

INET FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

INETREIT TB

BUY

ลงทุนเพื่อขยายรายได้และเงินปันผล

- เป็นกองทรัสต์กองแรกและกองเดียวในประเทศไทยที่ลงทุนใน Data Center ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มการเติบโตสูง
- จะเพิ่มทุนไม่เกิน 290 ล้านบาทเพื่อลงทุนในเฟส 2.2 คาดเพิ่มรายได้ 240 ล้านบาทต่อปี และเพิ่มเงินปันผลเป็นปีละ 0.82-0.89 บาท/หน่วย
- คาด Dividend yield 8%-9% ต่อปี ราคาต่ำกว่า NAV 16%

TARGET PRICE	THB11.30
CLOSE	THB9.35
UP/DOWNSIDE	+20.9%
TP vs CONSENSUS	-5.0%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	607	696	894	909
Net profit	774	471	699	719
EPS (THB)	1.53	0.59	0.88	0.91
vs Consensus (%)	-	(29.8)	(10.2)	(9.9)
EBITDA	547	580	792	804
Recurring net profit	438	471	699	719
Core EPS (THB)	0.87	0.59	0.88	0.91
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	39.1	(31.7)	48.6	2.9
Core P/E (x)	10.8	15.8	10.6	10.3
Dividend yield (%)	8.6	8.8	9.4	9.6
EV/EBITDA (x)	11.5	15.6	11.2	10.9
Price/book (x)	0.8	0.9	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	28.0	19.2	16.9	15.2
ROE (%)	9.3	6.7	8.3	8.5

กองทรัสต์รายแรกและรายเดียวที่ลงทุนใน Data Center

INETREIT เป็นกองทรัสต์กองแรกและกองเดียวในประเทศไทยที่ลงทุนในศูนย์ข้อมูล (Data Center) ปัจจุบันกองมีสินทรัพย์ 2 โครงการ คือ INET-IDC3 เฟส 1 และเฟส 2.1 ซึ่งพัฒนาโดย INET และให้ INET เข้ากลับเพียงรายเดียว โมเดลนี้ช่วยสร้างกระแสรายได้ที่มั่นคงระยะยาว พร้อมทั้งจะเพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มในเฟส 2.2 ซึ่งเป็นการลงทุนในกรรมสิทธิ์ตู้ 246 Rack, Server และ Software ในโครงการ ด้วยระยะเวลาเช่า 28 ปี 5 เดือน สิ้นสุดวันที่ 24 มี.ค. 2054 พร้อมกับ INET-IDC3 เฟส 2.1 การลงทุนครั้งนี้ช่วยต่อยอดรายได้ ขยายมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การบริหาร และเพิ่ม DPU ให้ผู้ถือหุ้น

INET เป็นทั้ง sponsor และผู้เข้าที่แข็งแกร่งธุรกิจ Data center และ Cloud

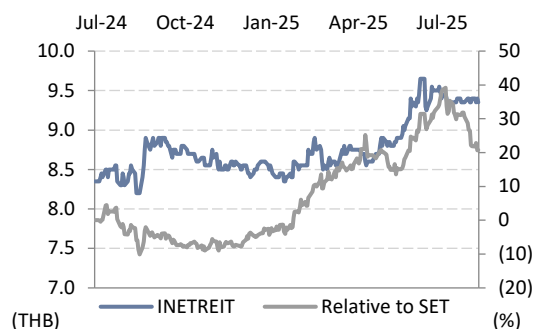
INET เป็นทั้งผู้ก่อตั้ง INETREIT ถือหุ้น 24.6% และเป็นผู้เข้ากลับเพียงรายเดียว โดย INET มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจ ICT มากกว่า 30 ปี ให้บริการทั้ง Cloud, Data Center, Cybersecurity และแพลตฟอร์มดิจิทัลต่าง ๆ แก่ลูกค้าหลากหลายอุตสาหกรรม INET-IDC3 เป็นทรัพย์สินหลักของกอง ตั้งอยู่ในจังหวัดสระบุรี บนพื้นที่ปลอดภัยจากภัยธรรมชาติ และออกแบบตามมาตรฐานวิศวกรรมที่รองรับเหตุฉุกเฉิน พร้อมระบบเครือข่ายสำรองที่เชื่อมโยงกับศูนย์อื่นได้ตลอดเวลา

แนวโน้ม Data Center และ Cloud หนุนการเติบโตระยะยาว

ความต้องการใช้ Data center และ Cloud เติบโตทั่วโลกจากกระแส Digital Transformation, AI, Big Data และ IoT ประเทศไทยเองก็ได้รับอานิสงส์จากนโยบายภาครัฐและการลงทุนของบริษัทเทคโนโลยีต่างชาติ ส่งผลให้อุตสาหกรรมนี้มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งในระยะยาว และเป็นฐานรายได้ที่มั่นคงให้ INETREIT อย่างต่อเนื่อง

