

AIM INDUSTRIAL GROWTH FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT  
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

AIMIRT TB

BUY

## รวม PPF สร้างการเติบโตให้ DPU

- เป็น Industrial REIT ที่มีทรัพย์สินมีคุณภาพ กระจายตัวทั้งประเภท ทำเล และฐานลูกค้า มีอัตราการเช่าสูงสุดในกลุ่มเดียวกัน
- ขยายการลงทุนเพิ่มพื้นที่ทรัพย์สินคุณภาพเข้าพอร์ตทุกปี ล่าสุดเตรียมรวม PPF ซึ่งเป็นกองทุนที่มีกรรมสิทธิ์ (Freehold) ในที่ดิน อาคารและโรงงาน และไม่มีภาระเงินกู้
- คาด DPU เพิ่มขึ้นหลังรวม PPF ราคาต่ำกว่า NAV 13% แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB14.00
CLOSE	THB10.70
UP/DOWNSIDE	+30.8%
TP vs CONSENSUS	-3.4%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	903	1,047	1,141	1,202
Net profit	502	628	725	772
EPS (THB)	0.84	0.79	0.92	0.98
vs Consensus (%)	-	(11.2)	(4.2)	2.1
EBITDA	686	791	880	926
Recurring net profit	526	628	725	772
Core EPS (THB)	0.88	0.79	0.92	0.98
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(7.1)	(10.2)	15.6	6.4
Core P/E (x)	12.1	13.5	11.7	11.0
Dividend yield (%)	8.3	8.5	8.5	8.8
EV/EBITDA (x)	13.9	14.6	13.2	12.5
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	43.5	33.8	34.2	33.5
ROE (%)	7.1	7.6	7.9	8.4

## เป็น Industrial REIT ที่มีทรัพย์สินมีคุณภาพ หลากหลาย อัตราการเช่าสูง

AIMIRT เป็นกองทรัสต์ประเภท Industrial REIT ที่มีจุดเด่นด้านทรัพย์สินที่เข้าลงทุนที่หลากหลาย มีการกระจายความเสี่ยงทั้งประเภททรัพย์สินและทำเลที่ตั้ง สิ้นปี 2023 สัดส่วนรายได้กระจายตามประเภทของสินทรัพย์ มาจากคลังสินค้า 44% ถึงเก็บสารเคมีเหลว 29% ห้องเย็น 14% และอาคารโรงงาน 13% ผู้เช่ากระจายในหลากหลายอุตสาหกรรม ทำเลที่ตั้งกระจายในหลายจังหวัดทั้งอยุธยา ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ชลบุรี ระยอง จะเชิงเทรา อัตราการเช่าใน 4Q23 อยู่ที่ 97.2% สูงกว่าอุตสาหกรรม และใกล้เคียง 100% มาตลอดหลายปีตั้งแต่ปี 2017

## การรวม PPF ทำให้สัญญา Freehold เพิ่ม ส่วน Leasehold มีอายุกว่า 26 ปี

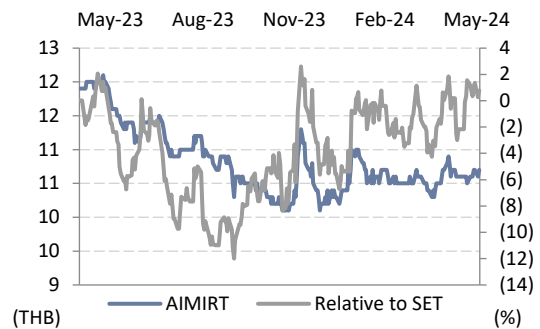
AIMIRT มีการลงทุนเพิ่มต่อเนื่องทุกปีตั้งแต่ IPO ในปี 2018 การเป็น Independent REIT ที่ไม่ได้มีบริษัทแม่เป็นเจ้าของทรัพย์สิน (Sponsor REIT) ไม่เป็นข้อจำกัดในการเพิ่มมูลค่าทรัพย์สิน โดยทรัพย์สินของ AIMIRT เพิ่มขึ้นจาก 2.5 พันล้านบาทในปี 2018 เป็น 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2023 (+35% CAGR) การรวม PPF เข้ามาตั้งแต่ 6 มิ.ย. 2024 จะทำให้ขนาดทรัพย์สินเพิ่มขึ้นอีก 23% เป็น 1.3 หมื่นล้านบาท ช่วยเพิ่มและกระจายแหล่งรายได้ ขยายฐานลูกค้า และเพิ่มสัดส่วนสัญญา Freehold จากปัจจุบัน 60% คาดว่าจะเป็น 67% เพราะทรัพย์สินของ PPF ทั้งหมดเป็น Freehold และเปิดโอกาสให้การกู้ยืมมากขึ้นเนื่องจาก PPF ไม่มีภาระเงินกู้

## ผลประกอบการโตต่อเนื่องตามทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้น

ผลประกอบการของ AIMIRT เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามทรัพย์สินแม้ในช่วง Covid-19 ก็ยังเติบโต โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2018-23) รายได้ +39% CAGR กำไรจากการดำเนินงาน +33% CAGR สำหรับปี 2024 เราคาดว่ากรรวมกองทุน PPF จะทำให้รายได้ค่าเช่าและบริการปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 7% CAGR กำไรปกติ +11% CAGR

## คาด DPU เติบโตต่อเนื่องในปี 2024 ราคาต่ำกว่า NAV 13% แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 14.00 บาทต่อหน่วย (DDM, WACC 9.5% LTG 3%) เราชอบ AIMIRT จาก 1) เป็น Industrial REIT ที่เติบโตแข็งแกร่งตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 2) ทรัพย์สินที่ลงทุนมีคุณภาพ กระจายตัวทั้งประเภท ทำเล ฐานลูกค้า 3) อัตราการเช่าสูงมากมาตลอดและสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน 4) สามารถหาทรัพย์สินเข้ามาเติมพอร์ตได้สม่ำเสมอ การปรับปรุงสภาพ PPF ทำให้สัดส่วน Freehold เพิ่มขึ้น 5) Dividend yield สูง 8-9% และราคาต่ำกว่า NAV 13%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	0.0	0.9	(10.8)
Relative to country (%)	0.7	0.7	(0.3)
Mkt cap (USD m)	172		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Bangkok Life Assurance PCL. (7%)		
12m high/low (THB)	12.10/10.00		
Issued shares (m)	595.48		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530  
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

### Investment thesis

เราประเมินราคาเหมาะสมของ AIMIRT ที่ 14.00 บาทต่อหน่วย (DDM, WACC 9.5% LTG 3%) เราชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) เป็น Industrial REIT ที่เติบโตแข็งแกร่งตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 2) ทรัพย์สินที่กองทรัสต์เข้าลงทุน มีคุณภาพ มีการกระจายตัวทั้งด้านประเภท ทำเล ฐานลูกค้า 3) อัตราการเช่าสูงมากมาโดยตลอดและสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน 4) สามารถหาทรัพย์สินเข้ามาเติมพอร์ตได้สม่ำเสมอ 5) ผลตอบแทนจากเงินปันผลจึงสามารถเติบโตได้แม้ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 และเป็นเงินปันผลที่สูงเป็นอันดับต้นๆ ใน Industrial REIT

