

เอิร์ธ เท็ค เอนไวรอนเมนท์ - ETC



ซื้อ

ราคาเป้าหมาย	5.25 บาท
Upside/Downside	+24%
Median Consensus	- บาท
1M price direction:	↑



Stock information

ราคาปิด	4.24 บาท
ราคาปิดสูงต่ำใน 1 ปี	5.00/2.68 บาท
มูลค่าตลาด	9,497 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.5)	2,240 ล้านหุ้น
Free Float	33.84%
Foreign Limit/Available	49%/48.99%
NVDR in hand (% of share)	1.34%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	17,634.33
Anti-corruption:	ประกาศเจตนารมณ์
CG Score:	▲▲▲▲▲

XD - Date	X-Date	DPS(Bt)
Period		
-	-	-
-	-	-



นักวิเคราะห์
เอกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA
 เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 055680
 ekkarin@trinitythai.com

สุทธิวัฒน์ อัสวเหม
 ผู้ช่วยผู้จัดการ

โรงไฟฟ้าจากขยะอุตสาหกรรมกับการเติบโตรอบใหม่แบบก้าวกระโดด

- เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 5.25 บาทอิงวิธี DCF บนสมมติฐานที่บริษัทชนะการประมูลโรงไฟฟ้าจากขยะอุตสาหกรรม 5 โรง คิดเป็นกำลังการผลิตทั้งหมด 56.5 MW (เก่า 16.5 MW ใหม่ 40 MW)
- วันที่ 25 มกราคม 2566 คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงานรายงานรายชื่อผู้ผ่านเกณฑ์คะแนนความพร้อมทางเทคนิค โดยบริษัทลูกของ ETC เข้ารอบทั้งหมด 10 บริษัท โดยมีผู้ผ่านเกณฑ์ทั้งหมด 18 บริษัท
- เราคาดว่าบริษัทจะผ่านการคัดเลือกรอบสุดท้ายที่จะประกาศในวันที่ 25 มีนาคม 2566 อย่างน้อย 5 โรง และจะสามารถ COD ได้เลยภายในปี 2568
- คาดกำไรปี 2566 อยู่ที่ 197 ล้านบาท คาดลดลงจากปี 2565 เล็กน้อยจากการลดลงของรายได้อื่นๆ

ปัจจัยลงทุนที่น่าสนใจ

1. บริษัทได้มีการเข้าร่วมประมูลโรงไฟฟ้าจากขยะอุตสาหกรรม จำนวน 10 โรง คิดเป็นกำลังการผลิตรวม 100 MW โดยปัจจุบันบริษัทได้ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกทั้ง 10 โรงในรอบแรกและรอบที่สอง
2. ผู้บริหารมีความมั่นใจว่าจะสามารถชนะการประมูลได้ทั้งหมด โดยมองว่าบริษัทมีความพร้อมทั้งในด้านประสบการณ์ที่มีมากกว่า 20 ปี และความสามารถในการจัดหาแหล่งเชื้อเพลิง Solid Recovered Fuel (SRF) ที่ supply โดยบริษัทแม่ BWG
3. ค่า FIT ของโรงไฟฟ้าจากขยะอุตสาหกรรมยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 6.08 บาทต่อหน่วย และจะได้ค่า premium อีก 0.7 บาทเป็นเวลา 8 ปี
4. จากแผน PDP 2022 บริษัทคาดว่าจะมีการประมูลโรงไฟฟ้าจากขยะอุตสาหกรรมเพิ่มอีก 100 MW ซึ่งบริษัทจะเข้าร่วมการประมูลด้วย

สำหรับโครงการโรงไฟฟ้านั้นเรามีความเชื่อว่าบริษัทจะได้ชนะการประมูลโรงไฟฟ้า 5 แห่งเป็นอย่างน้อย โดยโรงไฟฟ้า 1 โรงขนาด 10 MW (จ่ายไฟจริง 8.0 MW) ประเมินว่าจะมี Net profit ราว 160 - 180 ล้านบาทต่อปี

ทั้งนี้เราได้ทำ sensitivity analysis สำหรับกรณีต่างๆ ที่บริษัทชนะการประมูลโรงไฟฟ้า เพื่อประกอบการตัดสินใจการลงทุน

	New Power Plant (MW)	Current Project (MW)	New Project (MW)	Total (MW)	Net Profit Per MW	EPS	Target Price
Base Case	5	16.5	40.0	56.5	17.9	0.45	5.25
	7	16.5	56	72.5	18.3	0.59	6.65
Best Case	10	16.5	80.0	96.5	18.7	0.81	8.80

Assumption

เราทำ DCF Valuation บนสมมติฐาน WACC ที่ 6%, COGS ที่ 17%, SG&A to Sales ที่ 10% - 15%, และ Utilization Rate ที่ 90%

