

AIM INDUSTRIAL GROWTH FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

AIMIRT TB

BUY

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB13.45
CLOSE	THB11.00
UP/DOWNSIDE	+22.3%
PRIOR TP	THB14.00
CHANGE IN TP	-3.9%
TP vs CONSENSUS	-2.5%

เงินปันผลลดชั่วคราวแต่ยิลด์ยังสูง

- PPF มีอัตราการเช่าสูง 93% ขณะที่อัตราการเช่าของ AIMIRT ลดลงในช่วง 2Q24 เราคาดว่าไตรมาส 3Q24 กลับมาโต q-q, y-y จากการรวม PPF เต็มไตรมาส
- ปรับกำไรปกติปี 2024-26 ลง 16%/8%/6% ทำให้กำไรเติบโต 4%/21%/10%
- คาดเงินปันผลปี 2024 ลดลงชั่วคราว ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 13.45 บาท

ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลังรวม PPF

ภายหลังการรับโอนทรัพย์สินของ PPF เข้ามารวมกับ AIMIRT ตั้งแต่วันที่ 6 มิ.ย. 2024 ที่ผ่านมา ทำให้ ณ สิ้น 2Q24 เงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าเพิ่มขึ้นเป็น 13,007 ล้านบาท สัดส่วนของ Freehold เพิ่มขึ้นเป็น 68% ขณะที่ Leasehold มีสัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี มีโรงงานให้เช่าในพื้นที่ EEC เพิ่มขึ้น แม้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น แต่อัตราสวนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ลดลงเหลือ 0.39 เท่า ณ สิ้น 2Q24

คาดการณ์กำไรปกติ 3Q24 โต q-q, y-y จากการรวม PPF เต็มไตรมาส

ทรัพย์สินของ PPF มีคุณภาพสูง มีอัตราการเช่าสูง 93% ในช่วง 2Q24 ขณะที่อัตราการเช่าของ AIMIRT ลดลงและอาจลดต่ออีกเล็กน้อยใน 3Q24 จากสัญญาเช่าที่ครบอายุซึ่งส่วนใหญ่ต่อสัญญาแล้ว แต่บางส่วนอยู่ระหว่างการเจรจา การรวม PPF เต็มไตรมาสช่วยผลประกอบการใน 3Q24 ให้ฟื้นทั้ง q-q และ y-y เราคาดว่ารายได้ +9.6% q-q, +13.4% y-y เป็น 251 ล้านบาท คาดกำไรปกติ 147 ล้านบาท (+12.9% q-q, +20.9% y-y)

ปรับประมาณการกำไรและเงินปันผลปี 2024 ลงแต่คาดกลับมาโตดีปีหน้า

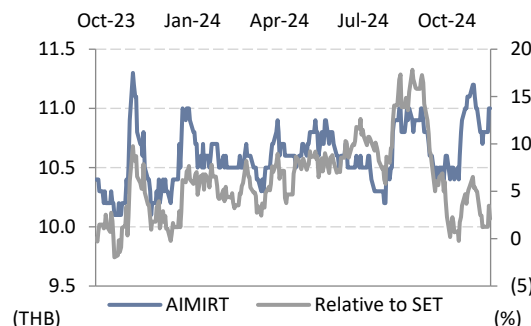
เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ลง 13%/8%/6% จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่ต่ำกว่าคาดใน 1H24 การฟื้นตัวอาจไม่เร็วนักในช่วง 2H24 ตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซามานานก่อนหน้านี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูง ภายหลังปรับประมาณการ คาดกำไรปกติเติบโต 4% y-y ในปี 2024 แต่เร่งตัวขึ้น 21% y-y ในปี 2025 จากภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนที่ทยอยฟื้นตัว อัตราการเช่าที่คาดว่าจะดีขึ้น คาดเงินปันผลปี 2024 ลดลงจากปีก่อนหน้าเป็น 0.86 บาทต่อหน่วย ก่อนจะกลับมาดีขึ้นเป็นปกติในปี 2025 เป็นต้นไป

ปรับราคาเหมาะสมเป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับราคาเหมาะสมของ AIMIRT เป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท อิง DDM ใช้ WACC 8.9% LTG 2% ยังคงแนะนำซื้อ แม้จะคาดว่าเงินปันผลในปี 2024 จะลดลงจากปีก่อน แต่ยังชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) Dividend yield ยังอยู่ในระดับสูงราว 7%-8% ต่อปี ราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า 2024E NAV 8% 2) เป็น Industrial REIT เติบโตตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 3) อยู่ในทำเลที่โดดเด่น พอร์ตมีการกระจายตัวทั้งในด้านประเภทสินทรัพย์และลูกค้า เชื่อว่าอัตราการเช่าจะเพิ่มขึ้นในอนาคต 4) มีสัดส่วน Freehold : Leasehold 68 : 32 สัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	903	956	1,053	1,102
Net profit	502	755	665	729
EPS (THB)	0.84	0.95	0.84	0.92
vs Consensus (%)	-	11.8	(10.6)	-
EBITDA	686	717	807	846
Recurring net profit	526	548	665	729
Core EPS (THB)	0.88	0.69	0.84	0.92
Chg. In EPS est. (%)	-	(12.7)	(8.4)	(5.6)
EPS growth (%)	(7.1)	(21.6)	21.2	9.7
Core P/E (x)	12.5	15.9	13.1	11.9
Dividend yield (%)	8.0	7.8	8.0	8.3
EV/EBITDA (x)	14.2	16.7	14.2	13.3
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	43.5	34.8	28.5	25.9
ROE (%)	7.1	6.5	7.0	7.6



