ากว่าเป็นราว 4% YoY อยู่ที่ 3.86 พันล้านบาทบนสมมติฐานที่มีการรับรู้กำไรพิเศษน้อยลงที่ 700 ล้านบาท เพราะการขายเงินลงทุนในสินทรัพย์ปี 2567 อาจมีน้อยกว่าปี 2566 จากแผนการนำบริษัทย่อย United Project Management ผู้ให้บริการคำแนะนำและปรึกษาด้านอสังหาฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment : MAI) และการขายคลังเก็บสินค้าเพื่อการให้เช่าภายใต้บริษัทย่อย JV ที่ชื่อว่า Alpha เข้ากอง REIT

Figure 8: Yearly launches
Figure 9: Yearly presales

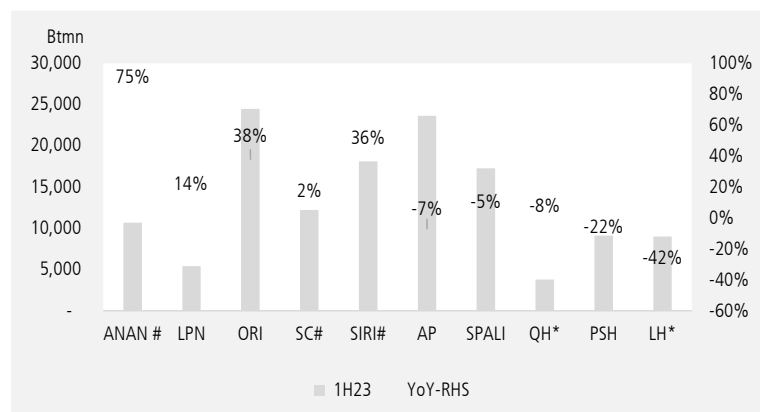


Source: Company data, KGI Securities Research



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: 1H23F presales of top ten developers



Source: Company, KGI Securities Research

#Not rated, *Estimated numbers

-Combined 1H23 presales increased slightly by 4% YoY. Best performers by 1H23 presales growth were ANAN, ORI and SIRI while LH was the worst. For 2Q23, combined presales rose 7% QoQ with SC, SIRI and AP showing the best recovery of 48%/24%/15%, respectively.
 -ORI ranked no.1 with presales of Bt24.5bn in the first half, followed by AP, SIRI and SPALI.

Figure 11: Details of its property-related subsidiaries

	2021-22	2023F Remarks
<u>One Origin (Hotel/commercial space)</u>		
Hotel (keys)	1,314	2,718 Accor (ibis, ibis Styles) IHG (Intercontinental, Hotel Indigo, Staybridges, Holiday Inn)
Retails (sq.m.)	2,000	14,000 Owned brand (ONE, Portobello)
Value (Btbn)	5.6	20.0 Another 11 projects worth Bt25.5bn are under study
<u>Alpha Industrial (warehouse for rent)</u>		
Rental space (sq.m.)	220,000	440,000 Plan to increase to 1m sq.m. in the next 5 years
<u>Origin Healthcare</u>		
Projects (beauty/dental/mental clinics ,rehab/healthcare/pet centers)		25 Plan another 30 projects by 2025
Expected revenue		250m May double to 500 by 2025

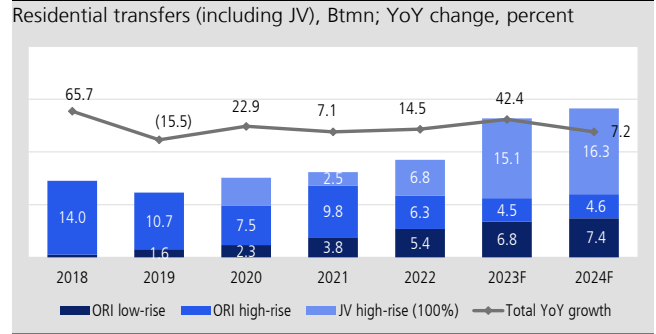
Source: Company, KGI Securities Research

Figure 12: Company profile

Origin Property (ORI) develops residential property covering all segments; townhouse, single-detached house and condominium. Apart from residential development, the company also operates three business groups: i) recurring business group (e.g. hotel and office building) under the operations of One Origin Group Company Limited, ii) service business related to real estate such as juristic person management services under the operation of Primo Service Solution Company Limited (PRI.BK/PRI TB), iii) Origin Healthcare comprising of beauty/wellness, rehabilitation center, dental center, etc., iv) industrial property/logistics under Alpha Industrial Solutions.