รายได้มั่นคง พร้อมเงินปันผลสูง 8%-9% ต่อปี

INETREIT มีรายได้ค่าเช่าเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการลงทุนในแต่ละเฟส การลงทุนใน INET-IDC3 เฟส 2.2 ครั้งนี้ คาดเพิ่มรายได้ 240 ล้านบาทต่อปี เพิ่มขึ้นปีละ 2% ผลักดันกำไรปี 2026 สู่ 696 ล้านบาท (+49% y-y) คาดเงินปันผลเพิ่มขึ้นเป็น 0.82-0.89 บาท/หน่วย หรือ Dividend Yield รว 8.8%-9.4% ต่อปี ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 11.30 บาท (DDM) แนะนำ "ซื้อ" จากความน่าสนใจทั้งในด้านอุตสาหกรรม Data center และ Cloud service กระแสเงินสดมั่นคง เงินปันผลสม่ำเสมอ คาด Dividend yield 8%-9% ต่อปีและราคาต่ำกว่า NAV 16%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.5)	6.2	12.7
Relative to country (%)	(9.1)	1.6	20.0
Mkt cap (USD m)	197		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.5		
Free float (%)	72		
Major shareholder	INET (25%)		
12m high/low (THB)	9.85/8.05		
Issued shares (m)	504.48		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

INETREIT เป็นกองทรัสต์กองแรกและกองเดียวในไทยที่ลงทุนในศูนย์ข้อมูล (Data Center) ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตสูงจากกระแส Digital Transformation และ AI ทั่วโลก ปัจจุบันมีทรัพย์สิน 2 โครงการ และเตรียมลงทุนเพิ่มในเฟส 2.2 มูลค่า 2,900 ล้านบาท โดย INET เป็นทั้ง sponsor และผู้เช่ารายเดียวที่มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจ Cloud และ ICT มากกว่า 30 ปี

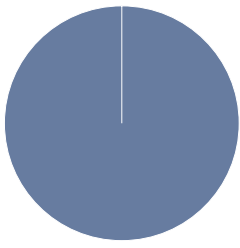
รายได้ค่าเช่ามั่นคงระยะยาว ปรับขึ้นปีละ 2% คาดกำไรปี 2026 +49% เงินปันผลเพิ่มเป็น 0.89 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend Yield 8.8%-9.4% ต่อปี ราคาซื้อขายต่ำกว่า NAV ถึง 16% แนะนำจากจุดเด่นด้านสินทรัพย์ รายได้ และศักยภาพการเติบโต "ซื้อ"

Company profile

INETREIT ก่อตั้งในปี 2021 เป็น REIT ที่ลงทุนใน Data center จาก INET และให้ INET เช่าเหมากลับเพียงรายเดียว ปัจจุบัน INETREIT ลงทุนใน 2 โครงการคือ INET-IDC3 เฟส 1 (เป็น leasehold อายุเช่าเหลือ 22 ปี) และเฟส 2.1 (เป็น freehold อายุเช่าเหลือ 30 ปี) ที่อำเภอแก่งคอย จังหวัดสระบุรี ทั้งนี้ โครงสร้างการลงทุน ณ สิ้นปี 2024 เป็น สิทธิ์การเช่า 59% และเป็นกรรมสิทธิ์ 41%

www.inetreit.com/th/home

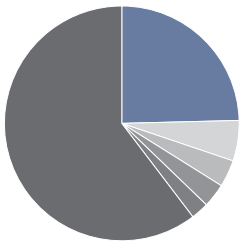
Principal activities (revenue, 2024)



■ Rental and service income - 100.0 %

Source: INET Freehold and Leasehold REIT

Major shareholders



■ INET - 24.6 %
■ Southeast Life Insurance PCL. - 5.6 %
■ Allianz Ayudhya Co., LTD. - 3.7 %
■ Sripatum University - 3.3 %
■ Dhipaya Insurance PCL. - 2.5 %

Source: INET Freehold and Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การซื้อทรัพย์สิน INET-IDC เฟส 4 จาก INET เพิ่มเติม 2) ปริมาณความต้องการ Data center และ Cloud มีมากกว่าคาด 3) อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าคาด

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การเปลี่ยนแปลงของกฎหมาย กฎระเบียบ หรือนโยบายที่อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของกองทรัสต์; 2) อัตราดอกเบี้ยสูงมากกว่าคาด; 3) ทรัพย์สินของกองทรัสต์ถูกเวนคืน 4) ความเสี่ยงทางการเมือง 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Event calendar

Date	Event
August 2025	2Q25 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2025E	2026E	2027E
Monthly rental rate				
INET-IDC3 phase 1	(THB m)	32.2	32.8	33.5
INET-IDC3 phase 2.1	(THB m)	20.1	20.5	20.9
INET-IDC3 phase 2.2	(THB m)	19.0	19.4	19.8
Occupancy rate	(%)	100.0	100.0	100.0
Costs to income ratio	(%)	34.3	23.3	22.3
Loan repayment	(THB m)	166.0	221.4	221.4

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% change in the average occupancy rate, we project CPNREIT’s 2025 core profit to change by 5%, all else being equal.
- For every 0.5% change in the interest rate, we project CPNREIT’s 2025 core profit to change by 6%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

เป็นกองทรัสต์กองแรกและกองเดียวที่ลงทุนใน Data center

INETREIT ก่อตั้งในปี 2021 และเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 9 ส.ค. 2021 เป็นกอง REIT กองแรกและกองเดียวของไทยที่ลงทุนในสินทรัพย์ประเภท Data center ปัจจุบันมีสินทรัพย์ 2 โครงการ ซึ่ง INET เป็นผู้ก่อตั้งและพัฒนาและให้ INET เข้ากลับเพียงรายเดียว คือ

