



The Fundamental View

ไพฑูลย์ นลินทรางกูร, CFA
 ประธานกรรมการ สภาธุรกิจตลาดทุนไทย

ปีแห่งความท้าทาย

สวัสดีครับท่านผู้อ่านทุกท่าน ช่วงนี้ท่านที่เป็นนักลงทุนอาจจะไม่ค่อยสบายใจมากนัก เพราะมีแต่ข่าวร้ายๆ ทั้งนั้นที่ประดังเข้ามา ไม่ว่าจะเป็นราคาน้ำมันที่ยังคงอยู่ในระดับที่สูง ความไม่สงบในตะวันออกกลางที่ยังดำเนินต่อไป ปัญหาหนี้ในยุโรปที่เริ่มปะทุขึ้นมาอีกครั้ง จากการศึกษาที่ประเทศกรีซยังคงมีปัญหาในการจัดการกับภาระหนี้ของตัวเอง และสเปน ซึ่งเพิ่งถูกปรับลด Credit Rating ลง รวมไปถึงจีน ซึ่งเริ่มมีสัญญาณการชะลอตัวของเศรษฐกิจ แต่ในขณะที่เดียวกันเงินเฟ้อกลับเพิ่มขึ้น และในสหรัฐ ตัวเลขความมั่นใจของผู้บริโภคเดือนที่ผ่านมาก็ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 6 เดือน และล่าสุดการเกิดแผ่นดินไหวและสึนามิครั้งใหญ่ในญี่ปุ่น ซึ่งก็คงจะทำให้เศรษฐกิจอันดับสามของโลกต้องกลับเข้าสู่ภาวะถดถอยอีกครั้งในระยะสั้นนี้

แต่ในทางกลับกัน ตลาดหุ้นไทยและอีกหลายๆ แห่ง ไม่ว่าจะเป็นในเอเชียหรือสหรัฐ กลับไม่ได้ปรับลดลงมากนัก บางแห่งกลับปรับขึ้นด้วยซ้ำ ท่ามกลางข่าวร้ายเหล่านี้ ถ้านับจากช่วงกลางเดือนกุมภาพันธ์รวมทั้งของไทย หลายๆ ท่านอาจจะเริ่มสงสัยว่า กำลังเกิดอะไรขึ้นกับตลาดหุ้น ตลาดหุ้นจะยังมีโอกาสเกิด Correction อีกหรือไม่ และทิศทางตลาดหุ้นไทยจากนี้ไปจะเป็นอย่างไร ก่อนที่จะตอบคำถามเหล่านี้ ผมขอฉายภาพสิ่งที่เกิดขึ้นกับตลาดหุ้นในอดีต ซึ่งอาจจะเป็นประโยชน์กับท่าน ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในช่วงนี้

จากการประมวลผลที่เกิดขึ้นในอดีตสรุปได้ดังนี้

1. ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการลงทุนในตลาดหุ้น คือ หลังจากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ที่ทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะชะลอตัวอย่างรุนแรง อาทิเช่น วิกฤติเศรษฐกิจเอเชีย เมื่อปี 1998 (SET Index ลดลงเหลือ 205 จุด) วิกฤติ 911 ในสหรัฐ เมื่อปี 2001 (SET Index อยู่ที่ 275 จุด) หรือวิกฤติ Subprime เมื่อปี 2008 ที่ผ่านมามี (SET Index ลงมาที่ 401 จุด)
2. วิกฤติที่เกิดจากภัยธรรมชาติ มักจะไม่ใช่อัจฉริยะทองของการการลงทุน เพราะตลาดหุ้นไม่ค่อยจะปรับลดลงมากนัก ไม่ว่าจะเป็นแผ่นดินไหวในโกเบ เมื่อปี 1995 (ตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับลดลงเพียง 7% ในระยะ 1 เดือนนับจากเหตุการณ์) สึนามิในอินโดนีเซีย เมื่อปี 2004 (หุ้นอินโดปรับขึ้น 6% ใน 1 เดือน) หรือ Hurricane Katrina ในสหรัฐ เมื่อปี 2005 (Dow Jones ปรับขึ้น 2% ใน 1 เดือน) เป็นต้น
3. ในช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ ตลาดหุ้นจะเกิด Correction แรงๆ ก็ต่อเมื่อ Valuations ของราคาหุ้น ไม่ว่าจะเป็ค่า P/E Ratio หรือ P/BV อยู่ในระดับที่ Overvalued มากๆ หรือสูงเกินค่าเฉลี่ยระยะยาวมากๆ
4. ในช่วงที่ Valuations อยู่ในช่วง Fair Value แรงขับเคลื่อน (Catalyst) ที่สำคัญของหุ้นจะประกอบไปด้วย
 - 4.1. การปรับเปลี่ยนประมาณการ EPS Growth ของนักวิเคราะห์
 - 4.2. Trend หรือแนวโน้มของ Return on Equity (ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น)

