

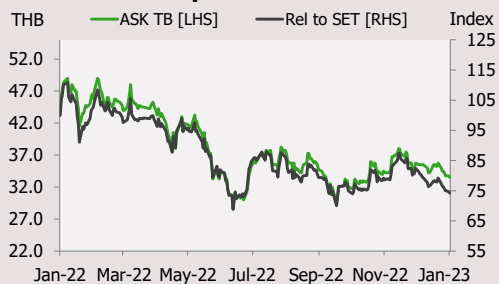
Asia Sermkij Leasing PCL

ASK TB	Outperform
Target Price	Bt 47.00
Price (24/01/2023)	Bt 33.50
Upside	% 40.30
Valuation	GGM
Sector	Finance & Securities
Market Cap	Btm 17,683
30-day avg turnover	Btm 43.31
No. of shares on issue	m 528
CG Scoring	Very Good
Anti-Corruption Indicator	Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Operating revenue (Bt m)	3,375	4,302	5,024	5,565
Core profit (Bt m)	1,283	1,512	1,774	1,944
Net profit (Bt m)	1,203	1,512	1,774	1,944
Net EPS (Bt)	2.28	2.86	3.36	3.68
DPS (Bt)	1.14	1.43	1.68	1.84
BV/shr (Bt)	17.53	19.10	20.83	22.70
Net EPS growth (%)	36.21	25.71	17.31	9.61
ROAA (%)	2.37	2.41	2.39	2.32
ROAE (%)	16.12	15.64	16.84	16.93
D/E (x)	4.87	5.63	6.03	6.11
Valuation				
PE (x)	19.42	11.69	9.97	9.09
PBV (x)	2.52	1.75	1.61	1.48
Dividend yield (%)	2.58	4.27	5.01	5.49

ASK 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

Korakot Sawetkruttamat
korakot.sa@kasikornsecurities.com
Jirapat Jiranirankul
jirapat.jir@kasikornsecurities.com

25 January 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดการณ์ราคาหุ้นสูงสุดใหม่ในปี 2565

- ▶ เราคาดว่า ASK จะทำสถิติราคาหุ้นสูงสุดใหม่ในปี 2565 เพิ่มขึ้น 19.6% YoY และ 4.9% QoQ และทำให้กำไรปี 2565 เพิ่มขึ้น 25.7% YoY
- ▶ แม้คุณภาพสินทรัพย์โดยรวมยังอ่อนแอในไตรมาส 4/2565 จากสินเชื่อ SME แต่คาดการณ์ผลกระทบจะถูกชดเชยด้วยการดำเนินงานหลักที่ดี กำไรที่เติบโตแข็งแกร่งน่าจะดำเนินต่อไปในปี 2566 มากับความกังวลเกี่ยวกับ NPL ที่เพิ่มขึ้น
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ASK ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 47.0 บาท

Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์รายได้ไตรมาสจะทำสถิติสูงสุดใหม่อีกครั้งในไตรมาส 4/2565** เราคาดว่า ASK จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2565 ที่ 411 ลบ. เพิ่มขึ้น 19.6% YoY และ 4.9% QoQ และจะทำสถิติกำไรไตรมาสสูงสุดใหม่อีกครั้งเป็นครั้งที่หกติดต่อกัน เรามองว่าการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งนี้มาจาก 1) ความต้องการสินเชื่อที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/2565 แม้ว่าจะมีอุปสรรคบ้างจากเหตุอุทกภัย และ 2) การประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้น กำไรไตรมาส 4/2565 ที่แข็งแกร่งคาดว่าจะส่งผลให้กำไรทั้งปี 2565 ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 1.5 พันลบ. หรือเติบโตขึ้น 25.7% YoY
- ▶ **คาดการณ์การดำเนินงานหลักยังแข็งแกร่ง...** เราคาดว่ากำไรก่อนดัดแปลง (PPOP) ไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 1.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 24.6% YoY และ 4.4% QoQ เรามองว่า PPOP ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้ง YoY และ QoQ มีปัจจัยหนุนจาก 1) ความต้องการสินเชื่อที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/2565 เนื่องจากเราคาดว่า ASK จะรายงานสินเชื่อใหม่ไตรมาส 4/2565 ที่ 8.6 พันลบ. ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับในไตรมาส 3/2565 ที่ 8.9 พันลบ. แม้มีปัจจัยลบดังที่กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ 2) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงอีก 1.61 ppt YoY และ 1.12 ppt QoQ เป็น 18.9% สะท้อนถึงการประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้นจากประสิทธิภาพการดำเนินงานหลักและการควบคุมต้นทุนภายในที่มีประสิทธิภาพ และจากการเติบโตของสินเชื่อที่คาดการณ์แข็งแกร่ง เราจึงคาดว่าสินเชื่อรวมจะเติบโต 22.9% YoY และ 5.0% QoQ เป็น 6.85 หมื่นลบ. และสูงกว่าเป้าของบริษัทฯ ที่คาดว่าสินเชื่อจะเติบโต 20% YoY แม้เราคาดว่าส่วนต่างรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) จะลดลง 0.18 ppt YoY และ 0.11 ppt QoQ เป็น 5.6% จากสถานะดอกเบี้ยขาขึ้นในไตรมาส 4/2565 ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ต้นทุนดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 0.11 ppt YoY และ 0.8 ppt QoQ เป็น 2.65% ก็ตาม
- ▶ **...แต่มีปัญหาลงทุนอยู่ใน** แม้เราคาดว่าจะเห็นการดำเนินงานหลักที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/2565 แต่เราเชื่อว่าคุณภาพสินทรัพย์ของบริษัทฯ จะอ่อนแอลง โดยอัตราส่วนหนี้เสีย (NPL ratio) จะเพิ่มขึ้นอย่างมากที่ 0.59 ppt YoY และ 0.44 ppt QoQ สู่ระดับสูงสุดในปี 2565 ที่ 3.3% ขณะที่ NPL ที่เพิ่มขึ้นมีสาเหตุหลักมาจากสินเชื่อทางตรง (สินเชื่อ SME) ซึ่งเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ NPL มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมาจากคุณภาพสินทรัพย์ที่ดูเหมือนว่าจะอ่อนแอลง เราคาดว่า ASK จะคงค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญ (credit cost) ให้อยู่ในระดับสูงที่ 200 bps เทียบกับ 208bps ในไตรมาส 3/2565 และ 199bps ในไตรมาส 4/2564 แม้ ASK จะตัดสินใจกลับรายการสำรองส่วนเกิน (management overlay) จำนวน 125-130 ลบ. ในไตรมาส 4/2565 แต่ management overlay ที่เหลืออยู่ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 240 ลบ. น่าจะเพียงพอที่จะเป็นกันชนสำหรับสถานการณ์ที่ไม่คาดไม่ถึง
- ▶ **คาดการณ์การเติบโตจะดำเนินต่อไปในปี 2566 แต่มีความกังวลที่เพิ่มขึ้น** แม้ว่าผู้บริหารจะยังคงมั่นใจว่าพอร์ตสินเชื่อจะเติบโตต่อเนื่องที่ 20% YoY เพราะเชื่อว่ายังมีช่องว่างในการเติบโตส่วนแบ่งตลาดและมุ่งหน้าสู่ผลิตภัณฑ์ที่ให้ผลตอบแทนสูงอย่าง สินเชื่อจำนำทะเบียนรถบรรทุกและรถยนต์มือสอง เราจึงคงประมาณการล่าสุดของเราไว้ตามเดิม ซึ่งเป็นเชิงอนุรักษ์นิยมมากกว่าแนวทางของผู้บริหารจากฐานสินเชื่อที่สูง การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นจากสถาบันการเงิน และความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มคุณภาพสินทรัพย์

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 47 บาท นอกจากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งแล้ว เราชอบ ASK จากการประเมินมูลค่าที่ไม่แพงมากในแง่ของ PER และ PBV รวมถึงอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ค่อนข้างดีที่ 5% สำหรับการดำเนินงานปี 2566