1. INET-IDC3 เฟส 1 ระยะเวลาการเช่า 21 ปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธ.ค. 2045 เป็นการลงทุนในกรรมสิทธิ์ในอาคาร INET-IDC3 เฟส 1, อาคารสาธารณูปโภคส่วนกลาง, อาคารควบคุมสถานีไฟฟ้าย่อย A (1&2), ตู้ Rack 492 rack พร้อมอุปกรณ์เชื่อมต่อที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในโครงการ INET-IDC3 เฟส 1 ซึ่งรวมอุปกรณ์เทคโนโลยีขั้นสูง (Core Network) และอาคารสำนักงาน
2. INET-IDC3 เฟส 2.1 ระยะเวลาการเช่า 29 ปี 2 เดือน สิ้นสุดวันที่ 24 มี.ค. 2054 เป็นการลงทุนในกรรมสิทธิ์ในที่ดินที่ตั้งอาคารสาธารณูปโภคส่วนกลางของโครงการ INET-IDC3, และกรรมสิทธิ์ในที่ดินที่ตั้งอาคารควบคุมสถานีไฟฟ้าย่อย A (1&2) และกรรมสิทธิ์ในอาคารและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของ INET-IDC3 เฟส 2

INETREIT เตรียมเพิ่มทุนครั้งที่ 2 เพื่อลงทุนเพิ่มในโครงการ INET-IDC3 เฟส 2.2 (ส่วนขยาย) เป็นการลงทุนในกรรมสิทธิ์ (Freehold) ใน 246 Rack, Server และ Software ที่อยู่ในโครงการ INET-IDC3 เฟส 2 ที่กอง INETREIT เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์อาคารอยู่แล้ว ราคาประเมินมูลค่าทรัพย์สินซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินอิสระ 2 รายได้เท่ากับ 3,028.0 ล้านบาท และ 3,029.2 ล้านบาท ทางกองทรัสต์จะให้ INET เป็นผู้เช่าเพียงรายเดียวเหมือน 2 โครงการในปัจจุบัน ในอัตราค่าเช่าประมาณ 240 ล้านบาทต่อปี เพิ่มขึ้นปีละ 2% ระยะเวลาเช่า 28 ปี 5 เดือน สิ้นสุดวันที่ 24 มี.ค. 2054 พร้อมกับ INET-IDC3 เฟส 2.1

Exhibit 1: INET-IDC3 project area



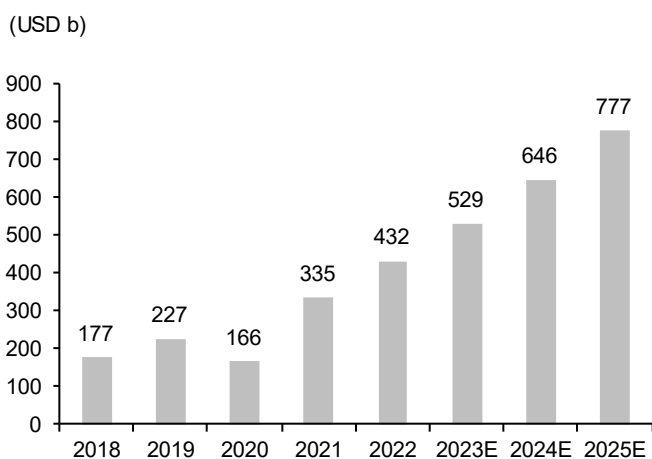
Source: INETREIT

Data center เป็นอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตสูง

อุตสาหกรรม Data Center และ Cloud Computing ขยายตัวอย่างรวดเร็วจากแรงผลักดันหลักคือการเร่งทำ Digital Transformation ของธุรกิจทุกขนาด และพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เข้าสู่สังคมดิจิทัลมากขึ้น การเติบโตของ AI, Big Data, IoT และ 5G ที่ต้องใช้ทรัพยากรการประมวลผลสูงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้เกิดความต้องการศูนย์ข้อมูลขนาดใหญ่ (Hyperscale data center) อย่างมหาศาล รายงานจาก Research and Markets คาดว่ามูลค่าตลาด Global data center ของโลกจะเติบโตจาก USD320 พันล้านในปี 2022 เป็นกว่า USD600 พันล้านในปี 2030 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 10.5% CAGR ขณะที่ตลาด Cloud Computing คาดว่าจะเติบโตสูงกว่า 15-20% ต่อปี โดยเฉพาะบริการ Infrastructure as a service (IaaS) และ Platform as a service (PaaS) ที่เป็นรากฐานของระบบ AI และ Web 3.0