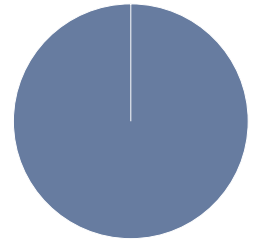
### Company profile

AIMIRT เป็นกองทรัสต์ประเภท Industrial REIT ที่มีการกระจายลงทุนในคลังสินค้า โรงงาน ห้องเย็น และถังเก็บสารเคมีเหลว ผู้เช่ากระจายในหลากหลายอุตสาหกรรมทั้งอุตสาหกรรมสารทำละลาย โลจิสติกส์ ห้องเย็น โรงงานในนิคมอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภค เป็นต้น ทรัพย์สินกระจายอยู่ในทำเลต่างๆ ทั้งอยุธยา ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ชลบุรี ระยอง ฉะเชิงเทรา ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีพื้นที่เช่าทั้งหมด 335,245 ตารางเมตรและมีความจุของถังเก็บสารเคมีเหลว 85,580 กิโลลิตร มีอัตราการเช่าเฉลี่ยทั้งปี 96.8% ไกล่เต็ม 100% ตลอดหลายปีที่ผ่านมา สูงสุดในกลุ่ม Industrial REIT กองทรัสต์มีส่วนผสมของ Freehold 67% Leasehold 33% (หลังรวม PPF) มีอายุสัญญาเช่าเฉลี่ยยาว 26.3 ปี

[www.aimirt.com](http://www.aimirt.com)

### Principal activities (revenue, 2023)

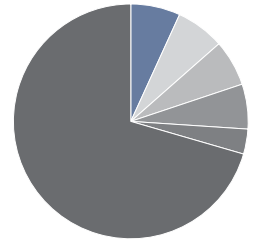
- Rental and service income - 100.0 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

### Major shareholders

- Bangkok Life Assurance PCL. - 6.8 %
- Krungthai-Axa Life Insurance PCL. - 6.7 %
- Allianz Ayudhya Assurance PCL. - 6.4 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 6.2 %
- SJWD - 3.4 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

### Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ตเพิ่มเติม 2) การปรับเพิ่มอัตราค่าเช่า 3) การเติบโตของเศรษฐกิจและการลงทุนในประเทศที่ดีกว่าคาด

### Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนชะลอมากกว่าคาด; 2) ลูกค้าไม่ต่อสัญญาและไม่สามารถหาลูกค้าใหม่มาทดแทนได้; 3) อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าคาด; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

### Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings and DPU announcement

### Key assumptions

	(unit)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Rental revenue	(THB m)	1,047	3,273	3,469
Net leaseable area	(sq.m)	469,583	469,583	469,583
Chemical storage	(kl.)	85,580	85,580	85,580
Leaseable area	(sq.m.)	440,065	3,632	3,741
Avg. occupancy rate	(%)	94%	23.3	22.9
Avg. rental rate per sq.m.	(THB/m)	198	211	220

Source: FSSIA estimates

### Earnings sensitivity

- For every 3% change in the average rental rate, we project AIMIRT's 2024 core profit to change by 3%, all else being equal.
- For every 1% change in the occupancy rate, we project AIMIRT's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

## ทรัพย์สินมีคุณภาพ กระจายความเสี่ยงทั้งประเภทและทำเล

AIMIRT มีทรัพย์สินที่หลากหลาย มีการกระจายความเสี่ยงที่ดีทั้งประเภททรัพย์สินและทำเลที่ตั้ง โดยสิ้นปี 2023 ทรัพย์สินที่ AIMIRT เข้าลงทุนมี 14 โครงการจากเจ้าของ 9 ราย แบ่งสัดส่วนรายได้ตามประเภทของสินทรัพย์ มาจากคลังสินค้า 44% ถึงเก็บสารเคมีเหลว 29% ห้องเย็น 14% และอาคารโรงงาน 13% ในส่วนของผู้เช่า มีการกระจายในหลากหลายอุตสาหกรรมทั้งอุตสาหกรรมสารทำละลาย โลจิสติกส์ ห้องเย็น โรงงานในนิคมอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภค เป็นต้น การกระจายตัวของทรัพย์สินทำให้เกิดการกระจายตัวของทำเลที่ตั้งไปในหลายจังหวัดทั้งอยุธยา ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ชลบุรี ระยอง ฉะเชิงเทรา เป็นต้น

ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีพื้นที่เช่าทั้งหมด 335,245 ตารางเมตรและมีความจุของถังเก็บสารเคมีเหลว 85,580 กิโลลิตร มีอัตราการเช่าเฉลี่ยทั้งปี 96.8% ใกล้เคียง 100% มาตลอดหลายปีตั้งแต่ปี 2017 แม้กระทั่งในช่วงโควิดที่อัตราการเช่าลดลงมาบ้างแต่ถือว่ายังอยู่ใกล้ 100% สะท้อนว่าการกระจายตัวของประเภททรัพย์สินที่หลากหลายและทำเลที่ตั้ง ช่วยกระจายความเสี่ยงให้แก่กองทรัสต์

อันที่จริงหากดูเป็นรายโครงการ ส่วนใหญ่มีผู้เช่าเต็ม 100% มีเพียงโครงการ TIP มีพื้นที่ว่างลง 1 ยูนิตจากทั้งหมด 3 โครงการ และ MS Warehouse ยูนิตที่ว่าง 1 ยูนิตจากทั้งหมด 5 ยูนิต ยูนิตที่ว่างลงคิดเป็นรายได้ไม่ถึง 5% ของรายได้รวม ทั้งนี้ อัตราการเช่าเฉลี่ยที่ 96.8% สูงกว่าอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ย 91.0%

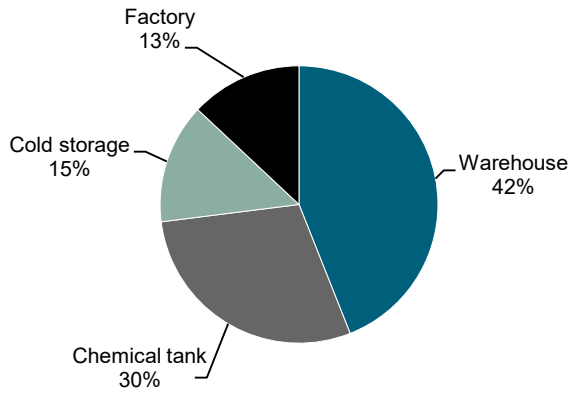
### Exhibit 1: Projects under management in 4Q23

<p>SCC OR = 100%</p> 	<p>TAFFETA OR = 100%</p> 	<p>PCW PRECIOUS WOOD® OR = 100%</p> 	<p>OR = 100% SCGJWD LOGISTICS</p> <p>PCS</p> 
<p>BIP OR = 100%</p> 	<p>MS WAREHOUSE OR = 86%</p> 	<p>OR = 92% TIP</p> <p>TIP 7</p> 	<p>JPAC 1&amp;2</p> 
<p>CHEWA OR = 100%</p> 	<p>LF OR = 100% LIVING &amp; FACILITIES</p> 	<p>TIP 8</p> 	<p>DTS</p> 
		<p>TIP 5&amp;8</p> 	<p>JWD NAVA</p> 

Note: Info as of December 2023

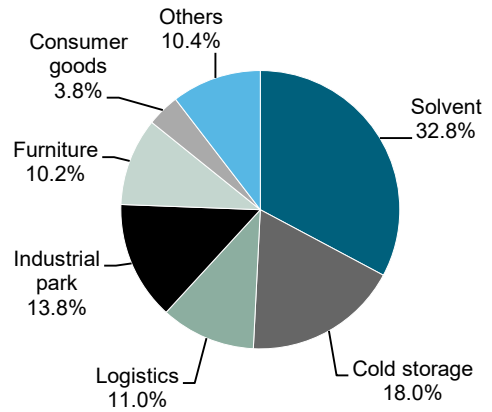
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 2: Revenue contribution by asset type**



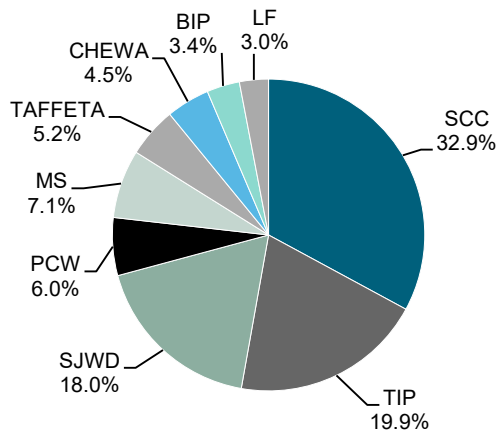
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 3: Revenue contribution by tenants' industry**



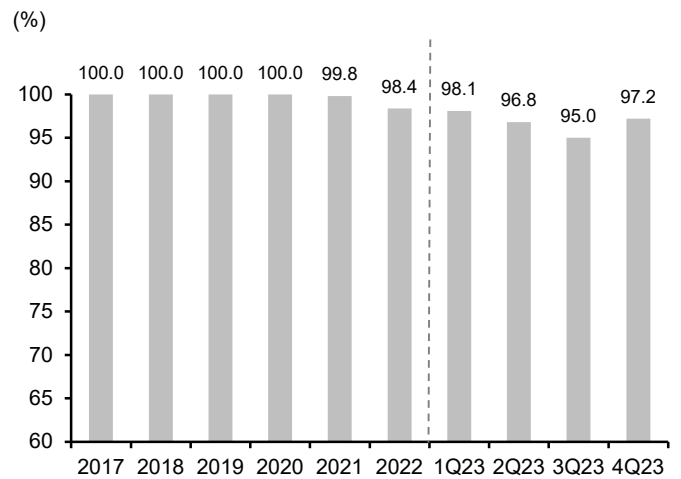
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 4: Revenue contribution by projects**



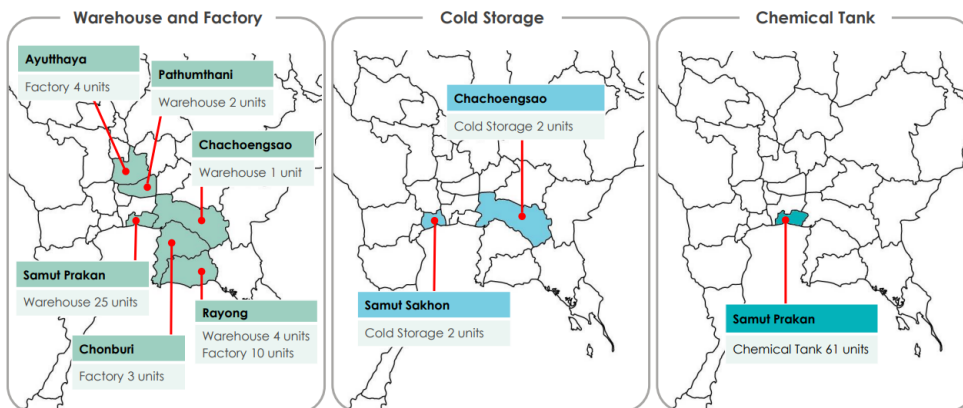
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 5: Occupancy rate**



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

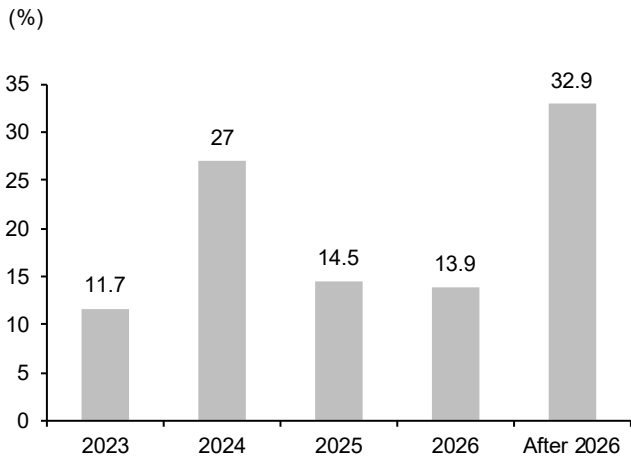
**Exhibit 6: Strategic and diversified locations of industrial properties**



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

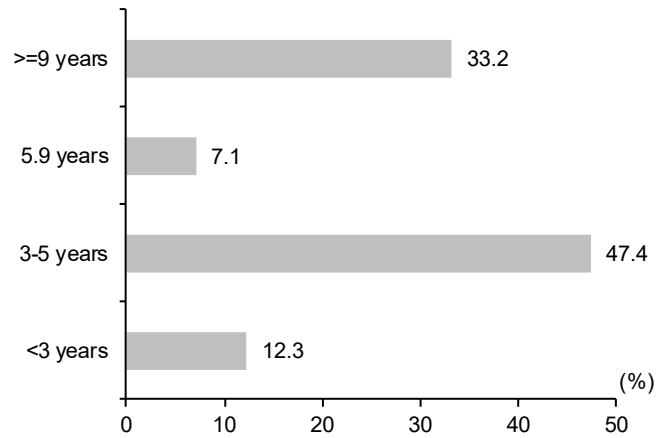
ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2023 สัญญาเช่ามีสัดส่วน Freehold : Leasehold 60% : 40% ในส่วนที่เป็น Leasehold สัญญาเช่ามีอายุเหลืออยู่เฉลี่ย 26.3 ปี

**Exhibit 7: Lease expiry profile**



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 8: Lease term**



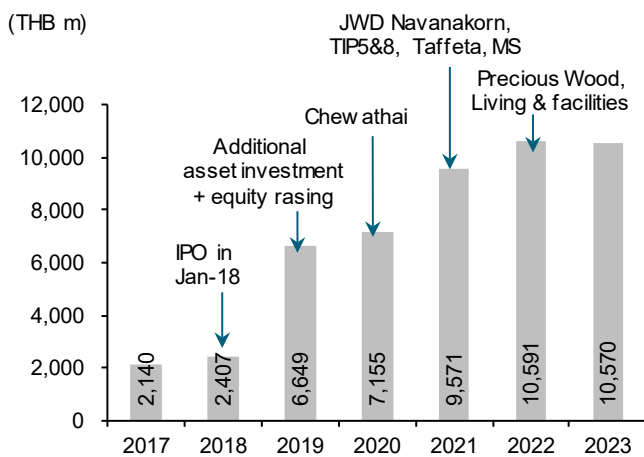
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง**

สินทรัพย์รวมสิ้นปี 2023 อยู่ที่ 11,068 ล้านบาท โดยหลักเป็นเงินลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่า 10,570 ล้านบาท ซึ่งลดลงจากปีก่อนหน้าเล็กน้อยจากการประเมินมูลค่าทรัพย์สินประจำปี และมีผลขาดทุนทางบัญชีจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรม แต่เติบโตต่อเนื่องจาก 2,407 ล้านบาทในปี 2018 ซึ่งเป็นปีแรกที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ แหล่งของเงินลงทุนมาจากการเพิ่มทุนและการก่อหนี้ โดยเฉพาะในปี 2021-22 ที่กองทรัสต์ขยายการลงทุนอย่างรวดเร็วโดยเข้าลงทุนในโครงการเจดีย์เบ็ญจิติ นวนคร โครงการ TIP 5 และ 8 โครงการ Thai Taffeta และโครงการ MS Warehouse และในปี 2022 ยังเข้าลงทุนเพิ่มในอีก 2 โครงการ ส่งผลให้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้นจาก 2,592 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 3,481 ล้านบาทในปี 2022 ก่อนจะปรับลดลงเล็กน้อยในปี 2023 จากการชำระคืนเงินกู้

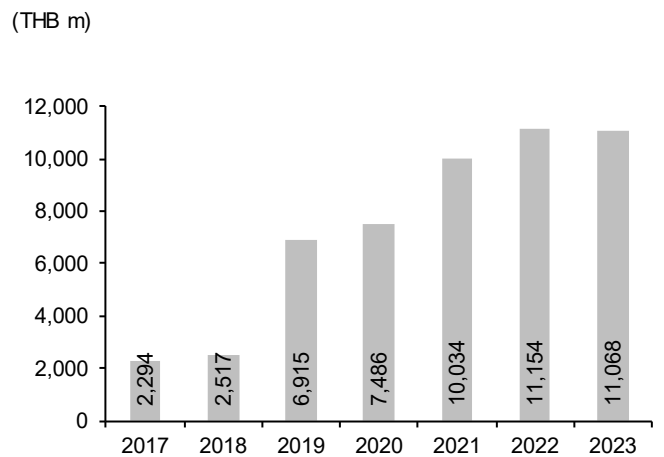
แม้หนี้เงินกู้จะเพิ่มขึ้นแต่อัตราส่วนหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ต่ำกว่า 0.5 เท่ามาโดยตลอด เงินกู้จำนวนดังกล่าวจะครบกำหนดในปี 2025 ราว 27% ซึ่งกองทรัสต์ได้เตรียมปรับโครงสร้างเงินทุนไว้แล้ว

**Exhibit 9: Investment in properties in 2017-23**



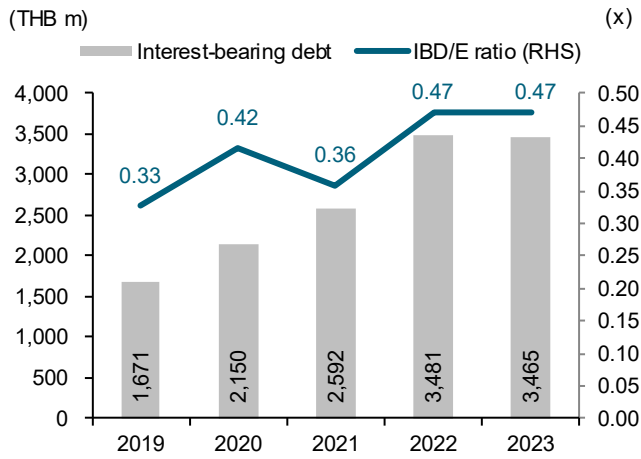
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 10: Total assets in 2017-23**



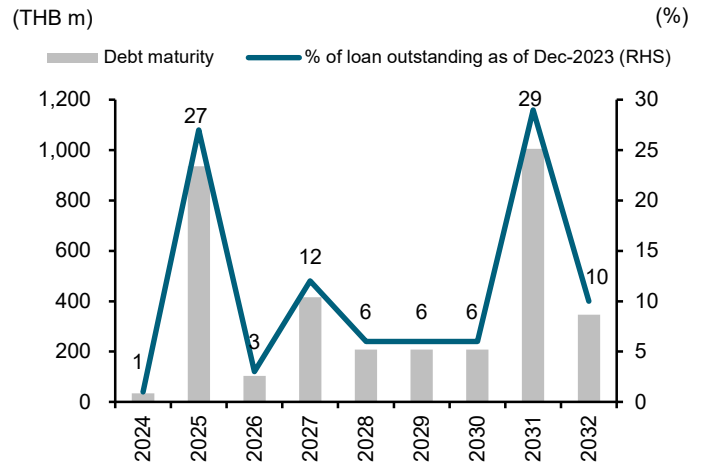
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 11: Interest-bearing debt and IBD/E ratio**



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 12: Debt maturity profile**

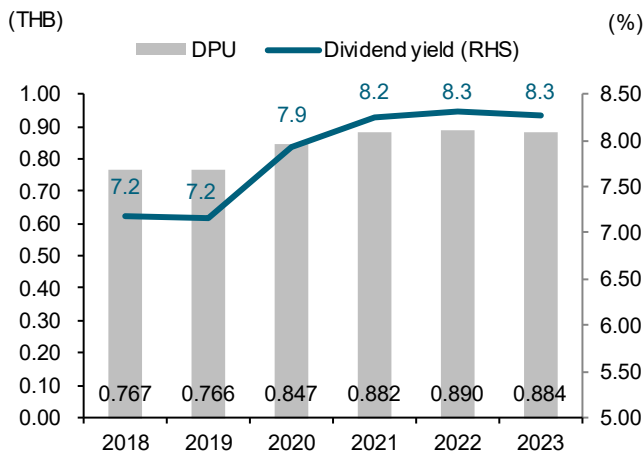


Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**AIMIRT จ่ายเงินปันผลสูงเป็นลำดับต้น ๆ ในกลุ่ม Industrial REIT**

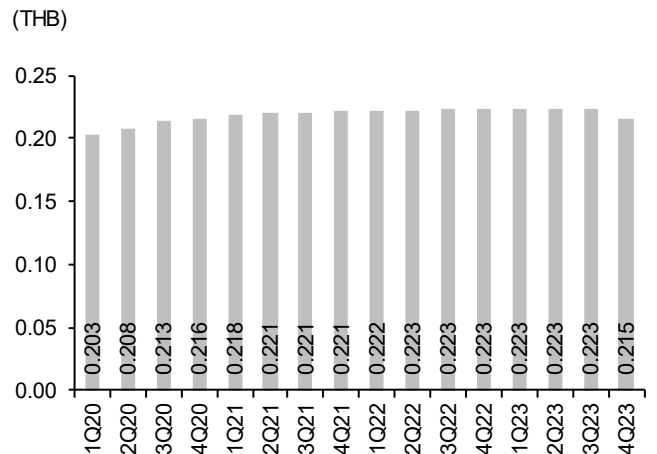
AIMIRT จ่ายเงินปันผล (DPU) สม่าเสมอในระดับสูงเป็นอันดับต้น ๆ นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ตามมูลค่าการลงทุนและผลประกอบการที่เพิ่มขึ้น แม้แต่ในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ปี 2019 เงินปันผลแทบไม่ถูกกระทบและหลังจากนั้น DPU เพิ่มขึ้นทุกปี สำหรับปี 2024 AIMIRT จ่ายเงินปันผล 0.884 บาทต่อหน่วย ลดลงเล็กน้อยจากปีก่อนหน้าจากผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดที่ปรับสูงขึ้นตลอดทั้งปี ซึ่งทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มสูงขึ้น แต่ AIMIRT ยังคงเป็นกองทรัสต์ที่จ่ายเงินปันผลสูงโดยให้ Dividend yield ถึงกว่า 8% ต่อปี

**Exhibit 13: DPU, yearly**



Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024  
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**Exhibit 14: DPU, quarterly**



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

**PPF เป็นทรัพย์สินที่มีศักยภาพ หนุนทรัพย์สินรวมเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญ**

การแปลงสภาพของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ปิ่นทอง อินดัสเตรียล ปาร์ค (PPF) เข้าร่วมกับกอง AIMIRT โดยการออกหน่วยทรัสต์เพิ่มทุนเพื่อแลกหุ้น พร้อมเงินสด เพื่อแลกเปลี่ยนกับทรัพย์สินและหนี้สินของ PPF โดยคาดว่าจะดำเนินการแล้วเสร็จภายในวันที่ 6 มิ.ย. 2024

การรับแปลงสภาพของกองทุนรวม PPF จะทำโดยการแลกหุ้น (Swap) โดยมีอัตราการแลกหุ้นคือ 1 PPF : 0.8731 AIMIRT และเงินสด 0.75 บาทต่อหน่วยของ PPF ทั้งนี้ AIMIRT จะเพิ่มทุนไม่เกิน 196.0 ล้านบาทให้แก่ผู้ถือหน่วยของ PPF และกู้เงินไม่เกิน 550 ล้านบาท เพื่อส่งมอบให้กองทุนรวม PPF ไม่เกิน 168.4 ล้านบาท ส่วนที่เหลือรองรับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับการแปลงสภาพ และชำระคืนเงินกู้ของกองทรัสต์บางส่วนเพื่อเป็นการปรับโครงสร้างเงินทุน ทำให้ AIMIRT จะไม่มีภาระต้องชำระคืนเงินกู้ในปี 2024 และทำให้ทุนชำระแล้วของ AIMIRT ภายหลังการเพิ่มทุนเพิ่มขึ้นเป็น 791.5 ล้านบาท