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	4.8	4.8	5.8
Relative to country (%)	1.3	(6.8)	1.6
Mkt cap (USD m)	262		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.2		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Bangkok Life Assurance PCL. (7%)		
12m high/low (THB)	11.30/10.00		
Issued shares (m)	791.50		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

เราปรับราคาเหมาะสมของ AIMIRT เป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท อิง DDM ใช้ WACC 8.9% LTG 2% ยังคงแนะนำซื้อ แม้จะคาดว่าเงินปันผลในปี 2024 จะลดลงจากปีก่อน แต่ยังชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) คาด Dividend yield อยู่ในระดับสูงราว 7%-8% ต่อปี ราคาหน่วยยังต่ำกว่า 2024E NAV 8% 2) เป็น Industrial REIT ที่โตตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 3) อยู่ในทำเลที่โดดเด่นพอร์ทมีการกระจายตัวทั้งในด้านประเภทสินทรัพย์และลูกค้า แม้อัตราการเช่าในปี 2024 จะลดลงเพราะลูกค้าเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจที่ท้าทาย แต่เชื่อว่ามีโอกาสเพิ่มขึ้นในอนาคต 4) มีสัดส่วน Freehold : Leasehold 68 : 32 สัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี

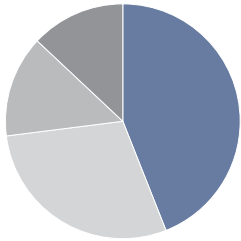
Company profile

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 กองทรัสต์มีส่วนผสมของ Freehold 68% Leasehold 32% มีอายุสัญญาเช่าเฉลี่ยเฉลี่ยยาว 25.8 ปี

www.aimirt.com

Principal activities (revenue, 2023)

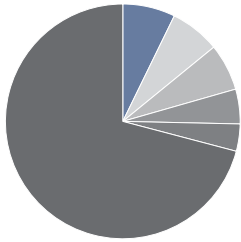
- Warehouse - 44.0 %
- Chemical tank - 29.0 %
- Cold storage - 14.0 %
- Factory - 13.0 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Major shareholders

- Bangkok Life Assurance PCL. - 7.2 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 6.9 %
- Krungthai-Axa Life Insurance PCL. - 6.5 %
- Allianz Ayudhya Assurance PCL. - 4.8 %
- Industrial Park PCL. - 3.8 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ทเพิ่มเติม 2) การปรับเพิ่มอัตราค่าเช่า 3) การเติบโตของเศรษฐกิจและการลงทุนในประเทศที่ดีกว่าคาด

Risks to our call

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

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Rental revenue	(THB m)	956	1,053	1,102
Net leaseable area	(sq.m)	469,583	469,583	469,583
Chemical storage	(kl.)	85,580	85,580	85,580
Occupancy rate	(%)	92.0	95.1	97.6
Avg. rental rate per sqm.	(THB/m)	185	204	209

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.

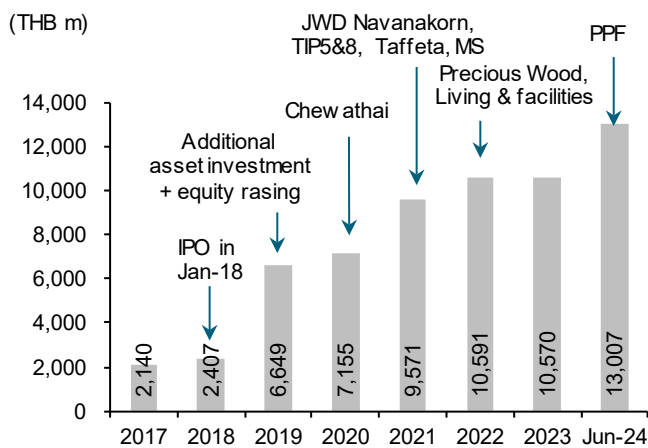
Source: FSSIA estimates

ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลังรวม PPF

ภายหลังการรับโอนทรัพย์สินของ PPF เข้ามารวมกับ AIMIRT ตั้งแต่วันที่ 6 มิ.ย. 2024 ที่ผ่านมา ทำให้ ณ สิ้น 2Q24 สินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นเป็น 13,630 ล้านบาท โดยเงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าเพิ่มขึ้นเป็น 13,007 ล้านบาท (+23% จากสิ้นปี 2023) (เป็นส่วนของ PPF ที่เพิ่มเข้ามา 2,460 ล้านบาท) การรวม PPF ทำให้สัญญาเช่ามีสัดส่วนของ Freehold เพิ่มขึ้นจาก 60% เป็น 68% ขณะที่สัดส่วน Leasehold ลดลงเป็น 32% และมีสัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี มีการกระจายตัวของทรัพย์สินดีขึ้นโดยมีโรงงานให้เช่าในพื้นที่ EEC เพิ่มขึ้น