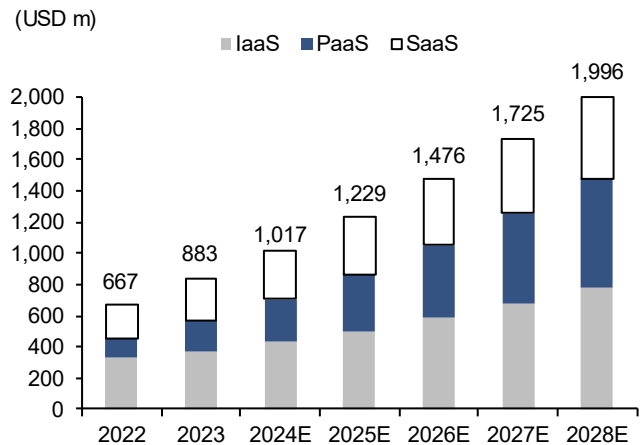
ในประเทศไทย แนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรม Data center แข็งแกร่งไม่แพ้กัน มีปัจจัยหนุนจากการลงทุนของบริษัทเทคโนโลยีต่างชาติ (เช่น AWS, Huawei Cloud, Tencent) และนโยบายของรัฐ เช่น Cloud First Policy ที่กระตุ้นให้หน่วยงานรัฐใช้บริการคลาวด์มากขึ้น จากรายงานของ IDC APeJ Public Cloud Services Tracker คาดว่ามูลค่าตลาด Public Cloud ในประเทศไทยในปี 2022-28 จะเติบโตเฉลี่ย 17.0% CAGR ส่วนแบ่งการตลาดที่ใหญ่ที่สุดยังคงเป็น Infrastructure as a service (IaaS)

Exhibit 2: Global data center and cloud market



Sources: INETREIT One Report

Exhibit 3: Public cloud market in Thailand



Sources: IDC APeJ Public Cloud Services Tracker, 2023, INETREIT One Report

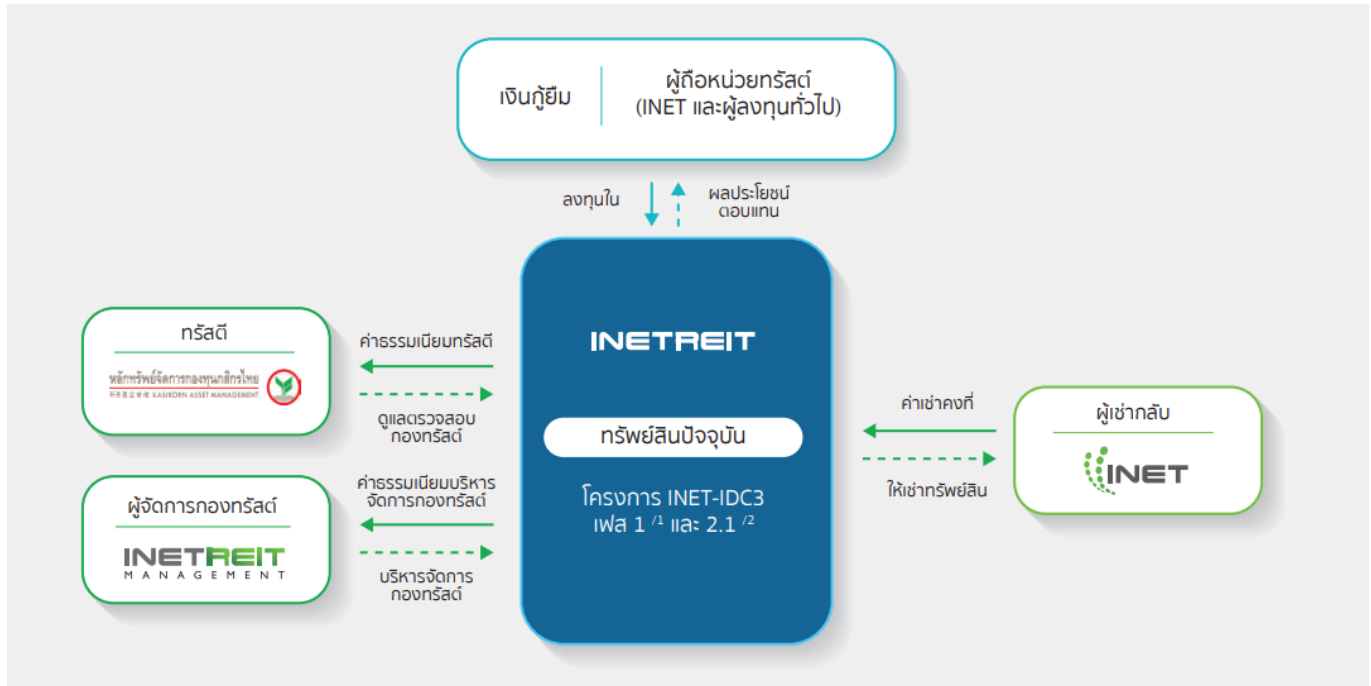
INET มีธุรกิจที่มั่นคง และ Data center อยู่ในทำเลที่ปลอดภัยจากภัยธรรมชาติ

INET เป็นทั้ง Sponsor และเป็นผู้เช่าเหมาถาวรเพียงรายเดียวของ INETREIT โดย INET จะนำทรัพย์สินดังกล่าวออกจัดหาผลประโยชน์โดยให้บริการกับลูกค้าของ INET ต่อไป INET ก่อตั้งในปี 1995 ในชื่อ “ศูนย์บริการอินเทอร์เน็ตประเทศไทย (ITSC)” ต่อมาได้รับอนุมัติจากการสื่อสารแห่งประเทศไทย ให้เป็นผู้ให้บริการเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตแก่ลูกค้าประเภทนิติบุคคล องค์กร บุคคลทั่วไป โดยไม่มีการสิ้นสุดอายุการได้สิทธิ ต่อมา INET ได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2001