การปรับประมาณการ EPS Growth จะมีผลค่อนข้างมากต่อทิศทางราคาหุ้นในระยะสั้น เมื่อนักวิเคราะห์มีการเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้นหรือแย่ลง ก็มักจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในทิศทางที่สอดคล้องกัน ส่วน Trend ของ ROE โดยเฉพาะถ้าเอา ROE มาหักลบกับ Cost of Equity (ต้นทุนการเงินในส่วนของผู้ถือหุ้น) จะมีผลค่อนข้างสูงต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในระยะยาว

ที่นี้เราลองมาเปรียบเทียบกับสถานการณ์ปัจจุบันของตลาดหุ้นไทย

เนื่องจากระดับ Valuations ในปัจจุบันของ SET อยู่ที่ 12.4 เท่า (Forward P/E Ratio ปี 2011) ซึ่งเป็นระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวไม่มาก ประมาณ 10% ดังนั้น โอกาสที่จะเห็นตลาดหุ้นมี Correction แรง ๆ ก็น่าจะมีน้อย ส่วน Upside ของตลาดหุ้นในปีนี้จะขึ้นอยู่กับ EPS Growth ของปีนี้เป็นหลัก ทางสำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ทีเอสโก้ ได้ประมาณการ EPS Growth ทั้งปีไว้ที่ 15% ซึ่งถ้าไม่มีการปรับเปลี่ยนประมาณการนี้ ตลาดหุ้นก็น่าจะมี Upside อยู่อีกประมาณ 15% หรือเทียบเท่ากับ SET Index ที่ประมาณ 1,180 จุดภายในปลายปีนี้



แต่ถ้าราคาน้ำมันขึ้นไปถึง US\$ 125 (ซึ่งเป็นระดับที่จะเริ่มทำให้มีผลกระทบต่อด้านลบต่อเศรษฐกิจสหรัฐ) และคงอยู่ในระดับนั้นเป็นเวลานาน ก็จะทำให้แนวโน้มเศรษฐกิจโลกแย่ลง รวมถึงยังจะสร้างแรงกดดันเงินเฟ้ออย่างมาก และอาจทำให้ ธปท. ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ซึ่งก็จะทำให้ประมาณการ EPS Growth ถูกปรับลดลง และจะสร้างแรงกดดันให้กับตลาดหุ้นต่อไป นี่คือการเสี่ยงอันดับต้นๆ ของตลาดหุ้นในช่วงนี้ แต่โอกาสเกิดยังดูน้อย

สรุปก็คือ ตลาดหุ้นยังมีโอกาสปรับลดลงบ้างในช่วงนี้ จากแรงกดดันเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ซึ่งอาจทำให้ ธปท. ต้องขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 3-3.25% และความไม่ชัดเจนของผลกระทบในญี่ปุ่น ในขณะเดียวกัน EPS Growth ก็มีโอกาสดูปรับลดลงเช่นกันถ้าเงินเฟ้อและราคาแก๊สสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังมีปัจจัยบวกที่จะเข้ามา Support ตลาด คือการเลือกตั้งที่น่าจะเกิดขึ้นภายใน 3-4 เดือนข้างหน้า (SET Index โดยเฉลี่ยจะปรับขึ้นราว 7% ในระยะ 3 เดือนก่อนวันเลือกตั้ง) รวมไปถึงสัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ น่าจะชัดเจนมากขึ้นในครึ่งปีหลัง ก็น่าจะช่วยทำให้ Sentiment โดยรวมดีขึ้น

ส่วนแนวโน้มตลาดหุ้นระยะยาวนั้นยังดูดี โดยที่ Catalyst หลักก็คือการเพิ่มขึ้นของ ROE ถ้าเราดู Trend ของ ROE ของบริษัทจดทะเบียนในช่วงที่ผ่านมาจะเห็นว่าเริ่มปรับเพิ่มขึ้น แต่น่าจะเริ่มคงที่ในระดับนี้ไปสักระยะหนึ่ง สาเหตุหลักเป็นเพราะ Capex Cycle (วงจรการลงทุน) ของ บจ. ส่วนใหญ่เริ่มเข้าสู่ขาขึ้นอีกครั้ง ซึ่งแน่นอนว่าในช่วงแรกของการลงทุน ROE มักจะอ่อนตัวลงเพราะผลตอบแทนยังไม่เข้ามาเต็มที่ แต่ภายในอีก 2 ปีข้างหน้าผมเชื่อว่าเราจะได้เห็น ROE กลับมาสู่ระดับที่สูงกว่า 20% อีกครั้ง (จาก 16% ในปัจจุบัน) เมื่อ Capex Cycle เริ่มเข้าสู่ Mid-Cycle และจะช่วยทำให้แนวโน้ม EPS ในระยะยาวเข้มแข็งขึ้น ซึ่งก็หมายความว่า SET Index น่าจะปรับฐานครั้งใหม่ ซึ่งโอกาสที่เราจะเห็น SET Index ทำ New High ภายในปี 2013 น่าจะมีค่อนข้างสูง

แล้วพบกันใหม่เดือนหน้าครับ สวัสดี