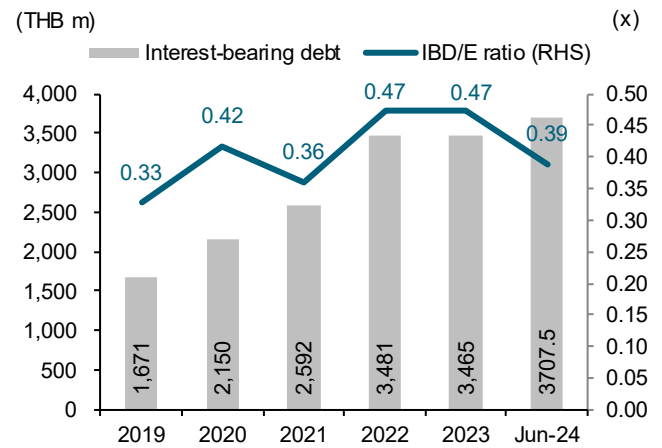
การควบรวม PPF ทำให้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น 263 ล้านบาท แต่ฐานะการเงินไม่ได้ด้อยลง อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ลดลงเหลือ 0.39 เท่า ณ สิ้น 2Q24 จาก 0.47 เท่าสิ้นปี 2023 และส่วนของทุนเพิ่มขึ้น 2,058 ล้านบาทจากการเพิ่มทุน 196 ล้านบาท (1 หน่วยทรัสต์เดิม ต่อ 0.3233 หน่วยทรัสต์ใหม่ ราคาหน่วยละ 10.50 บาท) รวมเป็นจำนวนหน่วยทั้งสิ้น 791.5 ล้านบาท ทั้งนี้ หน่วยทรัสต์เพิ่มทุนเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วตั้งแต่วันที่ 12 มิ.ย. 2024

Exhibit 1: Investment in properties



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Interest-bearing debt and IBD/E ratio



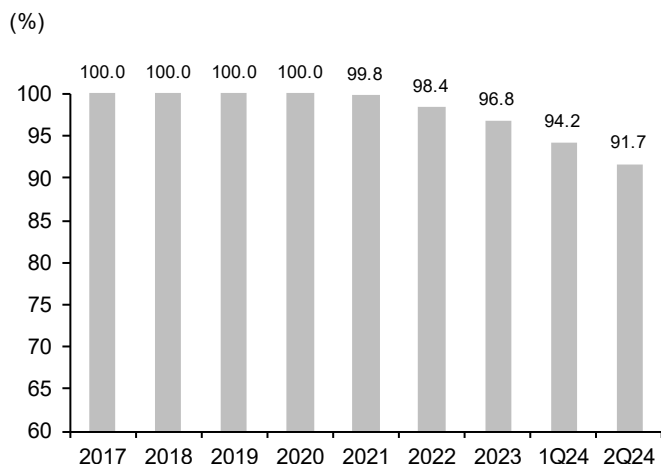
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

คาดการณ์กำไร 3Q24 พื้นที่ q-q, y-y หลังรวม PPF เต็มไตรมาส

ทรัพย์สินของ PPF มีคุณภาพสูง เป็นอาคารโรงงานและคลังสินค้า 90 ไร่ในนิคมอุตสาหกรรมปิ่นทอง มีอัตราการใช้สูง 93% ในช่วง 2Q24 ขณะที่อัตราการเช่าของ AIMIRT ชะลอลง เช่นโครงการ TIP5 และ TIP8 มีอัตราการเช่า 57% และ 81% ตามลำดับ แม้จะมีผู้เช่าใหม่เข้ามาบ้างแต่อัตราเช่าค่อนข้างต่ำกว่าเกณฑ์ของกองทรัสต์ ส่วนถึงเก็บสารเคมีที่ว่างอยู่ อยู่ระหว่างเจรจากับผู้เช่าใหม่แต่ยังไม่ได้ข้อสรุป ทั้งนี้ อัตราการเช่าเฉลี่ยใน 2Q24 เท่ากับ 91.7%

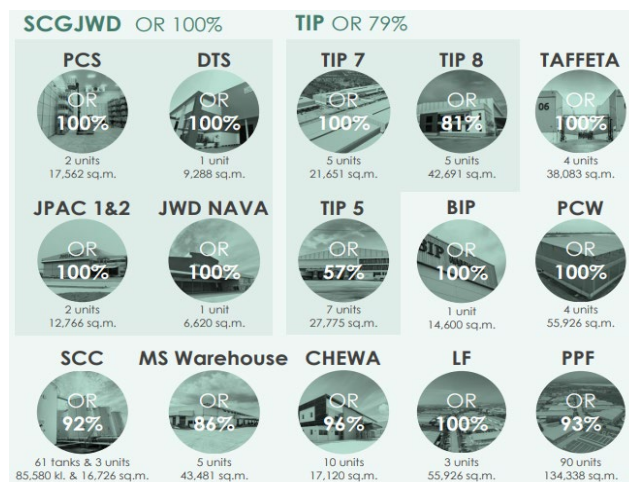
ผลประกอบการ 2Q24 ได้รวม PPF เข้ามา 1 เดือน ส่งผลให้รายได้ +5.2% q-q, +0.5% y-y (จากอัตราการเช่าลดลง y-y) ขณะที่ค่าใช้จ่ายรวม +46.1% q-q, +52.3% y-y จากการเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยจ่าย และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการแปลงสภาพ PPF ซึ่งเป็นรายจ่ายที่เกิดขึ้นครั้งเดียว กำไรปกติใน 2Q24 อยู่ที่ 130 ล้านบาท (+8.1% q-q, -5.7% y-y) ส่วนกำไรสุทธิที่สูงขึ้นเป็น 337 ล้านบาทมาจากกำไรทางบัญชีจากการรับโอนสินทรัพย์ของ PPF 231 ล้านบาท

Exhibit 3: Occupancy rate (OR)



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Projects under management and OR in 2Q24



Source: AIMIRT

เราคาดผลประกอบการใน 3Q24 พื้นตัว q-q จากการรวม PPF เข้ามาเต็มไตรมาสเป็นไตรมาสแรก ช่วยลดเซย์ผลการดำเนินงานเฉพาะของ AIMIRT ที่คาดว่าจะไม่ต่างจาก 2Q24 มากนักเนื่องจากอัตราการเช่าคาดว่าจะชะลอลงต่ออีกเล็กน้อย เพราะมีสัญญาที่ครบกำหนดประมาณ 10 สัญญาใน 3Q24 กองทรัสต์ได้ดำเนินการต่อสัญญาเกือบครบ เหลือประมาณ 2-3 ยูนิตที่อยู่ระหว่างเจรจา โครงการ TIP5, TIP8, MS Warehouse คาดว่ายังเจรจาไม่แล้วเสร็จ เราคาดการณ์ได้ 3Q24 +9.6% q-q, +13.4% y-y เป็น 251 ล้านบาท คาดกำไรปกติ 147 ล้านบาท (+12.9% q-q, +20.9% y-y)

เงินปันผล 3Q24 คาดลดลงเป็น 0.143 บาท/หน่วยจากอัตราการเช่าที่ลดลง

Exhibit 5: AIMIRT - 3Q24E earning preview

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	Change		9M23	9M24E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	24E
Rental revenue	221	224	218	229	251	9.6	13.4	679	698	2.8	73.0
Cost of rental	(25)	(21)	(21)	(27)	(27)	(2.3)	4.1	(67)	(75)	11.2	71.8
Gross profit	196	203	197	202	224	11.2	14.6	612	623	1.9	73.1
Operating costs	(35)	(33)	(36)	(75)	(37)	(50.2)	7.8	(105)	(149)	42.1	79.5
Other income	1	2	2	46	3	(94.5)	96.5	7	50	578.9	95.1
Interest expense	(41)	(42)	(42)	(42)	(43)	1.0	4.4	(118)	(127)	6.9	75.0
Net investment income	122	130	120	130	147	12.9	20.9	396	397	0.4	55.4
Gain (loss) on investment	(0)	(0)	0	0	0	nm	nm	(0)	0	nm	
Gain (loss) on revaluation of investments	0	(38)	0	206	0	nm	nm	14	206	1,339.0	
Reported net profit	122	92	120	337	147	(56.4)	20.9	410	604	47.2	80.0
Core profit	122	130	120	130	147	12.9	20.9	396	397	0.4	72.5
Reported EPS (THB)	0.20	0.15	0.20	0.43	0.19	(56.4)	(9.1)	0.69	0.81	18.0	85.3
Recurring EPS (THB)	0.20	0.22	0.20	0.16	0.19	12.9	(9.1)	0.66	0.55	(16.9)	79.7
DPU (THB)	0.223	0.215	0.287	0.143	0.139	(2.9)	(37.6)	0.45	0.57	27.6	
NAV (THB)	12.40	12.331	12.32	12.08	12.14	0.5	(2.1)	12.40	12.14	(2.1)	
No. of units (m units)	595.48	595.48	595.48	791.50	791.50	0.0	32.9	595.48	791.50	32.9	
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	88.5	90.6	90.4	88.2	89.4	1.3	0.9	90.1	89.3	(0.8)	
Operating margin	73.4	76.7	74.4	75.3	75.6	0.3	2.1	75.8	75.1	(0.7)	
Core profit margin	54.9	58.0	55.3	56.8	58.5	1.7	3.6	58.3	57.0	(1.4)	

Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

ปรับประมาณการกำไรและเงินปันผลปี 2024 ลงแต่คาดกลับมาโตดีปีหน้า

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ลง 13%/8%/6% จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่ต่ำกว่าคาดใน 1H24 การฟื้นตัวอาจไม่เร็วนักในช่วง 2H24 ตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซามานานก่อนหน้านี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูง ภายหลังปรับประมาณการ คาดกำไรปกติเติบโต 4% y-y ในปี 2024 แต่เร่งตัวขึ้น 21% y-y ในปี 2025 จากภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนที่ทยอยฟื้นตัว อัตราการเช่าที่คาดว่าจะดีขึ้น และคาดกำไรเติบโตต่อเนื่อง 10% y-y ในปี 2026

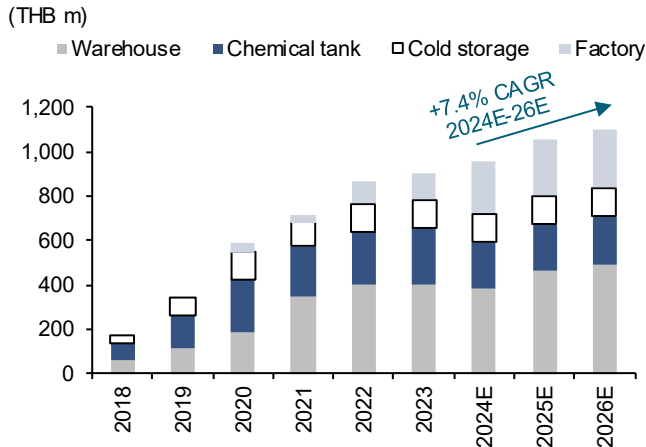
เงินปันผลในปี 2024 เราคาดว่าจะลดลงจากปีก่อนหน้าเล็กน้อยเป็น 0.86 บาทต่อหน่วย ก่อนจะกลับมาดีขึ้นเป็นปกติในปี 2025 เป็นต้นไป เมื่อเทียบกับราคาหน่วยทรัสต์ในปัจจุบัน ยังคิดเป็น Dividend yield ที่อยู่ในระดับสูง 7.8%-8.3% ในช่วงปี 2024-26

Exhibit 6: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Total revenues	956	1,053	1,102	1,047	1,141	1,202	(8.7)	(7.7)	(8.3)
Warehouse	382	463	486	398	509	517	(4.1)	(9.1)	(5.9)
Chemical tank	209	209	221	211	216	232	(1.0)	(3.2)	(4.8)
Cold storage	128	128	132	129	131	134	(1.0)	(2.0)	(1.3)
Factory	240	254	263	258	260	266	(6.7)	(2.2)	(1.0)
EBITDA	717	807	846	791	880	926	(9.4)	(8.2)	(8.6)
Interest expense	(169)	(143)	(117)	(163)	(154)	(154)	3.4	(7.4)	(23.6)
Net investment income	548	665	729	628	725	772	(12.7)	(8.4)	(5.6)
Gains on investment	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Gains on revaluation of investments in properties	206	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Net profit	755	665	729	628	725	772	20.2	(8.4)	(5.6)
Core profit	548	665	729	628	725	772	(12.7)	(8.4)	(5.6)
Report EPS	0.95	0.84	0.92	0.79	0.92	0.98	20.2	(8.4)	(5.6)
Core EPS	0.69	0.84	0.92	0.79	0.92	0.98	(12.7)	(8.4)	(5.6)
DPU (THB)	0.860	0.882	0.912	0.907	0.907	0.946	(5.2)	(2.8)	(3.6)
NAV (THB)	11.97	12.12	12.25	11.64	11.65	11.68	2.8	4.0	4.9
No. of units (m units)	791.5	791.5	791.5	791.5	791.5	791.5	0.0	0.0	0.0
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Gross margin	89.1	90.3	90.4	90.0	90.4	90.4	(0.8)	(0.1)	(0.0)
EBITDA margin	75.0	76.6	76.8	75.5	77.1	77.0	(0.5)	(0.4)	(0.2)
Core profit margin	57.4	63.1	66.2	60.0	63.6	64.2	(2.6)	(0.5)	1.9
Key statistics									
Net leasable area (spm.)	469,583	469,583	469,583	469,583	469,583	469,583	0.0	0.0	0.0
Occupancy rate (%)	92.0	95.1	97.6	94.1	96.2	97.5	(2.1)	(1.1)	0.1

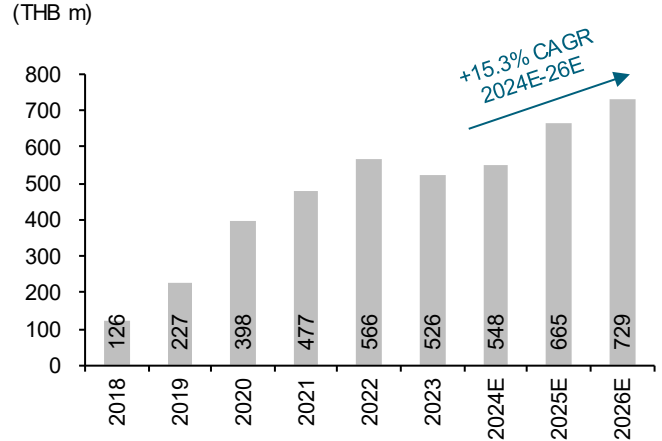
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 7: Rental and services revenue



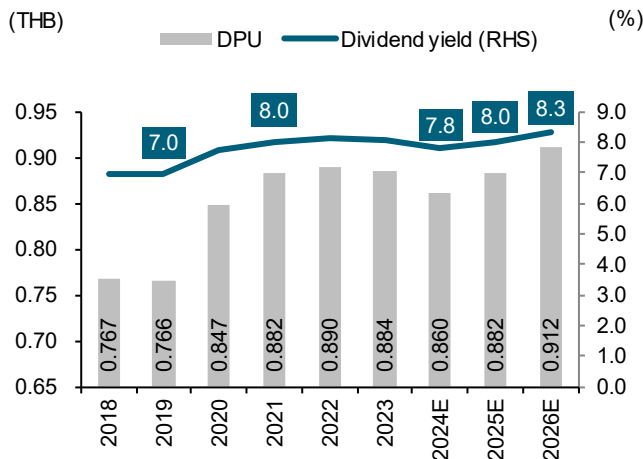
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 8: Core profit



Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 9: DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based THB11.00 which was a closed price at 16-Oct-24
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 10: Sensitivity analysis

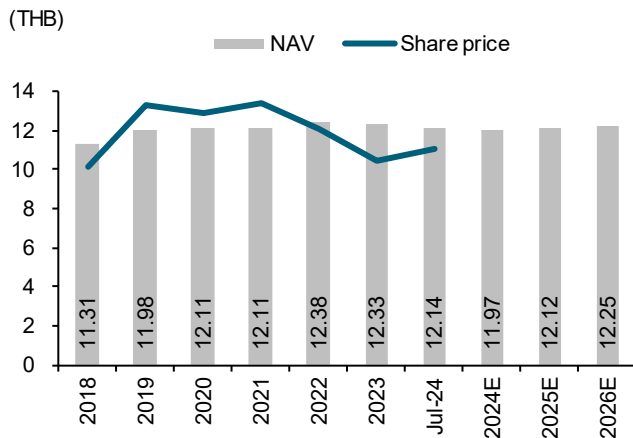
	DPU (THB)					
	0.847	0.864	0.882	0.899	0.917	0.936
WACC	7.98%	15.20	15.51	15.82	16.14	16.79
	8.48%	13.97	14.26	14.55	14.84	15.44
	8.98%	12.93	13.19	13.45	13.73	14.29
	9.48%	12.03	12.28	12.53	12.78	13.29
	9.98%	11.25	11.48	11.71	11.95	12.43

Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 13.45 บาท คาด Dividend yield 7%-8%

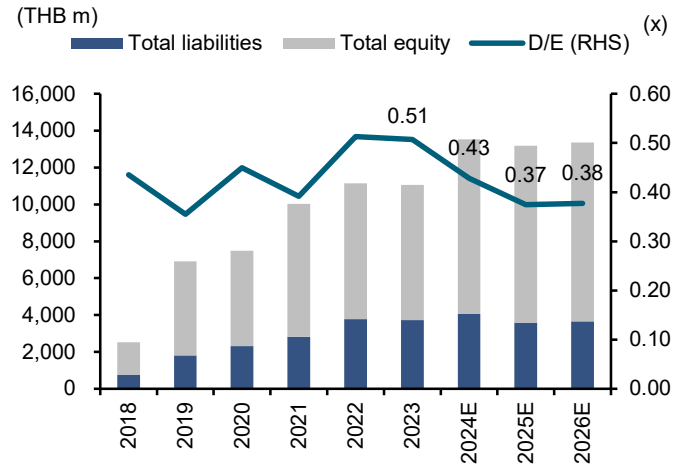
เราปรับราคาเหมาะสมของ AIMIRT เป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท อิง DDM ใช้ WACC 8.9% LTG 2% ยังคงแนะนำซื้อ แม้จะคาดว่าเงินปันผลในปี 2024 จะลดลงจากปีก่อน แต่ยังชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) คาด Dividend yield ยังอยู่ในระดับสูงราว 7%-8% ต่อปี และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า 2024E NAV ประมาณ 8% 2) เป็น Industrial REIT ที่เติบโตตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 3) อยู่ในทำเลที่โดดเด่น พอร์ตมีการกระจายตัวทั้งในด้านประเภทสินทรัพย์และลูกค้า แม้อัตราการเช่าในปี 2024 จะลดลงเพราะลูกค้าเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจที่ท้าทาย แต่เชื่อว่ามีโอกาสเพิ่มขึ้นในอนาคต 4) มีสัดส่วนของ Freehold : Leasehold 68 : 32 สัญญาเช่าอายุคงเหลือ 25.8 ปี

Exhibit 11: AIMIRT's NAV vs share price



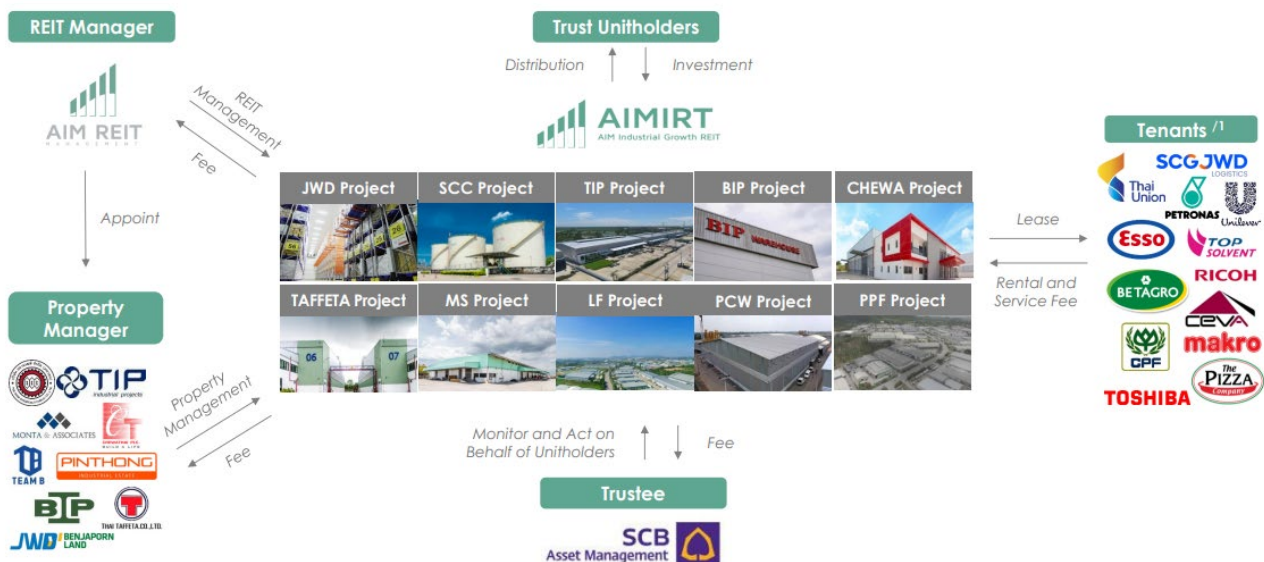
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 12: Liability, Equity, D/E ratio



