

เอิร์ธ เท็ค เอนไวรอนเมนท์ - ETC


 บริษัท เอิร์ธ เท็ค เอนไวรอนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
 Earth Tech Environment PCL (COMPANY LIMITED)

ซื้อ

ราคาเป้าหมาย	5.25 บาท
Upside/Downside	+20%
Median Consensus	- บาท
1M price direction:	↑



โรงไฟฟ้าอนาคตสดใสไร้กังวลแม้ 4Q65 ประกาศขาดทุน

- คงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 5.25 บาทอิงวิธี DCF บนสมมติฐานที่บริษัทชนะการประมูลโรงไฟฟ้าจากขยะอุตสาหกรรม 5 โรง คิดเป็นกำลังการผลิตทั้งหมด 56.5 MW (เก่า 16.5 MW ใหม่ 40 MW)
- ETC รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 4 ที่ 22 ล้านบาท โดยมีการบันทึก SG&A พิเศษจากการตัดจ่ายการยกเลิกสัญญาเช่าที่ดินจำนวน 31 ล้านบาท ถัดจากรายการพิเศษออกไป กำไรปกติอยู่ที่ 9 ล้านบาท -66.1% YoY, -78.1% QoQ ลดลงจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้น
- ETC รายงานกำไรสุทธิปี 65 ที่ 131 ล้านบาท ลดลง 30.0% YoY จากรายการพิเศษและต้นทุนที่สูงขึ้น
- กกพ. รายงานรายชื่อผู้ผ่านเกณฑ์คะแนนความพร้อมทางเทคนิค โดยบริษัทลูกของ ETC เข้ารอบทั้งหมด 10 บริษัท จากผู้ผ่านเกณฑ์ทั้งหมด 24 บริษัท (18 บริษัทที่ผ่านเกณฑ์ในรอบแรก และอีก 6 บริษัทที่ผ่านอุทธรณ์) และมีการเลื่อนการประกาศผู้ผ่านการคัดเลือกรอบสุดท้ายเป็นวันที่ 5 เมษายน 2566 โดยเรายังคงสมมติฐานว่าบริษัทจะผ่านการคัดเลือกรอบสุดท้ายอย่างน้อย 5 โรง
- คาด 1Q66 กำไรกลับมาเป็นบวกตามปกติหลังจากไม่มีรายการพิเศษ

Highlights

เมื่อวันที่ 8 มีนาคม 66 เราได้มีการเยี่ยมชมบริษัท BWG และ EEC (บริษัทลูกของ ETC) ที่ นิคมอุตสาหกรรมนครหลวง จังหวัดอยุธยา โดย highlight ได้แก่

1. งบไตรมาส 4 มีจากการตัดจ่ายการยกเลิกสัญญาเช่าที่ดิน จำนวน 31 ล้านบาท จากการยกเลิกสัญญาเช่าเพื่อให้บริษัทย่อยสามารถเช่าที่ดินแทน และจะมีการ consolidate รายได้กลับมาหลังจากบริษัทย่อยได้สร้างโรงไฟฟ้า
2. มีการเลื่อนการประกาศผู้ผ่านการคัดเลือกรอบสุดท้ายเป็นวันที่ 5 เมษายน 2566 จากวันที่ 25 มีนาคม 2566 และจะเซ็นสัญญาในวันที่ 19 เมษายน 2566
3. ปัจจุบันมีผู้ผ่านเกณฑ์คะแนนความพร้อมทางเทคนิค 24 บริษัท (18 บริษัทผ่านเกณฑ์ในการประกาศรอบแรก และอีก 6 บริษัทผ่านเกณฑ์จากการอุทธรณ์) ทั้งนี้ผู้บริหารยังคงมั่นใจว่าจะสามารถชนะการประมูลได้อย่างน้อย 5 โรงไฟฟ้าในรอบสุดท้ายที่เป็นการคัดเลือกผ่านการ scoring โดยเกณฑ์การ scoring คร่าวๆ ได้แก่ 1. สถานที่ตั้ง 2. เชื้อเพลิง RDF 3. Technology ของโรงไฟฟ้าโดยรวม 4. เงินทุน และ 5. แผนการก่อสร้าง โดยผู้บริหารมั่นใจว่าบริษัทมีคุณสมบัติและความพร้อมในการผ่านเกณฑ์
4. บริษัทพร้อมเข้าชิงโรงไฟฟ้าขยะอุตสาหกรรมอีก 100MW ที่จะเปิดประมูลในปลายปี 66

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

ความเสี่ยง: ไม่ผ่านการคัดเลือกในรอบสุดท้าย และ Efficiency rate ต่ำกว่า 90%

Financial Highlights

Year End:	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Revenue (Btmn)	671	730	738	746	746
EBITDA(Btmn)	388	370	318	428	430
Net Profit (Bt mn)	194	187	131	181	175
EPS (Bt)	0.09	0.08	0.06	0.08	0.08
EV/EBITDA (x)	1.2	1.0	2.4	2.2	2.9
PER(x)	50.4	52.4	74.9	54.2	56.0
P/BV (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
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%	4.6%	6.1%	5.5%