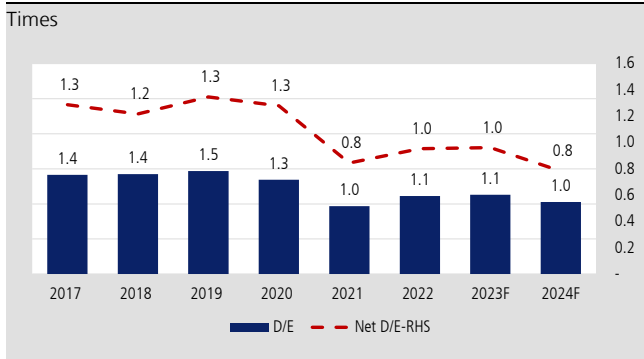
Source: Company data

Figure 13: Residential transfers



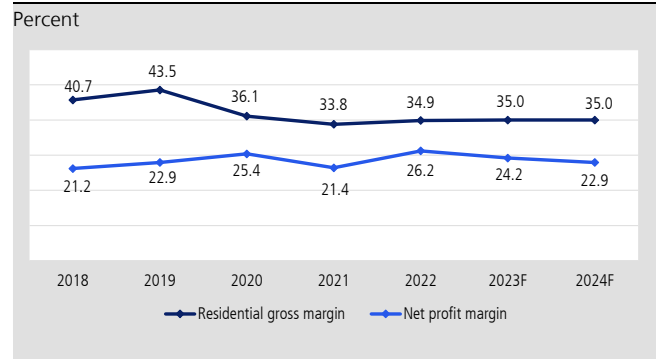
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Gearing ratios



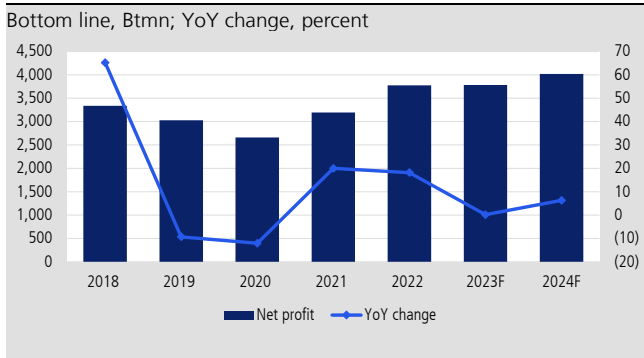
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Profitability



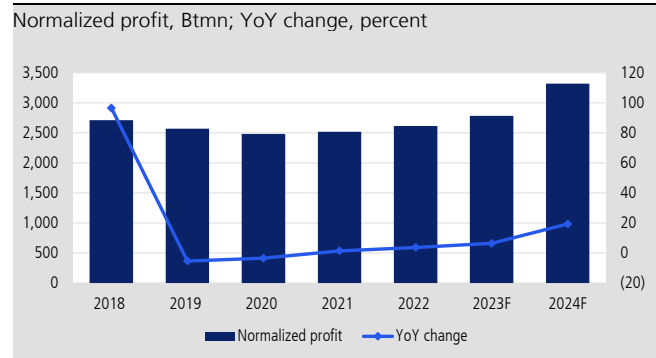
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: Net profit momentum



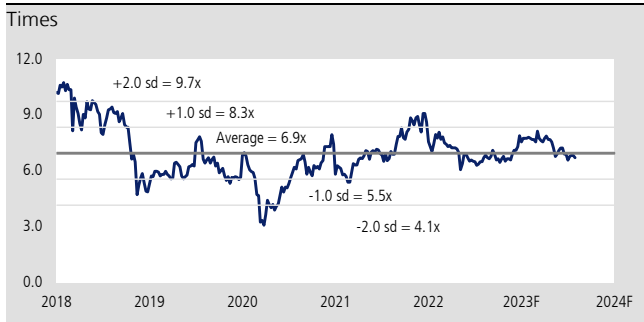
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: Normalized profit momentum



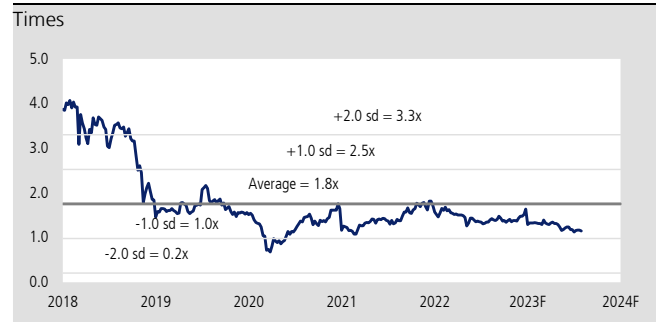
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 18: P/E band



Source: KGI Securities Research

Figure 19: P/BV band



Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Total Assets	33,694	35,398	48,091	51,747	55,951
Current Assets	26,503	28,056	36,317	39,072	42,713
Cash & ST Investment	808	1,966	3,183	2,657	2,454
Inventories	23,430	22,846	26,339	31,990	35,743
Account Receivable	314	1,306	3,360	2,798	2,804
Others	1,876	1,709	2,278	1,128	1,212
Non-current Assets	7,190	7,342	11,774	12,675	13,238
LT Investment	4,170	4,633	7,322	7,580	7,937
Net fixed Assets	1,808	1,942	2,427	3,628	3,738
Others	1,212	767	2,025	1,467	1,562
Total Liabilities	21,686	19,458	28,158	29,731	31,102
Current Liabilities	13,568	11,811	13,359	17,203	18,047
Account Payable	2,874	2,219	3,018	2,429	2,599
ST Borrowing	9,171	8,482	8,447	13,521	14,091
Others	1,523	1,110	1,894	1,253	1,357
Long-term Liabilities	8,118	7,647	14,799	12,528	13,055
Long-term Debts	6,990	6,945	13,731	11,384	11,854
Others	1,127	703	1,068	1,144	1,201
Shareholders' Equity	12,008	15,940	19,933	22,016	24,849
Common Stock	1,226	1,226	1,227	1,227	1,227
Capital Surplus	2,337	2,337	2,350	2,350	2,350
Retained Earnings	7,785	9,725	12,101	14,494	16,808

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Growth (%YoY)					
Sales	(20.5)	42.3	(3.5)	6.9	9.3
OP	(30.8)	39.8	0.8	16.0	11.7
EBITDA	(28.7)	37.7	4.5	13.6	11.5
NP	(12.1)	20.0	18.2	(1.4)	3.6
Normalized Profit	(3.4)	1.5	3.8	4.2	16.0
EPS	(12.1)	20.0	18.2	(1.4)	3.6
Normalized EPS	(3.4)	1.5	3.8	4.2	16.0
Profitability (%)					
Gross Margin	39.8	37.8	43.2	48.1	48.8
Operating Margin	26.6	26.1	27.3	29.6	30.3
EBITDA Margin	28.3	27.4	29.7	31.5	32.1
Net Margin	25.4	21.4	26.2	24.2	22.9
ROAA	7.9	9.0	7.8	7.2	6.9
ROAE	22.2	20.0	18.9	16.9	15.5
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	180.6	122.1	141.3	135.0	125.2
Net Debt/Equity (%)	134.6	96.8	111.3	113.1	104.4
Interest Coverage (x)	10.6	13.2	10.2	7.8	8.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	6.2	4.9	(6.5)	(2.0)	0.1
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.2	0.2	(0.3)	(0.1)	0.0
Current Ratio (x)	2.0	2.4	2.7	2.3	2.4
Quick Ratio (x)	0.2	0.4	0.7	0.4	0.4
Net Debt (Bt mn)	15,353.2	13,460.9	18,995.5	22,248.5	23,491.4
Per Share Data (Bt)					
EPS	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6
Normalized EPS	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3
CFPS	0.7	0.6	(1.0)	(0.5)	0.0
BVPS	4.9	6.5	8.1	9.0	10.1
SPS	4.3	6.1	5.9	6.3	6.9
EBITDA/Share	1.2	1.7	1.7	2.0	2.2
DPS	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
Activity					
Asset Turnover (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Days Receivables	10.9	31.9	85.2	66.4	60.8
Days Inventory	1,355.8	924.6	1,264.3	1,602.6	1,673.6
Days Payable	166.3	89.8	144.9	121.7	121.7
Cash Cycle	1,200.4	866.7	1,204.6	1,547.3	1,612.7

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Revenue	10,486	14,923	14,397	15,389	16,824
Cost of Goods Sold	(6,308)	(9,019)	(7,604)	(7,286)	(7,796)
Gross Profit	4,178	5,646	6,220	7,407	8,213
Operating Expenses	(1,822)	(2,085)	(2,431)	(3,001)	(3,281)
Other Incomes	432	336	139	150	157
Operating Profit	2,787	3,897	3,928	4,556	5,090
Depreciation of fixed assets	(165)	(183)	(300)	(282)	(305)
Operating EBITDA	2,968	4,087	4,271	4,850	5,408
Non-Operating Income	16	7	43	12	13
Interest Income	16	7	43	12	13
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(263)	(297)	(390)	(589)	(636)
Interest Expense	(263)	(297)	(390)	(589)	(636)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	604	(42)	416	151	325
Pretax Profit	3,325	4,242	5,159	5,131	5,493
Current Taxation	(560)	(865)	(947)	(955)	(1,117)
Minorities	102	183	438	454	519
Extraordinaries items	181	676	1,162	1,000	700
Net Profit	2,662	3,194	3,775	3,722	3,856
Normalized Profit	2,481	2,518	2,613	2,722	3,156
EPS (Bt)	1.09	1.30	1.54	1.52	1.57
Normalized EPS (Bt)	1.01	1.03	1.07	1.11	1.29

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Operating Cash Flow	1,622	1,462	(2,527)	(1,205)	85
Net Profit	2,662	3,194	3,775	3,722	3,856
Depreciation & Amortization	165	183	300	282	305
Change in Working Capital	(522)	(1,463)	(5,461)	(4,511)	(3,570)
Others					
Investment Cash Flow	(561)	(125)	(2,789)	45	214
Net CAPEX	(38)	600	216	(532)	226
Change in LT Investment	(470)	(668)	(2,601)	340	0
Change in Other Assets	(463)	368	(768)	160	(69)
Free Cash Flow	1,061	1,337	(5,316)	(1,160)	300
Financing Cash Flow	(1,583)	(180)	6,533	635	(503)
Change in Share Capital	0	0	15	0	0
Net Change in Debt	108	(734)	6,752	2,727	1,040
Change in Other LT Liab.	(725)	1,809	1,166	(764)	0
Net Cash Flow	(522)	1,158	1,217	(526)	(203)

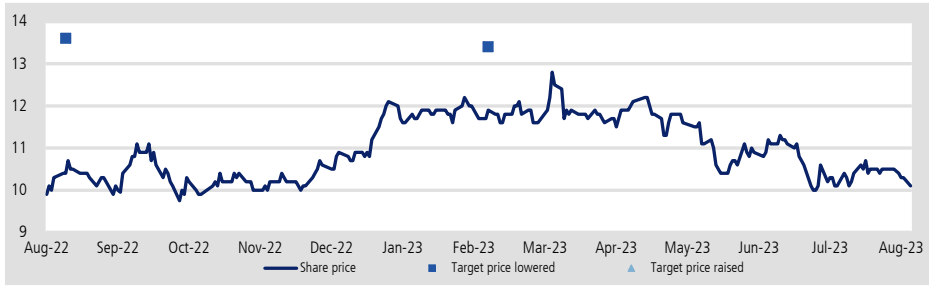
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2019		52.5%		0.9%		20.4%		26.2%
2020		60.2%		1.6%		17.4%		20.9%
2021		60.4%		1.2%		14.0%		24.4%
2022		52.8%		2.1%		16.9%		28.2%
2023F		47.3%		1.8%		19.5%		31.3%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2019		1.2		0.1		2.3		0.3
2020		1.2		0.2		3.0		0.2
2021		1.1		0.1		2.2		0.3
2022		1.6		0.2		3.2		0.2
2023F		1.3		0.0		2.0		0.3
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2019		26.2%		0.3		21.3%		1.5%
2020		20.9%		0.2		16.9%		0.8%
2021		24.4%		0.3		20.4%		1.4%
2022		28.2%		0.2		18.4%		1.0%
2023F		31.3%		0.3		0.0%		0.0%

Source: KGI Securities Research

Origin Property - Recommendation & target price history



Date	Rating	Target	Price
10-Feb-23	Outperform	13.40	11.90
16-Aug-22	Outperform	13.60	10.40

Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORN BANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SIRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.