INET เป็นผู้ให้บริการโครงสร้างพื้นฐานด้าน ICT แบบครบวงจรตั้งแต่ Internet access, Data center Cloud service, Cyber security และพัฒนา platform ต่างๆ เช่น E-transaction, E-tax invoice, E-factoring, E-meeting (One conference), Digital workflow, บริการ One box เป็นต้น พื้นที่ให้บริการครอบคลุมทุกจังหวัด ลูกค้าสามารถเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตได้ทั่วประเทศ

ในการให้บริการ Cloud บริษัทมีศูนย์ INET-IDC 3 แห่ง ตั้งอยู่ที่ อาคารบางกอกไทยทาวเวอร์ (INET-IDC1) อาคารไทยซัมมิททาวเวอร์ (INET-IDC2) และอำเภอแก่งคอย จังหวัดสระบุรี (INET-IDC3) ทั้ง 3 ศูนย์สามารถเชื่อมต่อถึงกันได้ด้วยความเร็วสูง หากเกิดเหตุฉุกเฉินทำให้เส้นทางใดขาดเสียหาย จะมีเส้นทางอื่นทำหน้าที่สำรองได้โดยไม่กระทบลูกค้า ลูกค้าของ INET กระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรม ทั้ง กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศ กลุ่มธุรกิจพาณิชย์ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจวัสดุก่อสร้าง ธุรกิจโรงพยาบาล ธุรกิจโลจิสติกส์ และหน่วยงานภาครัฐ

Exhibit 4: INETREIT structure



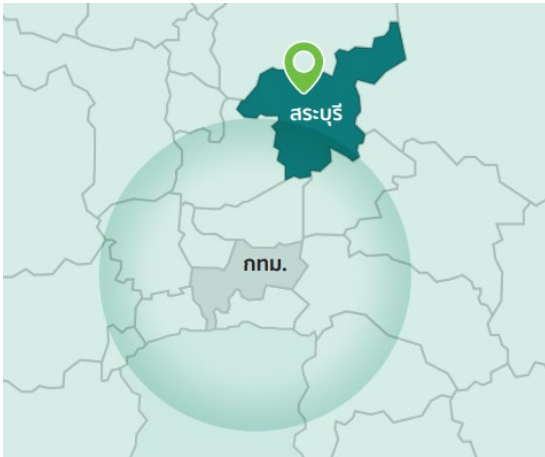
Source: INETREIT

INET-IDC3 ก่อสร้างเมื่อปี 2016 เพื่อรองรับการเติบโตของการให้บริการแก่ลูกค้าและเชื่อมต่อกับ INET-IDC1 (ที่อาคารบางกอกไทยทาวเวอร์) และ INET-IDC2 (อาคารไทยซัมมิททาวเวอร์)

สถานที่ตั้งของ INET-IDC3 อยู่ในจังหวัดสระบุรี ห่างจากตัวเมืองสระบุรี 20 กิโลเมตร ห่างจากกรุงเทพมหานคร ประมาณ 100 กิโลเมตร ใช้เวลาเดินทางด้วยรถยนต์ประมาณ 1.30 ชั่วโมง ตัวโครงการตั้งอยู่บนถนนทางเข้าของโรงงานปูนซีเมนต์แก่งคอย ห่างจากถนนมิตรภาพ กิโลเมตรที่ 15 ประมาณ 2 กิโลเมตร ความสูงจากระดับน้ำทะเล 42 เมตร ทั้งนี้ INET ได้มีการวางแผนเรื่องทำเลที่ตั้งของ INET-IDC3 โดยคำนึงถึงความปลอดภัยจากธรรมชาติ เช่น แผ่นดินไหว อุทกภัย หรือความเสี่ยงทางธรณีวิทยาไว้แล้ว ตัวอาคารออกแบบและก่อสร้างตามมาตรฐานวิศวกรรมที่รองรับเหตุฉุกเฉิน และอำเภอแก่งคอย จังหวัดสระบุรีตั้งอยู่บนพื้นที่สีเขียวที่ไม่มีมลพิษของเปลือกโลก เหตุการณ์อุทกภัยครั้งใหญ่ในปี 2011 และเหตุแผ่นดินไหวครั้งรุนแรงเมื่อวันที่ 28 มี.ค. 2025 ที่ผ่านมา โครงการ INET-IDC3 จึงไม่ได้รับผลกระทบแต่อย่างใด