ความเสี่ยง: ไม่ผ่านการคัดเลือกในรอบสุดท้าย และ Utilization rate ต่ำกว่า 90%

Financial Highlights

Year End:	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue (Btmn)	671	730	743	746	746
EBITDA(Btmn)	388	370	439	428	430
Net Profit (Bt mn)	194	187	211	197	199
EPS (Bt)	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09
EV/EBITDA (x)	1.1	0.9	0.4	0.4	0.3
PER(x)	48.6	50.5	44.7	47.9	47.5
P/BV (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
DPS(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Div Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE (%)	11.2%	7.0%	7.4%	6.4%	6.1%

Source: Trinity Research and Company Data

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-29, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Exhibit 1: ETC Quarterly Result

Quarterly Breakdown (Bt mn)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	%YoY	%QoQ	2021	2022F	%YoY
Revenue	175	192	176	194	184	5.3%	(5.0%)	730	743	1.8%
COGS	-100	-110	-107	-113	-114	14.1%	1.4%	-391	-428	9.4%
Gross profit	75	82	69	81	70	(6.5%)	(13.8%)	339	316	(7.0%)
SG&A	-19	-45	-10	-32	-20	3.4%	(36.7%)	-100	-82	(17.9%)
Other incomes	13	5	4	34	7			19	50	
Other expenses	0	0	0	0	0			0	0	
EBITDA	96	70	92	114	85	(11.6%)	(25.2%)	370	439	18.7%
Depreciation & Amortization	-28	-28	-29	-30	-28			-111	-155	
EBIT	68	42	63	84	57	(16.9%)	(32.3%)	259	284	9.8%
Interest Expense	-16	-16	-15	-14	-13			-69	-61	
EBT	52	26	48	70	44	(16.1%)	(37.4%)	190	223	17.4%
Tax	1	0	-0	-2	-2			3	-6	
Minority	-1	0	-1	-2	-1			-6	-6	
Normalized profit	52	26	47	66	41	(21.5%)	(37.8%)	187	211	12.9%
Fx gain (loss)	0	0	0	0	0			0	0	
Extraordinary Items	0	0	0	0	0			0	0	
Net Profit	52	26	47	66	41	(21.5%)	(37.8%)	187	211	12.9%
EPS (Bt)	0.02	0.01	0.02	0.03	0.02	(21.5%)	(37.8%)	0.08	0.09	12.9%
Normalized EPS (Bt)	0.02	0.01	0.02	0.03	0.02	(21.5%)	(37.8%)	0.08	0.09	12.9%

Key ratios

Gross margin	42.7%	42.7%	39.4%	41.8%	37.9%	46.5%	42.5%
SG&A/Sales	11.0%	23.3%	5.9%	16.3%	10.8%	13.6%	11.0%
EBITDA margin	54.9%	36.5%	52.3%	58.6%	46.1%	50.6%	59.0%
EBIT margin	38.9%	21.8%	35.9%	43.1%	30.7%	35.4%	38.2%
Effective tax rate	(2.1%)	0.0%	0.4%	3.2%	3.5%	(1.5%)	2.7%
Core Net margin	29.7%	13.3%	26.6%	33.8%	22.1%	25.7%	28.4%
Net margin	29.7%	13.3%	26.6%	33.8%	22.1%	25.7%	28.4%

Source: Company Data, Trinity Research

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงจากขยะอุตสาหกรรมในรูปแบบผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก ("VSPP") หรือมีขนาดต่ำกว่า 10 เมกะวัตต์ ปัจจุบันบริษัทมีโรงไฟฟ้าที่ COD แล้ว 3 โรงตาม Exhibit 2 โดยบริษัทได้นำเข้าเครื่องจักรต่างๆ จากต่างประเทศ ซึ่งเป็นเทคโนโลยีสะอาด และสามารถใช้เชื้อเพลิง Solid Recovered Fuel (SRF) หรือเชื้อเพลิงจากการแปรรูปขยะชุมชนและขยะอุตสาหกรรม ปัจจุบันโรงไฟฟ้าทั้ง 3 แห่งจ่ายไฟให้กับ กฟภ โดยได้รับค้ำชดเชยในอัตราของ FIT

Exhibit 2: Earnings Revision

บริษัท	ที่ตั้งโครงการโรงไฟฟ้า	ประเภทเชื้อเพลิง	กำลังการผลิตติดตั้ง (MW)	กำลังการผลิตเสนอขาย (MW)	COD	อายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า นับจากรันที่ COD
ETC	นิคมอุตสาหกรรมแก่งคอย อำเภอกงค้อม จังหวัดสระบุรี	ขยะชุมชนและ/หรือขยะอุตสาหกรรมที่ไม่เป็นอันตราย	9.4	8.0	9 มี.ค. 2560	20 ปี
RH	นิคมอุตสาหกรรมนครหลวง อำเภอนครหลวง จังหวัดพระนครศรีอยุธยา	ขยะอุตสาหกรรมที่ไม่เป็นอันตราย	7.0	5.5	24 ก.ย. 2562	20 ปี
AVA	นิคมอุตสาหกรรมพิจิตร อำเภอบึงสามพัน จังหวัดพิจิตร	ที่ไม่เป็นอันตราย	4.0	3.0	25 ธ.ค. 2562	20 ปี