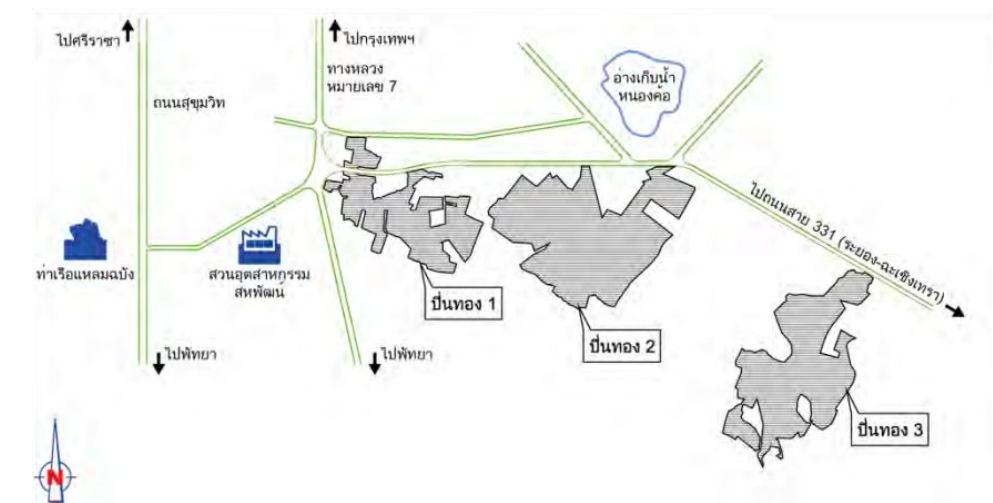
PPF เป็นกองทรัสต์ที่ลงทุนในกรรมสิทธิ์ที่ดิน อาคารโรงงาน และคลังสินค้า เป็น Freehold ทั้งหมดอยู่ในโครงการนิคมอุตสาหกรรมปิ่นทอง 1 ปิ่นทอง 2 และปิ่นทอง 3 ในเขต EEC จังหวัดชลบุรี ณ สิ้นปี 2023 มีโรงงานและคลังสินค้ารวม 90 ยูนิต พื้นที่รวม 151 ไร่ พื้นที่ให้เช่ารวม 134,338 ตร.ม.

**Exhibit 15: Assets of PPF**

	จำนวนเฟส	จำนวนยูนิตโรงงาน/คลังสินค้า	พื้นที่ (ไร่-งาน-ตร.ว.)	พื้นที่อาคาร (ตร.ม.)
ปิ่นทอง 1 (PIP1)	10	59	86-0-42.2	84,999
ปิ่นทอง 2 (PIP2)	5	28	54-0-37.5	41,539
ปิ่นทอง 3 (PIP3)	1	3	11-1-7.4	7,800
<b>รวม</b>	<b>19</b>	<b>90</b>	<b>151-1-87.1</b>	<b>134,338</b>

Source: PIN

**Exhibit 16: Location of Pinthong Industrial Estate**



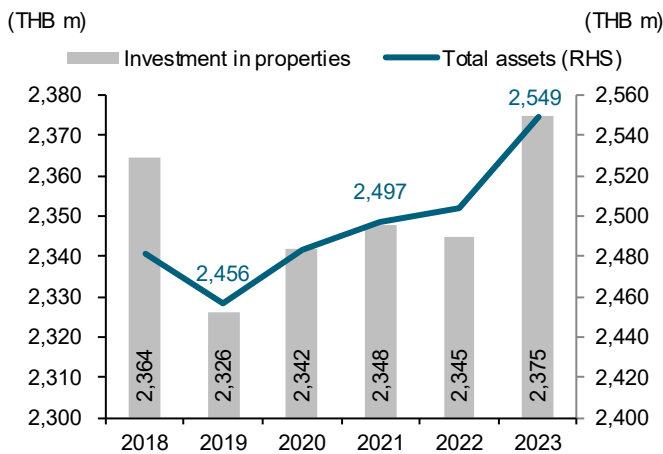
Source: PPF prospectus

ผู้เช่าหลักของ PPF อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนยานยนต์ โดยในปี 2023 มีสัดส่วน 39% รองลงมา เป็นกลุ่มโลหะ 14% กลุ่มบรรจุภัณฑ์ 9% กลุ่มพลาสติก 7% เป็นต้น ลูกค้ำราว 41% เป็นชาวญี่ปุ่น รองลงมาเป็นชาวไทย 20%

ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-23) สินทรัพย์ของ PPF เพิ่มขึ้นจาก 2,456 ล้านบาทในปี 2019 เป็น 2,549 ล้านบาทในปี 2023 โดยเป็นเงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ 2,375 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 2,326 ล้านบาท ในปี 2019 โครงการก่อสร้างที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนักรายได้จากค่าเช่าและค่าบริการโตต่ำเฉลี่ย 1.3% CAGR ในช่วงปี 2018-23 แต่มีความสม่ำเสมอจากอัตราการเช่าเฉลี่ยที่สูงกว่า 85% มาโดยตลอด โดย รายได้อยู่ในระดับเฉลี่ย 205 ล้านบาทต่อปี และมีกำไรจากการดำเนินงานเฉลี่ย 170 ล้านบาทต่อปี หรือ ขยายตัว 1.8% CAGR (2018-23)

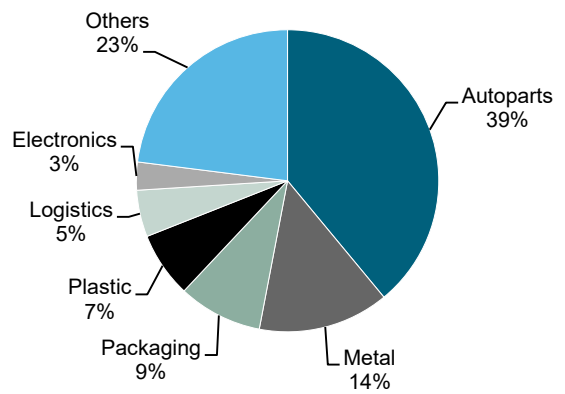
นอกจากนี้ PPF จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอในอัตราปีละ 0.700-0.7116 บาทต่อหน่วย สำหรับปี 2023 ที่ ผ่านมา PPF จ่ายเงินปันผล 0.753 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield 7.2%

**Exhibit 17: PPF's investment in properties and total assets**



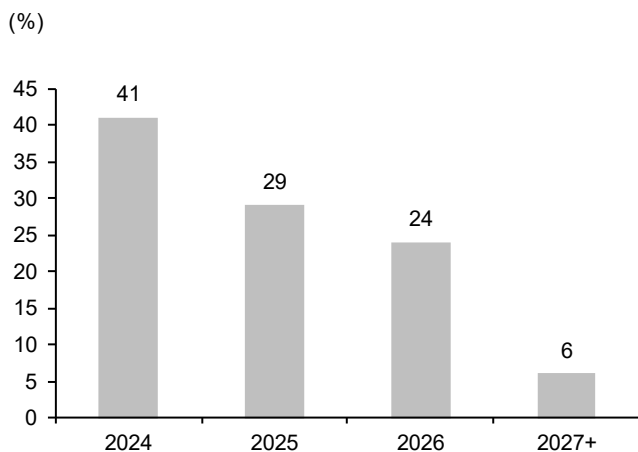
Sources: PPF, FSSIA's compilation

**Exhibit 18: Revenue contribution by industry**



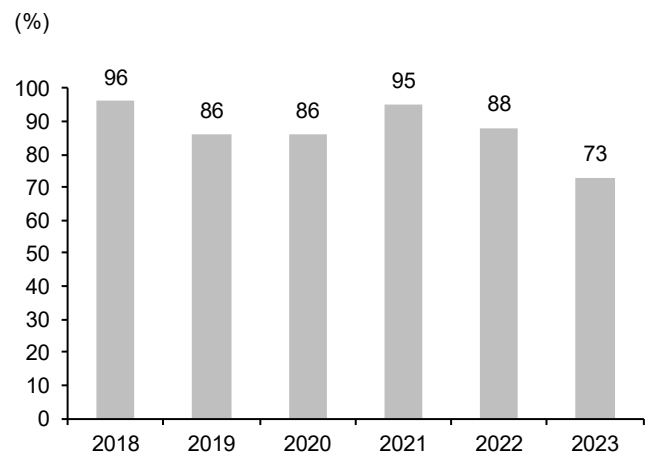
Sources: PPF, FSSIA's compilation

**Exhibit 19: PPF's contract expiry**



Sources: PPF, FSSIA's compilation

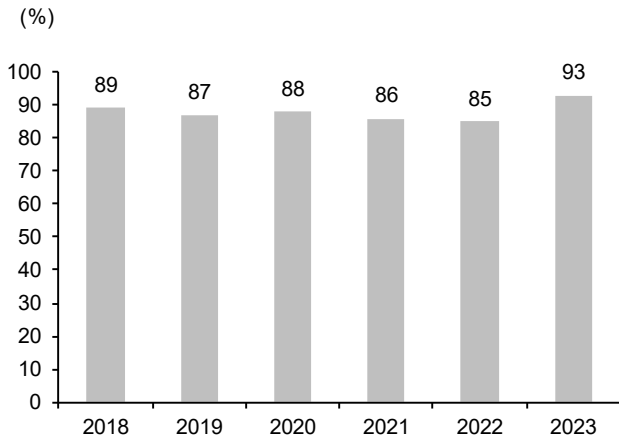
**Exhibit 20: PPF's contract renewal rate**



Sources: PPF, FSSIA's compilation

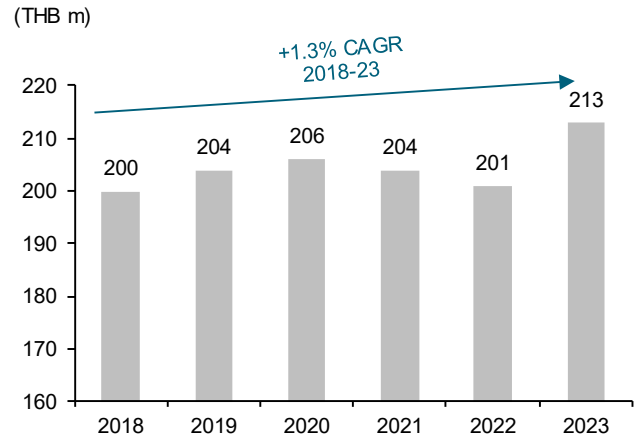


**Exhibit 21: PPF's occupancy rate**



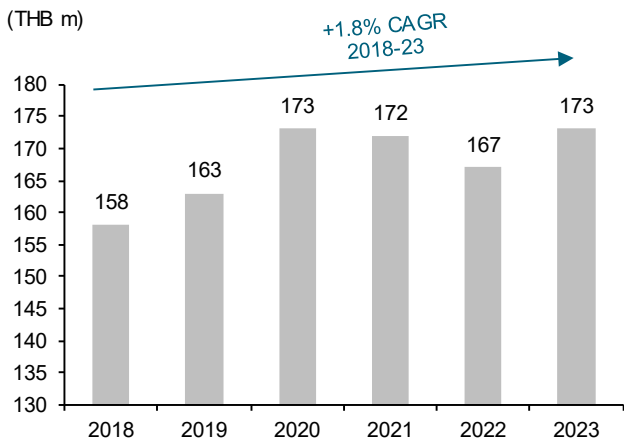
Sources: PPF, FSSIA's compilation

**Exhibit 22: PPF's rental and service revenue**



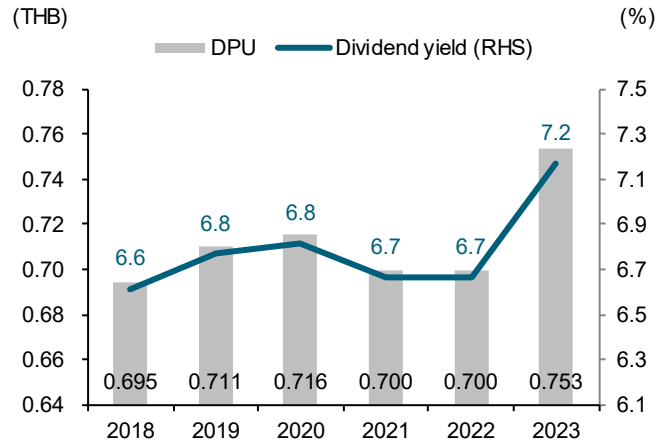
Sources: PPF, FSSIA's compilation

**Exhibit 23: PPF's core profit**



Sources: PPF, FSSIA's compilation

**Exhibit 24: PPF's DPU and dividend yield**



Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024  
Sources: PPF, FSSIA's compilation

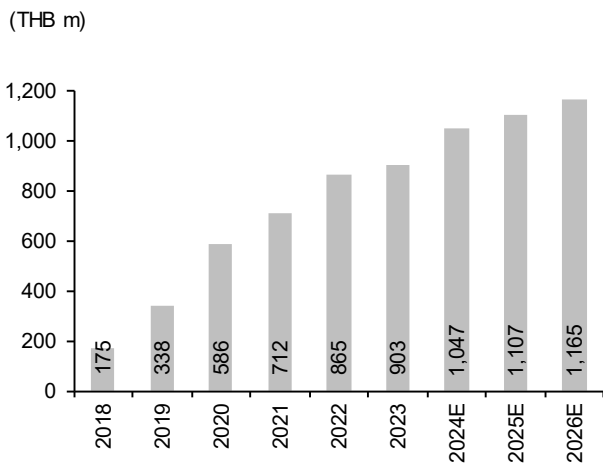
**การรวม PPF เป็นประโยชน์ต่อทั้งผู้ถือหน่วยทั้งสองฝ่าย**

การรวมกันระหว่าง AIMIRT และ PPF เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหน่วยทั้งสองฝ่าย ตอบโจทย์ AIMIRT ใน การเพิ่มพื้นที่ทรัพย์สินที่มีศักยภาพและสร้างการเติบโตอย่างต่อเนื่อง

- 1) ขนาดทรัพย์สินของ AIMIRT ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 23% หรือประมาณ 2.5 พันล้านบาท เป็น 1.36 หมื่นล้านบาท
- 2) การกระจายความเสี่ยงของประเภททรัพย์สิน ทำเลที่ตั้ง เพิ่มความหลากหลายของแหล่งรายได้มากขึ้นกว่าเดิม โดยลูกค้าในอุตสาหกรรมยานยนต์ โลหะ และท่าเรือในเขตแหลมฉบัง EEC นั้น ในปัจจุบัน AIMIRT แทบไม่มี การที่ทรัพย์สินของ PPF อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของภาคอุตสาหกรรม สร้าง Synergy เพิ่มความสามารถในการสร้างรายได้ค่าเช่าในระยะยาว
- 3) อายุของทรัพย์สินยาวขึ้น ณ สิ้นปี 2023 ที่ AIMIRT มีสัญญาประเภท Freehold : Leasehold 60 : 40 ซึ่งในส่วน 40% ที่เป็นสัญญาเช่า มีอายุคงเหลือ 26.3 ปี ขณะที่ทรัพย์สินของ PPF ทั้งหมดเป็น Freehold ทำให้สัดส่วนสัญญา Freehold ของทั้งกลุ่มคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 67%

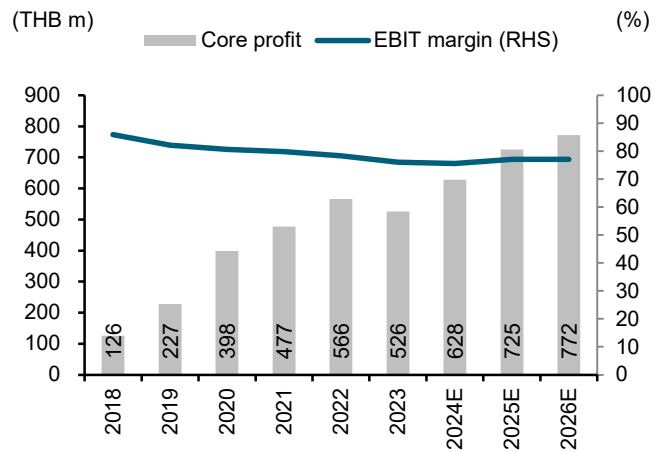
- 4) เปิดโอกาสให้การกู้ยืมมากขึ้นในอนาคตเนื่องจาก PPF ไม่มีภาระเงินกู้ การรวมกับ PPF ซึ่งเป็นทรัพย์สินประเภท Freehold ทั้งหมด คาดว่าจะทำให้อัตราส่วนหนี้มีดอกเบี้ยต่อสินทรัพย์รวม (IBD/TA) ลดลงจากสิ้นปี 2023 ที่ 31.3% เป็น 26.0% สิ้นปี 2024 และเหลือราว 25% สิ้นปี 2025 AIMIRT จึงสามารถใช้ประโยชน์จากสัดส่วนการกู้ยืมเงินที่ลดลง ขยายการลงทุนได้ในอนาคต (ทั้งนี้ กองทรัสต์สามารถกู้ยืมเงินได้ไม่เกิน 35% ของมูลค่าทรัพย์สินรวม แต่หากมี rating ระดับ Investment grade กู้ได้ถึง 60% ของมูลค่าขายดัตสินทรัพย์สินรวม)
- 5) รายได้และกำไรจากการดำเนินงานของ AIMIRT เพิ่มขึ้นทันทีประมาณปีละ 200 ล้านบาทและ 170 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 23% และ 33% ตามลำดับ สำหรับปี 2024 เราคาดว่า การรับแปลงสภาพของ PPF จะเกิดขึ้นในช่วง 2H24 ภายหลังจากกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับค่าธรรมเนียมการแปลงสภาพกองทุน PPF เป็น REIT มีผลบังคับใช้ราวกลางปี 2024 ทำให้ AIMIRT รับรู้ผลประกอบการของ PPF เพียงครึ่งปีในปี 2024 เราคาดว่ารายได้ค่าเช่าและบริการปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 16%/9%/5% (+7% CAGR) คาดกำไรปกติเติบโต 19%/16%/6% (+11% CAGR)
- 6) คาดเงินปันผลปี 2024 หลังรวม PPF เพิ่มเป็น 0.907 บาท เป็น Dividend yield สูงถึง 8.5%
- 7) มูลค่าตลาดของ AIMIRT คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็นกว่า 8.4 พันล้านบาท จากปัจจุบัน 6.4 พันล้านบาท เป็น REIT ที่ใหญ่เป็นอันดับ 11 สภาพคล่องในการซื้อขายเพิ่มขึ้น

Exhibit 25: AIMIRT's post-merger revenue



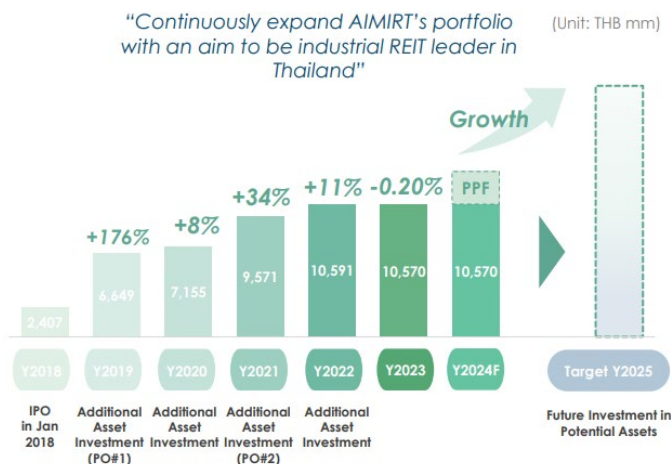
Sources: AIMIRT, PPF, FSSIA estimates

Exhibit 26: AIMIRT's post-merger EBIT margin & core profit



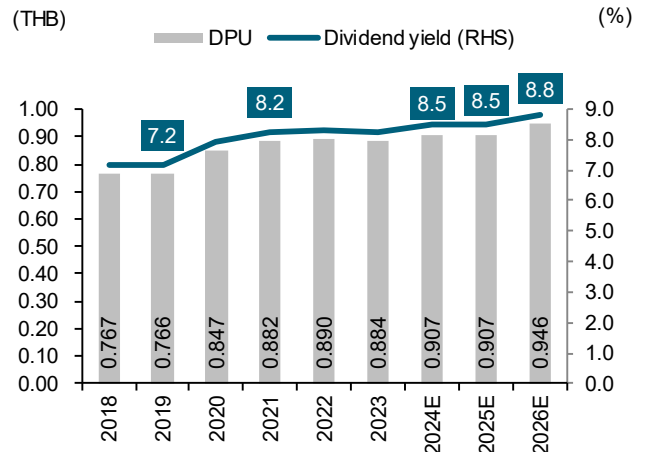
Sources: AIMIRT, PPF, FSSIA estimates

Exhibit 27: AIMIRT: Inorganic growth through acquisitions



Source: AIMIRT

Exhibit 28: Post-merger DPU and dividend yield

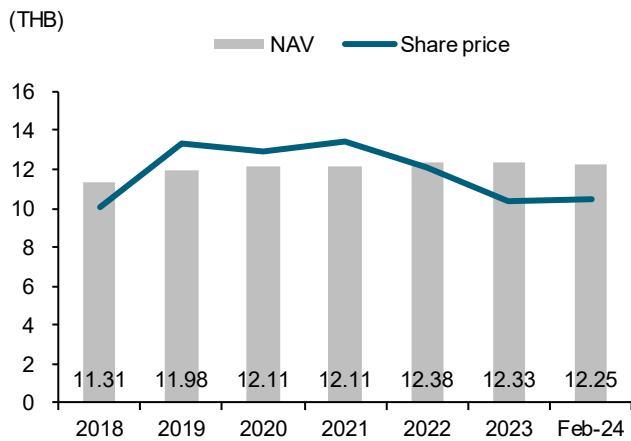


Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024  
Sources: AIMIRT, PPF, FSSIA estimates

### ประเมินราคาเหมาะสม 14 บาท

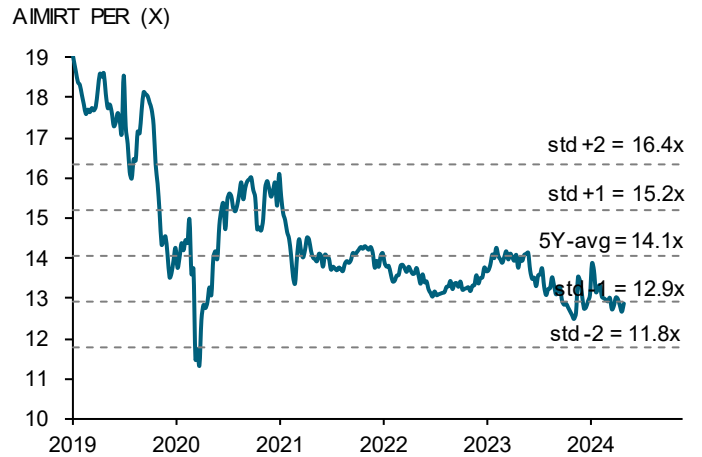
เราประเมินราคาเหมาะสมของ AIMIRT ที่ 14.00 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 9.5% Long-term growth rate 3% แนะนำซื้อ เราชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) เป็น Industrial REIT ที่มีการเติบโตแข็งแกร่งตามการเติบโตของภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 2) ทรัพย์สินที่กองทรัสต์เข้าลงทุน มีคุณภาพ มีการกระจายตัวทั้งด้านประเภท ทำเล ฐานลูกค้า 3) อัตราการเช่าสูงมากมาโดยตลอด และสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน 4) สามารถในการหาทรัพย์สินเข้ามาเติมพอร์ตได้สม่ำเสมอ 5) ผลตอบแทนจากเงินปันผลจึงสามารถเติบโตได้แม้ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 คิดเป็น Dividend yield สูงถึงกว่า 8% และราคายังต่ำกว่า NAV 13%