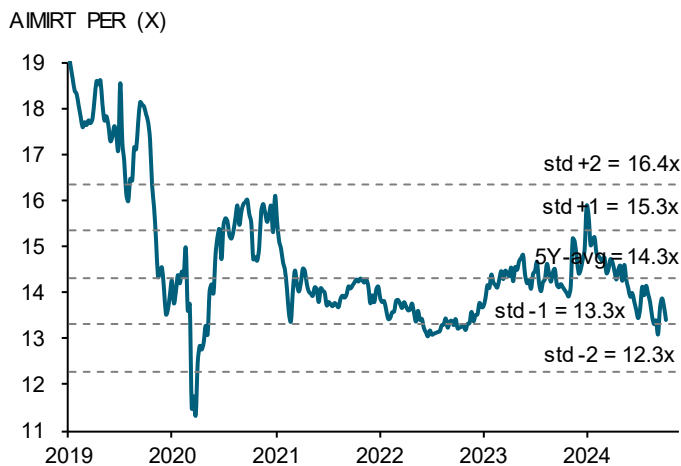
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 13: AIMIRT structure



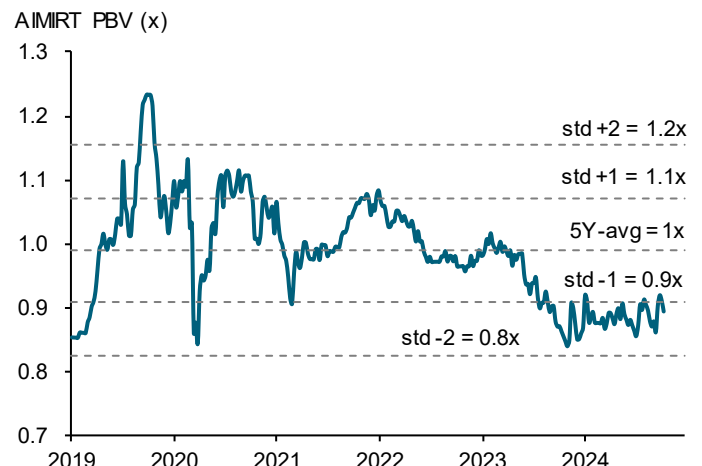
Sources: AIMIRT

Exhibit 14: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 15: One-year rolling forward P/BV 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	956	1,053	1,102
Cost of goods sold	(68)	(88)	(104)	(102)	(106)
Gross profit	797	815	852	951	996
Other operating income	2	9	52	13	13
Operating costs	(122)	(138)	(187)	(157)	(163)
Operating EBITDA	677	686	717	807	846
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	677	686	717	807	846
Net financing costs	(111)	(160)	(169)	(143)	(117)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	122	(24)	206	0	0
Profit before tax	688	502	755	665	729
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	688	502	755	665	729
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	688	502	755	665	729
Non-recurring items & goodwill (net)	(122)	24	(206)	0	0
Recurring net profit	566	526	548	665	729
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.95	0.88	0.69	0.84	0.92
Reported EPS	1.16	0.84	0.95	0.84	0.92
DPS	0.89	0.88	0.86	0.88	0.91
Diluted shares (used to calculate per share data)	595	595	792	792	792
Growth					
Revenue (%)	21.5	4.3	5.8	10.2	4.6
Operating EBITDA (%)	19.1	1.3	4.5	12.6	4.8
Operating EBIT (%)	19.1	1.3	4.5	12.6	4.8
Recurring EPS (%)	18.8	(7.1)	(21.6)	21.2	9.7
Reported EPS (%)	41.1	(27.1)	13.1	(11.9)	9.7
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	92.1	90.2	89.1	90.3	90.4
Gross margin exc. depreciation (%)	92.1	90.2	89.1	90.3	90.4
Operating EBITDA margin (%)	78.3	76.0	75.0	76.6	76.8
Operating EBIT margin (%)	78.3	76.0	75.0	76.6	76.8
Net margin (%)	65.5	58.3	57.4	63.1	66.2
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	93.6	100.1	124.2	105.0	99.0
Interest cover (X)	6.1	4.3	4.2	5.7	7.2
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	6.8	6.5	6.1	6.3	6.6
ROIC (%)	6.8	6.5	6.1	6.3	6.6
ROE (%)	7.8	7.1	6.5	7.0	7.6
ROA (%)	6.4	6.2	5.8	6.0	6.4