Fig 1 4Q22 performance preview

Profit & Loss (Btm)	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22E	QoQ, %	YoY, %
Interest income	1,064	1,111	1,186	1,262	1,312	4.0%	23.3%
Fee income	159	184	175	186	184	-1.2%	16.0%
Other income	7	6	9	11	5	-53.7%	-30.0%
Total operating revenue	1,230	1,301	1,371	1,459	1,501	2.9%	22.1%
SG&A	253	275	290	292	284	-2.8%	12.5%
PPOP	977	1,026	1,081	1,166	1,217	4.4%	24.6%
Provisions	269	291	309	332	334	0.6%	24.3%
Interest expenses	277	296	322	343	370	7.7%	33.2%
Profit before tax	431	439	450	491	513	4.6%	19.1%
Income tax	88	88	91	99	103	3.5%	17.2%
Extraordinary items	0	0	0	0	0		
Net profit	343	351	359	391	411	4.9%	19.6%
Shares out (m)	528	528	528	528	528	0%	0%
Shares out (avg adj, m)	528	528	528	528	528	0%	0%
EPS (basic, Bt)	0.65	0.67	0.68	0.74	0.78	5%	20%
EPS (fully diluted, Bt)	0.65	0.67	0.68	0.74	0.78	5%	20%
BVPS (Bt)	17.53	18.26	18.03	18.69	19.10	2%	9%

Balance sheet (Btm)	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22E	QoQ, %	YoY, %
Cash	471	452	364	472	685	45.1%	45.4%
Trade receivable	55,729	59,398	62,609	65,243	68,505	5.0%	22.9%
- Allowance for doubtful acc	1,332	1,463	1,567	1,671	1,838	10.0%	38.0%
TOTAL ASSETS	56,669	60,318	63,980	67,349	68,848	2.2%	21.5%
Short-term loans	8,968	10,230	15,551	18,542	5,122	-72.4%	-42.9%
CPLTD	11,949	10,165	7,210	3,831	8,734	128.0%	-26.9%
Other current liabilities	1,351	1,522	1,529	1,641	1,370	-16.5%	1.4%
Long-term debts	24,143	27,703	29,105	32,469	42,857	32.0%	77.5%
TOTAL LIABILITIES	47,413	50,681	54,461	57,485	58,769	2.2%	23.9%
SHAREHOLDERS' EQUITY	9,255	9,637	9,519	9,865	10,080	2.2%	8.9%
Gross NPL	1,508	1,523	1,679	1,868	2,261	21.0%	49.9%

Key financials	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22E	QoQ, ppt	YoY, ppt
Yield from interest income	7.87%	7.72%	7.78%	7.89%	7.85%	(0.04)	(0.02)
Yield from fee income	1.17%	1.28%	1.15%	1.17%	1.10%	(0.07)	(0.07)
Total yield on receivable	9.04%	9.00%	8.93%	9.06%	8.95%	(0.11)	(0.09)
Cost of funds	2.54%	2.54%	2.58%	2.57%	2.65%	0.08	0.11
Spread (Int inc - CoF)	5.33%	5.18%	5.20%	5.32%	5.20%	(0.12)	(0.13)
NIM	5.82%	5.67%	5.67%	5.75%	5.64%	(0.11)	(0.18)
NPL ratio	2.71%	2.56%	2.68%	2.86%	3.30%	0.44	0.59
NPL coverage	88.4%	96.1%	93.3%	89.4%	81.3%	(8.14)	(7.05)
Provisions (bp)	199	202	202	208	200	(8.03)	1.09
Bad debts recovered (bp)	0	0	0	0	0	0.00	0.00
Average asset to equity	6.1	6.2	6.5	6.8	6.8	0.05	0.77
Net debts to equity	4.8	4.9	5.4	5.5	5.6	0.05	0.74
ROAA	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	0.03	(0.08)
ROAE	15.1%	14.9%	15.0%	16.2%	16.5%	0.31	1.36
Operating cost to income	20.5%	21.2%	21.2%	20.1%	18.9%	(1.12)	(1.61)

Source: Company Data and KS Research



Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Interest income	3,184	3,808	4,871	5,797	6,604	Per share (Bt)					
Interest expenses	-930	-1,039	-1,330	-1,719	-2,109	Reported EPS	2.51	2.28	2.86	3.36	3.68
Net Interest Income	2,254	2,769	3,541	4,078	4,495	DPS	1.70	1.14	1.43	1.68	1.84
Non-interest income	412	606	761	945	1,070	BV	16.11	17.53	19.10	20.83	22.70
Non-interest expenses	-988	-1,049	-1,142	-1,514	-1,672	Valuation analysis					
PPOP	1,678	2,326	3,159	3,510	3,893	Reported P/E (x)	8.8	19.4	11.7	10.0	9.1
Provision charges	-557	-817	-1,266	-1,292	-1,463	P/BV (x)	1.4	2.5	1.8	1.6	1.5
Profit after provision	1,121	1,509	1,893	2,217	2,430	Dividend yield (%)	7.7	2.6	4.3	5.0	5.5
Net non-operating item	0	0	0	0	0	Profitability ratios					
Pre-tax profit	1,121	1,509	1,893	2,217	2,430	Yield on IEAs (%)	7.42	7.60	7.84	7.84	7.89
Income tax	-238	-307	-381	-443	-486	Cost of funds (%)	2.55	2.51	2.61	2.79	3.02
NPAT	883	1,203	1,512	1,774	1,944	Spread (%)	4.88	5.09	5.23	5.04	4.87
Minority interests	0	0	0	0	0	Net interest margin (%)	5.26	5.53	5.70	5.51	5.37
Core Profit	883	1,283	1,512	1,774	1,944	Cost to income (%)	27.48	23.77	20.28	22.45	21.79
Extraordinary items	0	-80	0	0	0	Pre-Provision ROAA (%)	3.87	4.58	5.03	4.73	4.65
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	ROAA (%)	2.04	2.37	2.41	2.39	2.32
Reported net profit	883	1,203	1,512	1,774	1,944	Pre-Provision ROAE (%)	30.25	31.17	32.68	33.31	33.89
Balance Sheet (Btmn)						ROAE (%)	15.92	16.12	15.64	16.84	16.93
Cash & equivalents	395	471	685	794	879	Asset Quality					
Net loans	43,456	54,396	66,667	77,058	84,862	Credit cost (%)	1.30	1.63	2.04	1.75	1.75
Other current assets	84	442	137	159	176	NPL ratio (%)	2.87	2.71	3.30	2.80	2.90
Fixed assets-net	309	344	445	516	571	Coverage ratio (%)	81.04	88.36	81.31	107.53	118.46
Deferred tax assets	350	378	471	629	802	Leverage Ratios					
Other non-current assets	337	637	443	509	559	Debt/Equity (x)	6.66	4.87	5.63	6.03	6.11
Total assets	44,931	56,669	68,848	79,666	87,849	Liability/Equity (x)	6.93	5.12	5.83	6.25	6.33
Short-term debt	20,612	20,917	13,857	16,720	18,402	Growth					
Long-term debt	17,161	24,143	42,857	49,569	54,829	Loan growth (%)	7.72	25.26	22.93	15.98	10.61
Other liabilities	1,490	2,353	2,055	2,383	2,636	Borrowing growth (%)	7.14	19.29	25.86	16.88	10.47
Total liabilities	39,263	47,413	58,769	68,672	75,867	Total income (%)	7.46	22.77	27.58	19.72	13.82
Paid-up capital	1,759	2,639	2,639	2,639	2,639	Net interest income (%)	9.75	22.83	27.89	15.17	10.22
Share premium	715	2,825	2,825	2,825	2,825	Non-interest income (%)	-4.96	47.30	25.41	24.30	13.20
Retained earnings	3,191	3,803	4,519	5,432	6,421	PPOP (%)	8.77	38.63	35.82	11.09	10.93
Minority interests	0	0	0	0	0	Reported net profit (%)	1.56	36.21	25.71	17.31	9.61
Total shareholders' equity	5,668	9,255	10,080	10,993	11,982	Reported EPS(%)	1.56	-9.19	25.71	17.31	9.61
Total equity & liabilities	44,931	56,669	68,848	79,666	87,849						

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, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.