Exhibit 29: AIMIRT's NAV vs share price



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 30: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Financial Statements

### AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	865	903	1,047	1,141	1,202
Cost of goods sold	(68)	(88)	(105)	(110)	(115)
<b>Gross profit</b>	<b>797</b>	<b>815</b>	<b>942</b>	<b>1,032</b>	<b>1,086</b>
Other operating income	2	9	12	13	13
Operating costs	(122)	(138)	(163)	(166)	(174)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>677</b>	<b>686</b>	<b>791</b>	<b>880</b>	<b>926</b>
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>677</b>	<b>686</b>	<b>791</b>	<b>880</b>	<b>926</b>
Net financing costs	(111)	(160)	(163)	(154)	(154)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	122	(24)	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>688</b>	<b>502</b>	<b>628</b>	<b>725</b>	<b>772</b>
Tax	0	0	0	0	0
<b>Profit after tax</b>	<b>688</b>	<b>502</b>	<b>628</b>	<b>725</b>	<b>772</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>688</b>	<b>502</b>	<b>628</b>	<b>725</b>	<b>772</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>(122)</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>566</b>	<b>526</b>	<b>628</b>	<b>725</b>	<b>772</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.95	0.88	0.79	0.92	0.98
Reported EPS	1.16	0.84	0.79	0.92	0.98
DPS	0.89	0.88	0.91	0.91	0.95
Diluted shares (used to calculate per share data)	595	595	791	791	791
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	21.5	4.3	16.0	9.0	5.3
Operating EBITDA (%)	19.1	1.3	15.3	11.2	5.2
Operating EBIT (%)	19.1	1.3	15.3	11.2	5.2
Recurring EPS (%)	18.8	(7.1)	(10.2)	15.6	6.4
Reported EPS (%)	41.1	(27.1)	(5.9)	15.6	6.4
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	92.1	90.2	90.0	90.4	90.4
Gross margin exc. depreciation (%)	92.1	90.2	90.0	90.4	90.4
Operating EBITDA margin (%)	78.3	76.0	75.5	77.1	77.0
Operating EBIT margin (%)	78.3	76.0	75.5	77.1	77.0
Net margin (%)	65.5	58.3	60.0	63.6	64.2
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	93.6	100.1	114.3	99.0	97.0
Interest cover (X)	6.1	4.3	4.8	5.7	6.0
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	6.8	6.5	6.7	6.8	7.1
ROIC (%)	6.8	6.5	6.7	6.8	7.1
ROE (%)	7.8	7.1	7.6	7.9	8.4
ROA (%)	6.4	6.2	6.4	6.5	6.8

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	865	903	1,047	1,141	1,202

Sources: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

## Financial Statements

### AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	566	526	628	725	772
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(833)	(52)	(2,465)	0	0
Change in working capital	45	120	257	101	151
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(222)</b>	<b>594</b>	<b>(1,580)</b>	<b>826</b>	<b>923</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Dividends paid	(529)	(531)	(718)	(718)	(749)
Equity finance	0	0	1,960	0	0
Debt finance	888	(17)	0	73	(17)
Other financing cash flows	(101)	(150)	(163)	(154)	(154)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>258</b>	<b>(699)</b>	<b>1,079</b>	<b>(799)</b>	<b>(919)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	579	8	34
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>579</b>	<b>8</b>	<b>34</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>36</b>	<b>(105)</b>	<b>78</b>	<b>35</b>	<b>38</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(110.96)	754.20	(1,417.21)	980.32	1,076.85
Free cash flow to equity (FCFE)	564.42	426.61	(1,164.59)	753.19	787.02

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
FCFF per share	(0.19)	1.27	(2.38)	1.65	1.81
FCFE per share	0.95	0.72	(1.96)	1.26	1.32
Recurring cash flow per share	(0.45)	0.80	(2.32)	0.92	0.98

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	10,763	10,769	13,234	13,234	13,234
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>10,763</b>	<b>10,769</b>	<b>13,234</b>	<b>13,234</b>	<b>13,234</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	376	271	349	384	422
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	16	28	28	30	33
<b>Current assets</b>	<b>391</b>	<b>299</b>	<b>377</b>	<b>414</b>	<b>456</b>
Other assets	0	0	0	0	0
<b>Total assets</b>	<b>11,154</b>	<b>11,068</b>	<b>13,611</b>	<b>13,648</b>	<b>13,689</b>
Common equity	7,372	7,343	9,213	9,220	9,243
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>7,372</b>	<b>7,343</b>	<b>9,213</b>	<b>9,220</b>	<b>9,243</b>
Long term debt	3,481	3,465	3,465	3,538	3,521
Other long-term liabilities	19	18	586	585	609
<b>Long-term liabilities</b>	<b>3,500</b>	<b>3,483</b>	<b>4,051</b>	<b>4,122</b>	<b>4,130</b>
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	282	243	347	305	316
<b>Current liabilities</b>	<b>282</b>	<b>243</b>	<b>347</b>	<b>305</b>	<b>316</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>11,154</b>	<b>11,068</b>	<b>13,611</b>	<b>13,648</b>	<b>13,689</b>
Net working capital	(266)	(215)	(319)	(275)	(283)
Invested capital	10,497	10,554	12,915	12,959	12,951

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Book value per share	12.38	12.33	11.64	11.65	11.68
Tangible book value per share	12.38	12.33	11.64	11.65	11.68

Financial strength	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net debt/equity (%)	42.1	43.5	33.8	34.2	33.5
Net debt/total assets (%)	27.8	28.9	22.9	23.1	22.6
Current ratio (x)	1.4	1.2	1.1	1.4	1.4
CF interest cover (x)	6.1	3.7	(6.1)	5.9	6.1

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>11.2</b>	<b>12.1</b>	<b>13.5</b>	<b>11.7</b>	<b>11.0</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>14.7</b>	<b>15.9</b>	<b>17.7</b>	<b>15.3</b>	<b>14.4</b>
Reported P/E (x)	9.3	12.7	13.5	11.7	11.0
Dividend yield (%)	8.3	8.3	8.5	8.5	8.8
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Price/tangible book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x) **	14.0	13.9	14.6	13.2	12.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	16.9	16.8	17.9	16.2	15.3
EV/invested capital (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted \*\* EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for <b>THSI inclusion</b> , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. <b>SETTHSI Index</b> is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																											
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																											
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&amp;A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																											
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																											
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																									
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																											
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="0" style="margin-left: 20px;"> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td><b>Leader:</b></td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td><b>Average:</b></td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570			<b>A</b>	5.714-7.142			<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285			<b>B</b>	1.429-2.856			<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
<b>AA</b>	7.143-8.570																												
<b>A</b>	5.714-7.142																												
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
<b>BB</b>	2.857-4.285																												
<b>B</b>	1.429-2.856																												
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																										
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																												
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																												
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																												
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																											
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																											

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT	AIMIRT TB	THB 10.70	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนชะลอมากกว่าคาด; 2) ลูกค้านำไม่ต่อสัญญาและไม่สามารถหาลูกค้าใหม่มาทดแทนได้; 3) อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าคาด; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Source: FSSIA estimates

### Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 30-Apr-2024 unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

\* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

### Industry Recommendations

**Overweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

**Neutral.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

**Underweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

### Country (Strategy) Recommendations

**Overweight (O).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Neutral (N).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Underweight (U).** Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.