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Warehouse	400	397	382	463	486
Chemical tank	242	262	209	209	221
Cold storage	123	126	128	128	132
Factory	101	117	237	253	263

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	548	665	729
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(833)	(52)	(2,304)	110	220
Change in working capital	45	120	444	111	112
Cash flow from operations	(222)	594	(1,312)	886	1,061
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	0	0	0	0	0
Dividends paid	(529)	(531)	(681)	(698)	(722)
Equity finance	0	0	2,058	0	0
Debt finance	888	(17)	235	(916)	(52)
Other financing cash flows	(101)	(150)	(169)	(143)	(117)
Cash flow from financing	258	(699)	1,444	(1,756)	(891)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	519	0
Net other adjustments	0	0	0	519	0
Movement in cash	36	(105)	133	(352)	170
Free cash flow to firm (FCFF)	(110.96)	754.20	(1,142.78)	1,028.24	1,178.54
Free cash flow to equity (FCFE)	564.42	426.61	(1,244.85)	346.30	892.18
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.14)	0.95	(1.44)	1.30	1.49
FCFE per share	0.71	0.54	(1.57)	0.44	1.13
Recurring cash flow per share	(0.45)	0.80	(2.22)	0.98	1.20
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	10,763	10,769	13,080	13,080	13,080
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	10,763	10,769	13,080	13,080	13,080
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	376	271	404	53	223
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	16	28	45	50	53
Current assets	391	299	449	102	276
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	11,154	11,068	13,529	13,182	13,356
Common equity	7,372	7,343	9,475	9,592	9,699
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	7,372	7,343	9,475	9,592	9,699
Long term debt	3,481	3,465	3,700	2,784	2,733
Other long-term liabilities	19	18	27	500	611
Long-term liabilities	3,500	3,483	3,727	3,284	3,344
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	282	243	327	306	313
Current liabilities	282	243	327	306	313
Total liabilities and shareholders' equity	11,154	11,068	13,529	13,182	13,356
Net working capital	(266)	(215)	(282)	(256)	(260)
Invested capital	10,497	10,554	12,798	12,823	12,820
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	12.38	12.33	11.97	12.12	12.25
Tangible book value per share	12.38	12.33	11.97	12.12	12.25
Financial strength					
Net debt/equity (%)	42.1	43.5	34.8	28.5	25.9
Net debt/total assets (%)	27.8	28.9	24.4	20.7	18.8
Current ratio (x)	1.4	1.2	1.4	0.3	0.9
CF interest cover (x)	6.1	3.7	(6.4)	3.4	8.6
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	11.6	12.5	15.9	13.1	11.9
Recurring P/E @ target price (x) *	14.1	15.2	19.4	16.0	14.6
Reported P/E (x)	9.5	13.1	11.5	13.1	11.9
Dividend yield (%)	8.1	8.0	7.8	8.0	8.3
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) **	14.3	14.2	16.7	14.2	13.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	16.4	16.3	19.4	16.6	15.5
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 THSI inclusion , 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. SETTHSI Index 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&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 Sustainabilitys	The Sustainabilitys' 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. <i>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.</i>	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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	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; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >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

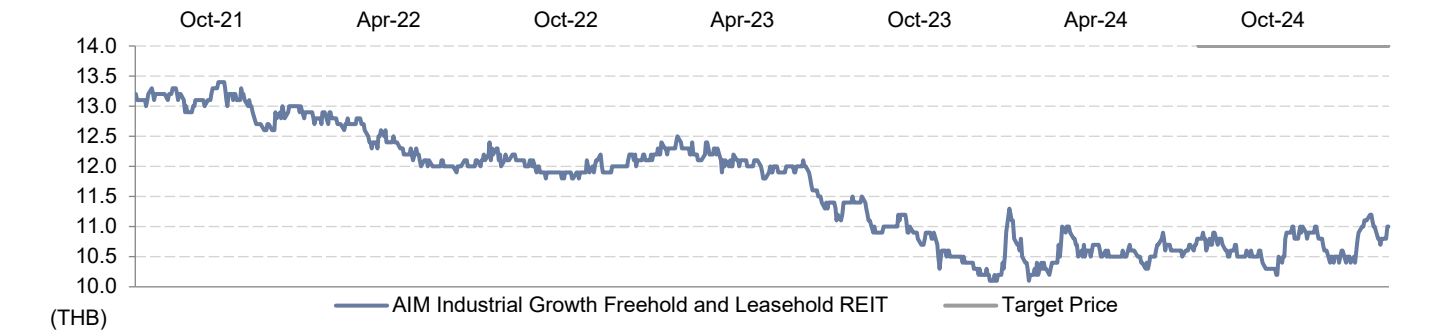
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s)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

History of change in investment rating and/or target price

AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT (AIMIRT TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
02-May-2024	BUY	14.00	-	-	-	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 02-May-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT	AIMIRT TB	THB 11.00	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 16-Oct-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.