Source: Trinity Research and Company Data

Stock information

ราคาปิด	4.38 บาท
ราคาปิดสูงต่ำใน 1 ปี	5.00/2.92 บาท
มูลค่าตลาด	9,811 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.5)	2,240 ล้านหุ้น
Free Float	33.84%
Foreign Limit/Available	49%/48.99%
NVDR in hand (% of share)	2.00%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	12,326.99
Anti-corruption:	ประกาศเจตนารมณ์
CG Score:	▲▲▲▲▲

XD - Date

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



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

สุทธิวัฒน์ อิศวเหม
 ผู้ช่วยผู้จัดการ

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ทั้งนี้เราได้ทำ sensitivity analysis สำหรับกรณีต่างๆ ที่บริษัทขณะการประมูลโรงไฟฟ้า เพื่อประกอบการตัดสินใจการลงทุน

	New Power Plant	Current Project	New Project	Total	Net Profit Per MW	EPS	Target Price
		(MW)	(MW)	(MW)			
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

Exhibit 1: ETC Quarterly Result

Quarterly Breakdown (Bt mn)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	%YoY	%QoQ	2021	2022A	%YoY
Revenue	192	176	194	184	184	(4.5%)	(0.3%)	730	738	1.1%
COGS	-110	-107	-113	-114	-133	21.1%	16.6%	-391	-468	19.6%
Gross profit	82	69	81	70	50	(38.7%)	(28.0%)	339	271	(20.2%)
SG&A	-45	-10	-32	-20	-52	16.3%	161.2%	-100	-114	14.5%
Other incomes	5	4	34	7	-1			19	44	
Other expenses	0	0	0	0	0			0	0	
EBITDA	70	92	114	85	27	(61.8%)	(68.4%)	370	318	(14.1%)
Depreciation & Amortization	-28	-29	-30	-28	-29			-111	-116	
EBIT	42	63	84	57	-2	(106%)	(104%)	259	201	(22.3%)
Interest Expense	-16	-15	-14	-13	-21	27.1%	59.3%	-69	-63	
EBT	26	48	70	44	-23	(190%)	(153%)	190	138	(27.2%)
Tax	2	-0	-2	-2	2			3	-2	
Minority	-1	-1	-2	-1	-1			-6	-5	
Normalized profit	26	47	66	41	9	(66.1%)	(78.1%)	187	162	(13.5%)
Fx gain (loss)	0	0	0	0	0			0	0	
Extraordinary Items	0	0	0	0	-31			0	-31	
Net Profit	26	47	66	41	-22	(184%)	(154%)	187	131	(30.0%)
EPS (Bt)	0.01	0.02	0.03	0.02	0.00	(66.1%)	(78.1%)	0.08	0.06	(30.0%)
Normalized EPS (Bt)	0.01	0.02	0.03	0.02	-0.01	(184%)	(154%)	0.08	0.06	(30.0%)
Key ratios										
Gross margin	42.7%	39.4%	41.8%	37.9%	27.4%			46.5%	36.7%	
SG&A/Sales	23.3%	5.9%	16.3%	10.8%	28.4%			13.6%	15.4%	
EBITDA margin	36.5%	52.3%	58.6%	46.1%	14.6%			50.6%	43.0%	
EBIT margin	21.8%	35.9%	43.1%	30.7%	(1.3%)			35.4%	27.2%	
Effective tax rate	(7.1%)	0.4%	3.2%	3.5%	7.8%			(1.5%)	1.5%	
Core Net margin	13.7%	26.6%	33.8%	22.1%	4.9%			25.7%	22.0%	
Net margin	13.7%	26.6%	33.8%	22.1%	(12.0%)			25.7%	17.8%	

Source: Company Data, Trinity Research

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงจากขยะอุตสาหกรรมในรูปแบบผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (“VSPP”) หรือมีขนาดต่ำกว่า 10 เมกะวัตต์ ปัจจุบันบริษัทมีโรงไฟฟ้าที่ COD แล้ว 3 โรงตาม Exhibit 2 โดยบริษัทได้นำเข้าเครื่องจักรต่างๆ จากต่างประเทศ ซึ่งเป็นเทคโนโลยีสะอาด และสามารถนำเชื้อเพลิง Solid Recovered Fuel (SRF) หรือเชื้อเพลิงจากการแปรรูปขยะชุมชนและขยะอุตสาหกรรม ปัจจุบันโรงไฟฟ้าทั้ง 3 แห่งจ่ายไฟให้กับ กฟภ โดยได้รับค่าตอบแทนในอัตราของ FIT

Exhibit 2:

บริษัท	ที่ตั้งโครงการโรงไฟฟ้า	ประเภทเชื้อเพลิง	กำลังการผลิตติดตั้ง (MW)	กำลังการผลิตเสนอขาย (MW)	COD	อายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้านับจากวันที่ COD
ETC	นิคมอุตสาหกรรมแก่งคอย อำเภอกันทรลักษ์ 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	2022A	2023F	2024F
Sales	671	730	738	746	746
Cost of good sold	(313)	(391)	(468)	(404)	(404)
Gross Profit	358	339	271	342	342
SG&A	(78)	(100)	(114)	(82)	(82)
Other expenses	0	0	0	0	0
Other Income	3	19	44	13	16
EBIT	282	259	201	273	276
Depreciation & Amortization	(106)	(111)	(116)	(155)	(155)
EBITDA	388	370	318	428	430
Financial Costs	(80)	(69)	(63)	(82)	(91)
Pretax Profit	202	190	138	191	185
Tax	(1)	3	(2)	(5)	(5)
Net Profit before minority	201	193	136	186	180
Less Minority Interest	(7)	(6)	(5)	(5)	(5)
Net Profit before Extra.	194	187	131	181	175
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	194	187	131	181	175
EPS (Bt)	0.09	0.08	0.06	0.08	0.08
Norm EPS (Bt)	0.10	0.08	0.06	0.08	0.08
Financial Position					
Year End Dec (Btm)	2020F	2021A	2022A	2023F	2024F
Cash in hand & at Banks	1,358	1,168	1,236	1,175	1,052
ST investment	0	0	0	0	0
Accounts receivable -net	225	185	173	98	98
Inventories	2	2	2	5	5
Other current assets	24	118	498	668	1,017
Total Current Assets	1,609	1,473	1,908	1,946	2,172
Investments					
Property, Plant & Equipment	2,074	2,038	1,978	1,959	1,922
Others	343	459	665	938	1,127
Total Assets	4,025	3,970	4,552	4,843	5,221
Loans and O/D from banks	12	11	235	435	735
Account payable-trade	111	127	143	117	117
Current portion 1 yr L/T loans	290	298	308	308	308
Other current liabilities	0	0	0	0	0
Total Current Liabilities	414	436	686	860	1,160
Long-term liabilities	1,023	727	951	873	784
Other non-current liabilities	19	43	14	30	22
Total Liabilities	1,456	1,207	1,652	1,763	1,966
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	578	758	933
Other	0	0	0	0	0
Total Equity before MI	2,552	2,740	2,871	3,052	3,227
Minority Interest	17	23	28	28	28
Total Equity	2,569	2,762	2,899	3,080	3,255
Total Liabilities & Equity	4,025	3,970	4,552	4,843	5,221

EARTH TECH ENVIRONMENT PUBLIC COMPANY LIMITED (ETC)					
Cash Flow Statement					
Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Net profit	194	187	131	181	175
Depreciation	106	111	116	155	155
Non-cash items	86	99	56	56	56
Chg in working capital	(26)	84	(190)	230	(121)
CF from Operating	360	482	113	621	265
PPE	(96)	(97)	(70)	(123)	(117)
Other Assets	(67)	(215)	(340)	(340)	(340)
CF from Investment	(162)	(313)	(409)	(463)	(457)
Capital Increase	0	0	0	0	0
Debt raised/(repaid)	1,194	(298)	416	122	122
Dividend	0	0	0	0	0
Other financing activities	(73)	(67)	(52)	(52)	(52)
CF from Financing	1,122	(364)	364	70	70
Inc.(Dec.) in cash	1,063	(526)	(263)	228	(122)
Beginning cash	672	1,735	1,209	946	1,175
Ending cash	1,735	1,209	946	1,175	1,052
Key Ratios					
Year End Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Per Share (Bt)					
EPS	0.09	0.08	0.06	0.08	0.08
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	1.37	1.23	1.29	1.38	1.45
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	3.89	3.38	2.78	1.85	1.35
Quick Ratio	3.89	3.37	2.78	1.85	1.35
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	53.3%	46.5%	36.7%	45.9%	45.9%
EBITDA Margin	57.8%	50.6%	43.0%	57.4%	57.7%
EBIT Margin	42.0%	35.4%	27.2%	36.6%	37.0%
Net Margin	29.0%	25.7%	17.8%	24.3%	23.5%
ROE	11.2%	7.0%	4.6%	6.1%	5.5%
Effective Tax Rate (%)	0.3%	-1.5%	1.5%	2.7%	2.7%
Efficiency Ratio					
ROA	5.9%	4.7%	3.1%	4.1%	4.2%
ROFA	8.0%	7.5%	5.0%	6.2%	5.7%
Leverage Ratio (x)					
Interest Bearing Debt to Equity	0.52	0.38	0.52	0.52	0.56
Net Debt to Equity	-0.01	-0.05	0.09	0.14	0.24
Growth					
Sales Growth	85.0%	8.9%	1.1%	1.0%	0.0%
EBITDA Growth	108.5%	-4.7%	-14.1%	34.8%	0.6%
Net Profit Growth	236.9%	-3.7%	-30.0%	38.1%	-3.2%
EPS Growth	195.2%	-19.5%	-30.0%	38.1%	-3.2%
Valuation					
PER (x)	50.4	52.4	74.9	54.2	56.0
P/BV (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	1.2	1.0	2.4	2.2	2.9
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