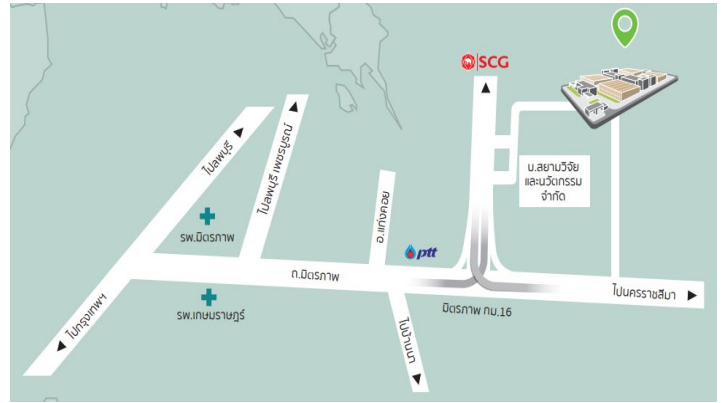
อย่างไรก็ตาม INET มีประกันภัยความเสียหายต่อทรัพย์สิน ประกันความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอก และประกันภัยธุรกิจหยุดชะงัก ซึ่งกองทรัสต์เป็นผู้รับผลประโยชน์

Exhibit 5: Prime location



Source: LHSC

Exhibit 6: Daily foot traffic



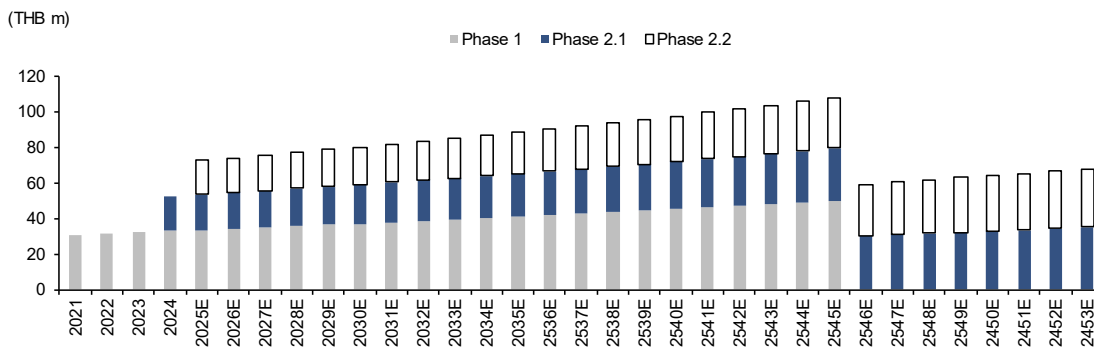
Source: LHSC

INETREIT มีรายได้มั่นคงตลอดระยะเวลาที่เข้าลงทุน

INET-IDC3 เฟส 1 มีจำนวน rack 492 rack มีราคาเช่าเริ่มต้น 61,500 บาทต่อ rack ต่อเดือน ส่วน INET-IDC3 เฟส 2.1 มีค่าเช่าเริ่มต้น 80,000 บาทต่อ rack ต่อเดือน ส่วน INET-IDC3 เฟส 2.2 ที่กองฯ กำลังจะเข้าลงทุนเพิ่มเติมมี 246 rack อัตราค่าเช่าเริ่มต้น 81,600 ต่อ rack ต่อเดือน อัตราค่าเช่าปรับขึ้นทุกปีๆ ละ 2%

ปี 2023 INETREIT ได้รับค่าเช่าเฉลี่ย 32.2 ล้านบาทต่อเดือน ในช่วง 2Q24 กองทรัสต์ลงทุนเพิ่มในเฟส 2.1 รายได้ค่าเช่าเฉลี่ยเพิ่มเป็น 52.5 ล้านบาทต่อเดือน สำหรับเฟส 2.2 ที่กำลังจะเข้าลงทุนเพิ่ม คาดว่า จะเพิ่มรายได้ประมาณ 240 ล้านบาทต่อปี

Exhibit 7: Monthly rental income



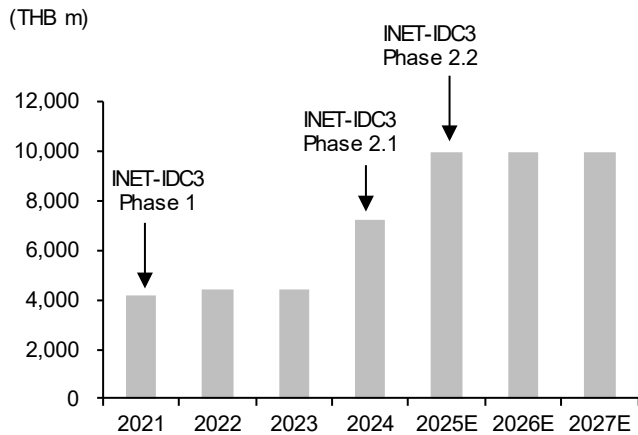
Sources: INETREIT, FSSIA estimates

คาดการณ์ปันผลเพิ่มขึ้นหลังเพิ่มทุน และรักษายิลด์ 8%-9% ต่อปีได้

INETREIT จะเพิ่มทุนไม่เกิน 290 ล้านบาท เพื่อลงทุนเพิ่มเติมใน INET-IDC3 เฟส 2.2 มูลค่าไม่เกิน 2,900 ล้านบาท เราตั้งสมมติฐานราคาเพิ่มทุนหน่วยละ 10 บาท เพิ่มทุนแล้วเสร็จเดือน ต.ค. และรวมผลการดำเนินการของ INET-IDC3 เฟส 2.2 ตั้งแต่เดือน พ.ย. 2025 เราคาดการณ์ได้ปี 2025 เพิ่มขึ้น 14.7% y-y เป็น 696 ล้านบาท และเพิ่มขึ้นเต็มที่ในปี 2026 +28.5% y-y เป็น 894 ล้านบาท ก่อนจะเพิ่มในอัตราชะลอในปี 2027 เท่ากับการปรับขึ้นของค่าเช่ารายปี และคาดการณ์กำไรปกติปี 2025-27 +7.2% y-y, +49.0% y-y, +2.9% y-y เป็น 467 ล้านบาท 696 ล้านบาท และ 717 ล้านบาท ตามลำดับ

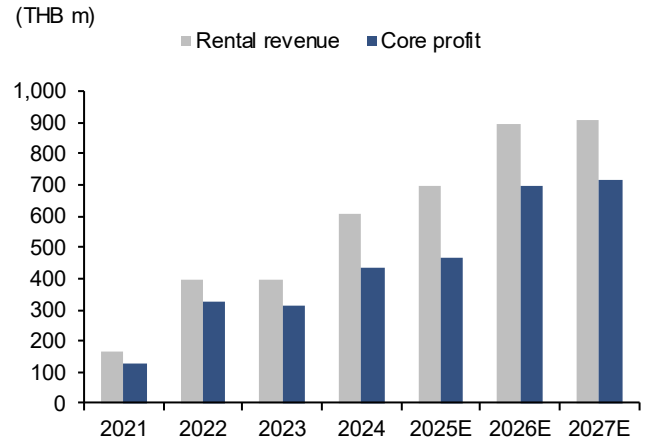
เราคาดเงินปันผลปี 2025 จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 0.82 บาทต่อหน่วยและเป็น 0.89 บาทต่อหน่วยในปี 2026 คิดเป็น Dividend yield 8.8%-9.4% ตามลำดับ

Exhibit 8: Investment in real estate



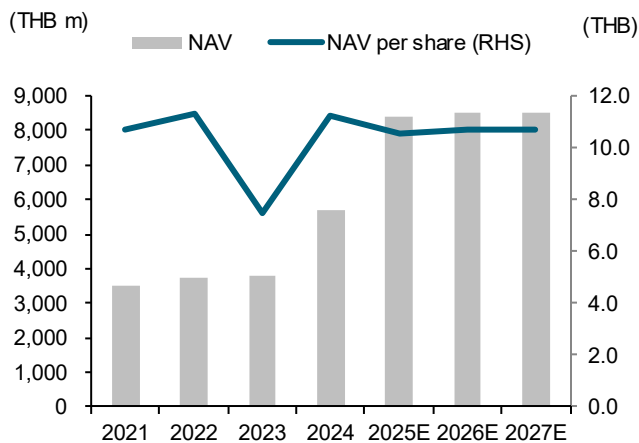
Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 9: Rental revenue and core profit



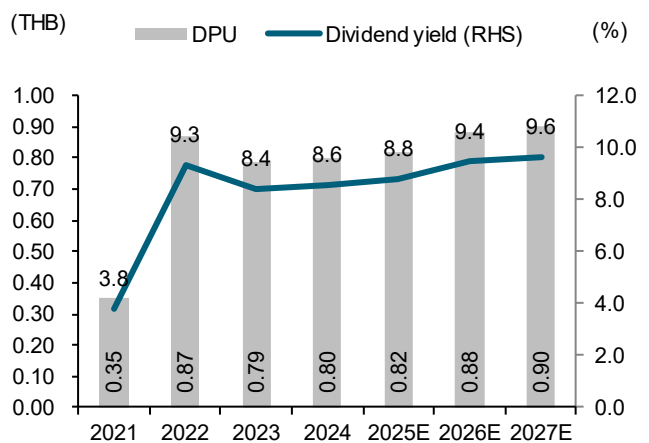
Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 10: NAV and NAV per share



Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 11: DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based on price at 24 July 2024
Sources: WHA, FSSIA estimates

ประเมินราคาเหมาะสม 11.30 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมของ INETREIT ที่ 11.30 บาทต่อหน่วย (หลังเพิ่มทุน โดยอิงจำนวนหน่วยเพิ่มทุน 290 ล้านหน่วย รวมเป็น 794.5 ล้านหน่วย) อิงวิธี DDM ใช้ WACC 7.5% แนะนำซื้อ เราชอบ INETREIT เนื่องจาก 1) อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตคือ Data center และ Cloud ซึ่ง INET เป็นหนึ่งในผู้นำในอุตสาหกรรมนี้ 2) รายได้ค่าเช่าคงที่และปรับขึ้นทุกปีๆ ละ 2% 3) มีโอกาสเติบโตจากการลงทุนใน INET-IDC เฟส 4 และ 4) จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอทุกเดือน คิดเป็น Dividend yield สูง 8%-9% ต่อปี และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV ณ สิ้น 1Q25 อยู่ 16%

Financial Statements

INET Freehold and Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	399	607	696	894	909
Cost of goods sold	0	0	0	(8)	(9)
Gross profit	399	607	696	886	900
Other operating income	2	11	10	10	10
Operating costs	(34)	(71)	(126)	(104)	(106)
Operating EBITDA	367	547	580	792	804
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	367	547	580	792	804
Net financing costs	(52)	(109)	(110)	(93)	(85)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	(15)	336	0	0	0
Profit before tax	300	774	471	699	719
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	300	774	471	699	719
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	300	774	471	699	719
Non-recurring items & goodwill (net)	15	(336)	0	0	0
Recurring net profit	315	438	471	699	719
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.62	0.87	0.59	0.88	0.91
Reported EPS	0.59	1.53	0.59	0.88	0.91
DPS	0.51	0.80	0.82	0.88	0.90
Diluted shares (used to calculate per share data)	504	504	794	794	794
Growth					
Revenue (%)	0.4	52.1	14.7	28.5	1.6
Operating EBITDA (%)	0.7	49.1	6.1	36.5	1.6
Operating EBIT (%)	0.7	49.1	6.1	36.5	1.6
Recurring EPS (%)	(36.4)	39.1	(31.7)	48.6	2.9
Reported EPS (%)	(61.0)	158.4	(61.4)	48.6	2.9
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	100.0	100.0	100.0	99.1	99.1
Gross margin exc. depreciation (%)	100.0	100.0	100.0	99.1	99.1
Operating EBITDA margin (%)	92.0	90.1	83.3	88.5	88.5
Operating EBIT margin (%)	92.0	90.1	83.3	88.5	88.5
Net margin (%)	78.9	72.1	67.6	78.2	79.2
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	82.4	92.2	138.3	100.2	99.2
Interest cover (X)	7.0	5.0	5.3	8.5	9.5
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	8.0	9.3	6.7	7.9	8.0
ROIC (%)	8.0	9.3	6.7	7.9	8.0
ROE (%)	8.4	9.3	6.7	8.3	8.5
ROA (%)	7.8	8.9	6.5	7.8	7.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Rental and service income	399	607	696	894	909

Sources: INET Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

INET Freehold and Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	315	438	471	699	719
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	1,917	0	0	0
Other non-cash items	70	(2,194)	(2,727)	179	140
Change in working capital	178	(191)	103	91	79
Cash flow from operations	562	(30)	(2,154)	969	939
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	(259)	(369)	(651)	(701)	(713)
Equity finance	0	1,501	2,900	0	0
Debt finance	(50)	(972)	(178)	(221)	(93)
Other financing cash flows	(49)	(97)	(110)	(93)	(85)
Cash flow from financing	(358)	63	1,962	(1,015)	(891)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	(5)	0	(3)	(3)	(3)
Movement in cash	199	33	(195)	(49)	44
Free cash flow to firm (FCFF)	614.22	79.18	(2,044.20)	1,061.18	1,023.59
Free cash flow to equity (FCFE)	457.85	(1,099.58)	(2,443.87)	651.60	757.53
Per share (THB)					
FCFF per share	1.22	0.16	(4.05)	2.10	2.03
FCFE per share	0.91	(2.18)	(4.84)	1.29	1.50
Recurring cash flow per share	0.76	0.32	(2.84)	1.10	1.08
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	4,457	7,322	10,064	10,065	10,065
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	4,457	7,322	10,064	10,065	10,065
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	262	295	100	51	96
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	7	6	10	12	12
Current assets	269	301	110	63	108
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	4,726	7,623	10,174	10,129	10,173
Common equity	3,769	5,674	8,390	8,506	8,509
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	3,769	5,674	8,390	8,506	8,509
Long term debt	923	1,885	1,707	1,486	1,393
Other long-term liabilities	25	49	58	112	247
Long-term liabilities	947	1,934	1,766	1,598	1,640
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	10	16	18	25	25
Current liabilities	10	16	18	25	25
Total liabilities and shareholders' equity	4,726	7,623	10,174	10,129	10,173
Net working capital	(3)	(9)	(8)	(12)	(12)
Invested capital	4,454	7,313	10,056	10,053	10,053
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	7.47	11.25	10.56	10.71	10.71
Tangible book value per share	7.47	11.25	10.56	10.71	10.71
Financial strength					
Net debt/equity (%)	17.5	28.0	19.2	16.9	15.2
Net debt/total assets (%)	14.0	20.9	15.8	14.2	12.8
Current ratio (x)	27.8	19.3	6.1	2.6	4.3
CF interest cover (x)	9.8	(9.1)	(21.3)	8.0	9.9
Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	15.0	10.8	15.8	10.6	10.3
Recurring P/E @ target price (x) *	18.1	13.0	19.1	12.8	12.5
Reported P/E (x)	15.7	6.1	15.8	10.6	10.3
Dividend yield (%)	5.5	8.6	8.8	9.4	9.6
Price/book (x)	1.3	0.8	0.9	0.9	0.9
Price/tangible book (x)	1.3	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x) **	14.7	11.5	15.6	11.2	10.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	17.3	13.3	18.2	13.2	12.8
EV/invested capital (x)	1.2	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: INET 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.																				
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG 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 SETESG 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. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings 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 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. <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.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
INET Freehold and Leasehold REIT	INETREIT TB	THB 9.35	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การเปลี่ยนแปลงของกฎหมาย กฎระเบียบ หรือนโยบายที่อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ของกองทรัสต์; 2) อัตราดอกเบี้ยสูงมากกว่าคาด; 3) ทรัพย์สินของกองทรัสต์ถูกเวนคืน 4) ความเสี่ยงทางการเมือง 5) 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 24-July-2025 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / 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.