Source: Company

EARTH TECH ENVIRONMENT PUBLIC COMPANY LIMITED (ETC)					
Income statement					
Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	671	730	743	746	746
Cost of good sold	(313)	(391)	(428)	(404)	(404)
Gross Profit	358	339	316	342	342
SG&A	(78)	(100)	(82)	(82)	(82)
Other expenses	0	0	0	0	0
Other Income	3	19	50	13	16
EBIT	282	259	284	273	276
Depreciation & Amortization	(106)	(111)	(155)	(155)	(155)
EBITDA	388	370	439	428	430
Financial Costs	(80)	(69)	(61)	(65)	(66)
Pretax Profit	202	190	223	209	210
Tax	(1)	3	(6)	(6)	(6)
Net Profit before minority	201	193	217	203	205
Less Minority Interest	(7)	(6)	(6)	(6)	(5)
Net Profit before Extra.	194	187	211	197	199
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	194	187	211	197	199
EPS (Bt)	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09
Norm EPS (Bt)	0.10	0.08	0.09	0.09	0.09
Financial Position					
Year End Dec (Btm)	2020F	2021A	2022F	2023F	2024F
Cash in hand & at Banks	1,358	1,168	1,353	1,378	1,443
ST investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable -net	225	185	143	135	135
Inventories	2	2	1	5	5
Other current assets	24	118	153	250	238
Total Current Assets	1,609	1,473	1,650	1,768	1,821
Investments					
Property, Plant & Equipment	2,074	2,038	2,021	2,004	1,987
Others	343	459	521	626	802
Total Assets	4,025	3,970	4,192	4,398	4,610
Loans and O/D from banks	12	11	11	11	11
Account payable-trade	111	127	130	123	123
Current portion 1 yr L/T loans	290	298	298	298	298
Other current liabilities	0	0	0	0	0
Total Current Liabilities	414	436	439	432	432
Long-term liabilities	1,023	727	744	756	772
Other non-current liabilities	19	43	35	39	36
Total Liabilities	1,456	1,207	1,218	1,227	1,240
Paid-up share capital	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
Premium on share capital	1,174	1,174	1,174	1,174	1,174
Retained earnings	258	446	657	854	1,053
Other	0	0	0	0	0
Total Equity before MI	2,552	2,740	2,951	3,148	3,347
Minority Interest	17	23	23	23	23
Total Equity	2,569	2,762	2,974	3,171	3,370
Total Liabilities & Equity	4,025	3,970	4,192	4,398	4,610

EARTH TECH ENVIRONMENT PUBLIC COMPANY LIMITED (ETC)					
Cash Flow Statement					
Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Net profit	194	187	211	197	199
Depreciation	106	111	155	155	155
Non-cash items	86	99	99	99	99
Chg in working capital	(26)	84	65	(30)	(1)
CF from Operating	360	482	531	421	452
PPE	(96)	(97)	(138)	(138)	(137)
Other Assets	(67)	(215)	(215)	(215)	(215)
CF from Investment	(162)	(313)	(353)	(353)	(353)
Capital Increase	0	0	0	0	0
Debt raised/(repaid)	1,194	(298)	33	24	32
Dividend	0	0	0	0	0
Other financing activities	(73)	(67)	(67)	(67)	(67)
CF from Financing	1,122	(364)	(34)	(43)	(35)
Inc.(Dec.) in cash	1,063	(526)	144	25	65
Beginning cash	672	1,735	1,209	1,353	1,378
Ending cash	1,735	1,209	1,353	1,378	1,443
Key Ratios					
Year End Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Per Share (Bt)					
EPS	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	1.37	1.23	1.33	1.42	1.50
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	3.89	3.38	3.59	3.74	3.87
Quick Ratio	3.89	3.37	3.59	3.73	3.85
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	53.3%	46.5%	42.5%	45.9%	45.9%
EBITDA Margin	57.8%	50.6%	59.0%	57.4%	57.7%
EBIT Margin	42.0%	35.4%	38.2%	36.6%	37.0%
Net Margin	29.0%	25.7%	28.4%	26.4%	26.7%
ROE	11.2%	7.0%	7.4%	6.4%	6.1%
Effective Tax Rate (%)	0.3%	-1.5%	2.7%	2.7%	2.7%
Efficiency Ratio					
ROA	5.9%	4.7%	5.3%	4.8%	4.8%
ROFA	8.0%	7.5%	8.3%	7.5%	7.1%
Leverage Ratio (x)					
Interest Bearing Debt to Equity	0.52	0.38	0.35	0.34	0.32
Net Debt to Equity	-0.01	-0.05	-0.10	-0.10	-0.11
Growth					
Sales Growth	85.0%	8.9%	1.8%	0.3%	0.0%
EBITDA Growth	108.5%	-4.7%	18.7%	-2.4%	0.6%
Net Profit Growth	236.9%	-3.7%	12.9%	-6.8%	1.0%
EPS Growth	195.2%	-19.5%	12.9%	-6.8%	1.0%
Valuation					
PER (x)	48.6	50.5	44.7	47.9	47.5
P/BV (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
EV/EBITDA (x)	1.1	0.9	0.4	0.4	0.3
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด