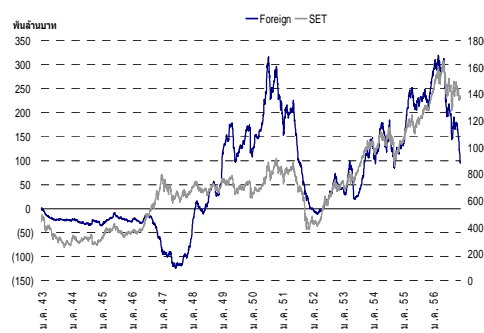


SET Index	1,369.35
มูลค่าตลาด	12,016 พันล้านบาท
PER	15.4 เท่า

แรงขายจากนักลงทุนต่างชาติยังมีต่อเนื่อง

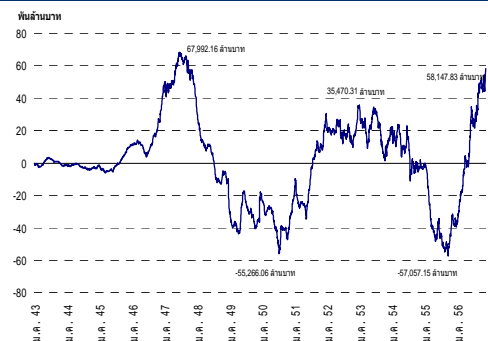
- นับจากต้นปี 2552 จนถึงช่วง 1Q56 นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิในตลาดหุ้นไทย ต่อเนื่อง จนมีมูลค่าตลาดสะสมสูงกว่า 3.2 แสนล้านบาท หลังจากนั้นได้เริ่มทยอยขายหุ้นออกไปอย่างรวดเร็ว เฉพาะอย่างยิ่งหลังเดือน พ.ศ.2556 เป็นต้นมา จนปัจจุบันมีมูลค่าตลาดสะสมเหลือเพียง 9.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งจากการพิจารณาปัจจัยแวดล้อมที่มีทั้งเรื่องความกังวลจากการลด QE และการเมืองในประเทศที่ร้อนแรง ตลอดจนรูปแบบการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในอดีต เชื่อว่าแรงขายสุทธิจะยังมีต่อไป จนทำให้มูลค่าสะสมลดลงเป็น 0 (ศูนย์)
- แรงกดดันต่อ SET Index ยังคงมีต่อไปโดยมีปัจจัยเรื่องการเมืองในประเทศเป็นต้นเหตุหลัก ซึ่งอาจทำให้ SET Index ปรับตัวลดลงได้ต่อเนื่อง อย่างไรก็ตามระดับที่ถือว่าน่าจะพิจารณาเข้าลงทุนในตลาดหุ้นในรอบใหม่ น่าจะอยู่ที่บริเวณ PER 14.5 เท่า ซึ่งประเมินจากเครื่องมือหลัก 2 ตัว ได้แก่ Market Earning Yield Gap และ PER Bands ของตลาดหุ้นไทย ทั้งนี้ที่ระดับ PER 14.5 เท่า จะให้ค่า SET Index ที่ 1340 จุด ดังนั้นหากเห็นการปรับลดลงมาต่ำกว่าบริเวณดังกล่าว จึงน่าจะเป็นโอกาสในการซื้อ โดยคาดหวังผลตอบแทนในช่วง 12 เดือนข้างหน้าเท่ากับอัตราการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนปี 2557 หรือประมาณ 13%
- ตัวเลือกลงทุนจะเน้นไปในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีอัตราการเติบโตของกำไรที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด และได้รับผลกระทบจากสถานการณ์เมืองน้อย ที่โดดเด่นได้แก่กลุ่ม ICT ซึ่งคาดว่ากำไรปี 2557 จะเติบโต 31% หุ้นเด่นได้แก่ DTAC (FV@B 136) และ INTUCH (FV@B 124) กลุ่มถัดมาได้แก่ กลุ่มอาหาร ซึ่งคาดหมายกำไรเติบโต 22% หุ้นเด่นได้แก่ CPF (FV@B 33.69) และ M (FV@B 60)

มูลค่าตลาดการซื้อขาย สุทธิสะสมของนักลงทุนต่างชาติ (2543 – ปัจจุบัน)



ที่มา : Bloomberg, ฝ่ายวิจัย ASP

มูลค่าตลาดการซื้อขาย สุทธิสะสมของนักลงทุนสถาบันในประเทศ (2543 – ปัจจุบัน)



ที่มา : Bloomberg, ฝ่ายวิจัย ASP

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

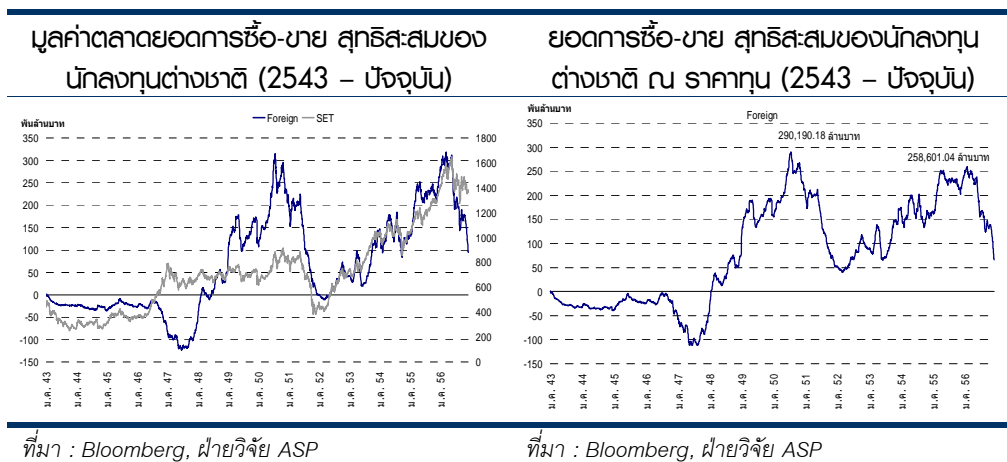
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้จัดทำใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ยังมีแรงกระตุ้นให้ Fund Flow ไหลออก

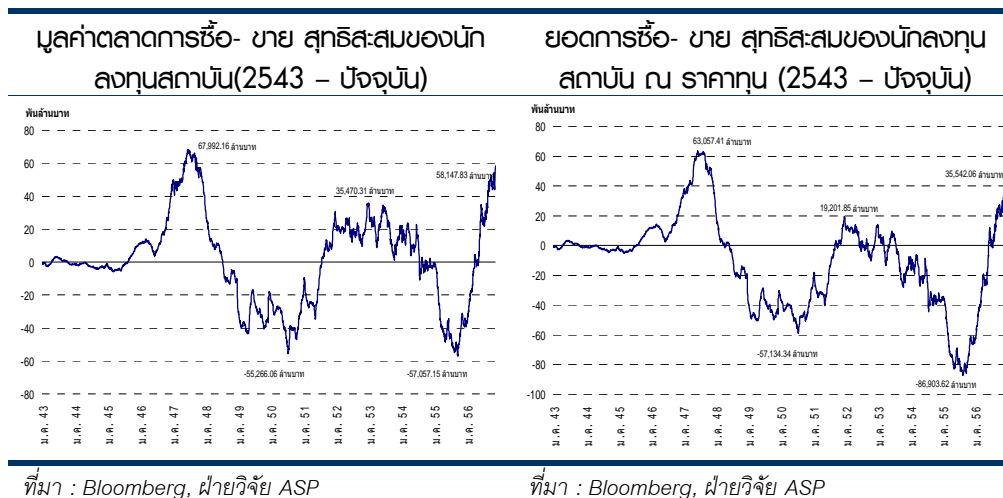
นับจากปี 2552 เป็นต้นมาพบว่าเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติ ไหลเข้ามาสู่ตลาดหุ้นไทยเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นผลมาจากการใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นเพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจของหลายประเทศ ที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ การไหลเข้าของเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติ ดำเนินมาอย่างต่อเนื่องจนถึง 1Q56 หลังจากนั้นก็ค่อยๆ ปรากฏสัญญาณการไหลออกของเม็ดเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติ และมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยหากนับจาก 5 ก.พ.2556 จนถึง 9 ธ.ค.2556 พบว่า นักลงทุนต่างชาติมียอดขายสุทธิออกจากตลาดหุ้นไทย คิดเป็นเม็ดเงินรวมสูงถึง 1.92 แสนล้านบาท อีกทั้งยังเห็นถึงรูปแบบการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจากนี้ไปจะเป็นการนำเสนอถึงสถานะปัจจุบันของนักลงทุนต่างชาติ และแนวโน้มที่น่าจะดำเนินไปในปี 2557

มูลค่าตลาดยอดซื้อสะสมจาก 3.2 แสนล้านบาท เหลือ 9.8 หมื่นล้านบาท

ย้อนกลับไปดูในช่วง 13 ปีที่ผ่านมา นักลงทุนต่างชาติมีการเข้ามาซื้อสุทธิในตลาดหุ้นไทยแบ่งเป็น 2 รอบใหญ่ รอบแรกในช่วงกลางปี 2548 จนถึงกลางปี 2551 โดยมียอดซื้อสุทธิสะสมที่ราคาทุนรวม 2.57 แสนล้านบาท และในรอบที่ 2 ซึ่งก็คือรอบล่าสุดที่นักลงทุนต่างชาติได้เริ่มกลับเข้าซื้อสุทธิในตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ต้นปี 2552 เป็นต้นมา ซึ่งมียอดซื้อสุทธิสะสมเพิ่มขึ้นตามลำดับจนมียอดสูงสุดที่ราคาทุน 2.08 แสนล้านบาท และทำให้ SET Index ปรับขึ้นกว่า 2.65 เท่าตัวหรือกว่า 1,193 จุด (คำนวณที่จุดสูงสุด 21 พ.ค.2556) แต่หากพิจารณามูลค่าหุ้นที่ซื้อสุทธิเข้ามาในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นราคาตลาด ซึ่งเพิ่มขึ้นตาม SET Index ที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวข้างต้นด้วย ก็พบว่าจุดสูงสุดของมูลค่าการถือครองหุ้น (เฉพาะรอบที่ซื้อช่วงต้นปี 2552 เป็นต้นมา) อยู่ที่ 3.21 แสนล้านบาท (ดูกราฟด้านล่างประกอบ) อย่างไรก็ตามนับจากช่วงต้นเดือน ก.พ.2556 เป็นต้นมา เริ่มเห็นแรงขายออกมากจากกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ และเห็นชัดเจนอย่างมากในช่วงปลายเดือน พ.ค.2556 เป็นต้นมา จากการตรวจสอบมูลค่าตลาดที่เกิดจากแรงซื้อสุทธิรอบล่าสุด ปัจจุบันเหลืออยู่ที่ 9.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นการลดลงอันเนื่องมาจากขายเพื่อนำเงินออก 1.92 แสนล้านบาท ส่วนที่เหลือเป็นการปรับลดลงของ SET Index



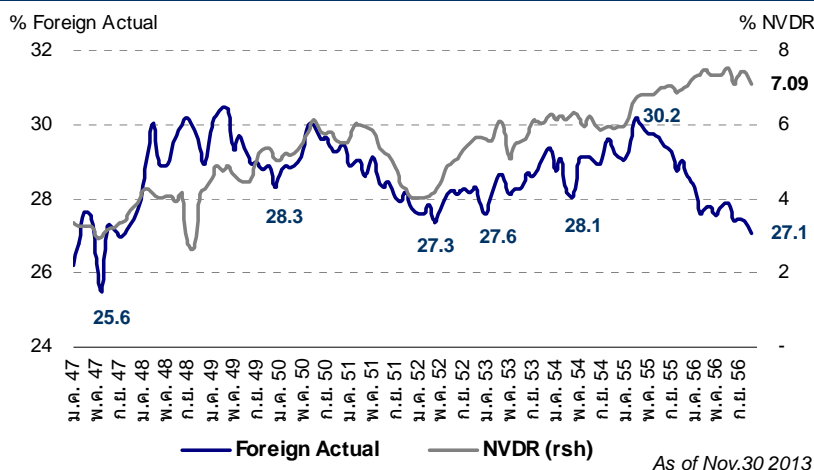
เป็นที่น่าสังเกตว่าแรงขายที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว กลับส่งผลให้ SET Index ปรับลดลงเพียง 16.7% หรือประมาณ 274 จุดซึ่งถือเป็นอัตราการปรับลดที่น้อยมาก เมื่อเทียบกับการปรับขึ้นของ SET Index ในช่วงที่มีเม็ดเงินไหลเข้ามาซึ่งปรับขึ้นกว่า 2.65 เท่าตัว ดังกล่าวมาข้างต้น ทั้งนี้สาเหตุสำคัญประการหนึ่งเป็นเพราะมีแรงซื้อหนุนจากกลุ่มนักลงทุนในประเทศเข้ามาเป็นแรงหนุน ดังจะเห็นได้ชัดเจนจาก กลุ่มนักลงทุนสถาบันในประเทศ ซึ่งในช่วงหลายปีที่ผ่านมาส่วนใหญ่อยู่ในภาวะขายสุทธิ หรือซื้อสุทธิในจำนวนไม่มาก แต่หากนับจากต้นปี 2556 จนถึงปัจจุบันพบว่านักลงทุนสถาบันในประเทศมียอดซื้อสุทธิรวมกว่า 9.9 หมื่นล้านบาท ขณะที่นักลงทุนรายบุคคลในประเทศก็มียอดซื้อสุทธิอีกกว่า 7.36 หมื่นล้านบาท



การถือครองหุ้นของต่างชาติ เปลี่ยนเป็นการถือผ่าน NVDR มากขึ้น

การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญอีกประการหนึ่ง ได้แก่ เรื่องการปรับเปลี่ยนรูปแบบการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งปกติมีการถือหุ้นผ่าน 2 ช่องทางคือ การปิดโอนฯ เป็นชื่อนักลงทุนต่างชาติ และการถือหุ้นผ่าน NVDR สำหรับในงวดปี 2556 ได้สังเกตเห็นการเปลี่ยนแปลงที่ชัดเจนมากประการหนึ่งคือ การที่นักลงทุนต่างชาติได้ปรับลดสัดส่วนการถือครองหุ้นในส่วนที่ปิดโอนฯ เป็นชื่อนักลงทุนต่างชาติจากจุดสูงสุดที่ 30.2% มาเหลือ 27.1% ขณะที่เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นผ่าน NVDR จากระดับประมาณ 6% มาเป็น 7.09% ณ สิ้นเดือน พ.ย.2556 การเปลี่ยนแปลงดังกล่าว อาจตีความได้ว่าเม็ดเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติ ได้ถูกปรับเปลี่ยนเป็นเงินลงทุนระยะสั้นมากขึ้น เนื่องจากโดยปกติแล้วการถือหุ้นผ่าน NVDR เป็นการบ่งชี้ว่านักลงทุนไม่ต้องการเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารกิจการ แต่ต้องการได้รับเพียงเงินปันผล และผลตอบแทนจากราคาหุ้นที่สูงขึ้น ซึ่งเมื่อผลตอบแทนได้ถึงระดับที่คาดหวัง หรือมีปัจจัยอื่นที่เปลี่ยนแปลง ก็สามารถขายหุ้นออกเพื่อทำกำไรได้ทันที นอกจากนี้หากประเมินในแง่ของสภาพคล่องในการซื้อขาย ก็ถือว่า NVDR โดยภาพรวมมีสภาพคล่องในการซื้อขายที่สูงกว่าหุ้นที่ปิดโอนฯ ในชื่อนักลงทุนต่างชาติ สถานภาพการถือครองหุ้นดังกล่าวของนักลงทุนต่างประเทศ ทำให้มีโอกาสที่จะเห็นการขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติได้ง่ายขึ้น

สัดส่วนการถือหุ้นผ่านการใช้บัญชีเงินฝากต่างชาตินักลงทุนต่างชาติ และ NVDR



As of Nov,30 2013

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP รวบรวม

QE ดูดเงินออก ขณะทำการเมืองในประเทศเร่งการนำเงินออกให้เร็วขึ้น

คำถามที่ตอบยากที่สุดในขณะนี้ น่าจะเป็น คำถามที่ว่า นักลงทุนต่างชาติจะขายสุทธิในตลาดหุ้นไทยได้อีกไหม และถ้าขายจะขายออกมาอีกมากน้อยแค่ไหน? ซึ่งในความเป็นจริงแล้วไม่สามารถที่จะตอบเป็นตัวเลขที่ชัดเจนได้ แต่หากจะตอบจากพฤติกรรมในอดีต และแรงจูงใจในการขายที่เกิดขึ้นในปัจจุบันแล้ว ฝ่ายวิจัยมีความเห็นในแต่ละคำถามดังนี้

นักลงทุนต่างชาติจะขายสุทธิในตลาดหุ้นไทยได้อีกไหม ?

ตอบ : เชื่อว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเห็นแรงขายออกมาอีก ทั้งนี้จากแรงผลักดันของปัจจัยหลัก 2 ประการ ได้แก่ ปัญหาภายในประเทศไทย ซึ่งดูเหมือนว่าปัญหาทางการเมืองยังร้อนแรงต่อเนื่อง และกำลังส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจ ดังจะเห็นได้จากการปรับลดทั้งประมาณการ GDP Growth และ EPS Growth ของบริษัทจดทะเบียนอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลาที่ผ่านมา ถือเป็นแรงผลักดันให้เม็ดเงินลงทุนไหลออก ส่วนอีกแรงเป็นแรงดูดกลับได้แก่ แนวทางการดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน อย่างเช่น QE ซึ่งมีแนวโน้มลดน้อยลงตามภาพเศรษฐกิจที่มีทิศทางดีขึ้นต่อเนื่อง ถือเป็นองค์ประกอบที่ดูดเม็ดเงินกลับออกไปยังประเทศที่เศรษฐกิจอยู่ในช่วงของการฟื้นตัวไม่ว่าจะเป็น สหรัฐ, ยุโรป, ญี่ปุ่น หรือ จีน

นักลงทุนต่างชาติจะขายสุทธิในตลาดหุ้นไทยได้มากน้อยแค่ไหน ?

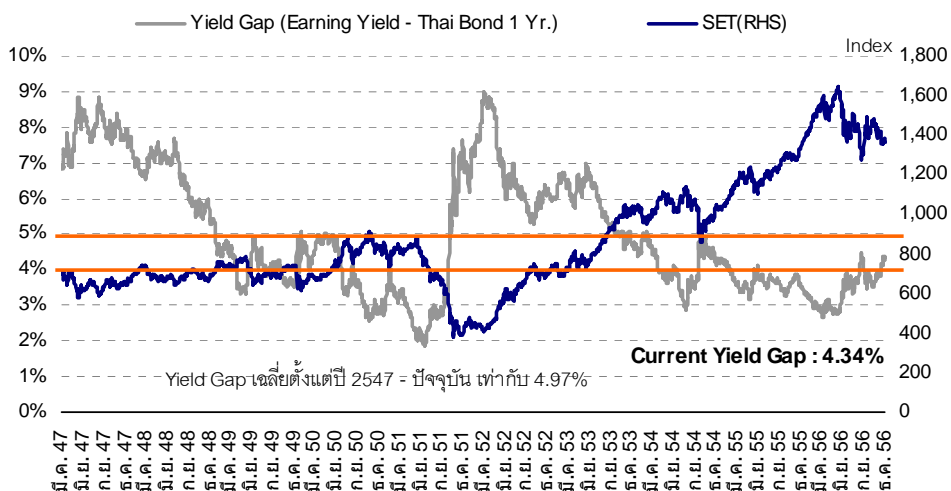
ตอบ : จากรูปแบบการซื้อขายของนักลงทุนในรอบกลางปี 2548 จนถึงกลางปี 2551 พบว่า นักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิสะสมตามมูลค่าตลาดสูงสุดที่ระดับประมาณ 3.2 แสนล้านบาท เช่นกัน แต่หลังจากนั้นเกิดวิกฤติสถาบันการเงิน ในสหรัฐ (Hamburger Crisis) ทำให้สถาบันการเงินขนาดใหญ่หลายแห่งต้องปิดกิจการส่งผลกระทบต่อให้เกิดการไหลกลับของเม็ดเงินลงทุนครั้งใหญ่ โดยนักลงทุนต่างชาติขายสุทธิในตลาดหุ้นไทย จนทำให้ยอดซื้อสุทธิสะสมที่มูลค่าตลาด ปรับลดลงเหลือ 0 (ศูนย์) สำหรับในรอบปัจจุบันพบว่ามูลค่าซื้อสุทธิสะสมปรับลดลงจาก 3.2 แสนล้านบาท เหลืออยู่ที่ประมาณ 9.8 หมื่นล้านบาทในปัจจุบัน หากใช้รูปแบบการขายในอดีตเข้ามาประกอบ โอกาสที่จะเห็นแรงขายออกมาจนมูลค่าลดลงเหลือใกล้ 0 (ศูนย์) ก็มีความเป็นไปได้ ทั้งนี้การที่มูลค่าปรับลดลงจะมาจาก 2 ส่วน คือการขายออก และการปรับลดลงของ SET Index

PER 14.5 เท่าจุดที่น่าพิจารณาสะสมหุ้นเพิ่มรอบใหม่

ปัจจัยแวดล้อมตลาดหุ้นไทยที่มีทั้ง การเมืองที่ร้อนแรง, การชะลอตัวของเศรษฐกิจ และผลประกอบการบริษัทจดทะเบียน รวมถึง แรงขายจากกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ ทำให้ SET Index ในช่วงที่ผ่านมา ปรับตัวลดลงมาแล้วระดับหนึ่ง และด้วยสถานการณ์แวดล้อมที่ยังไม่เปลี่ยนแปลงไปทำให้มีความเป็นไปได้ที่จะเห็น SET Index ปรับตัวลดลงไปอีก ประเด็นที่นักลงทุนระยะกลาง-ยาว ควรให้ความสำคัญ อาจไม่ใช่การหาจุดต่ำสุดของ SET Index แต่ควรให้ความสำคัญกับการหาระดับ SET Index ที่เหมาะสม สำหรับการเข้าไปลงทุนรอบใหม่ และเพื่อที่จะตอบคำถามดังกล่าว ฝ่ายวิจัยได้เลือกใช้เครื่องมือ 2 ชนิด ได้แก่ Market Earning Yield Gap และ PER Bands

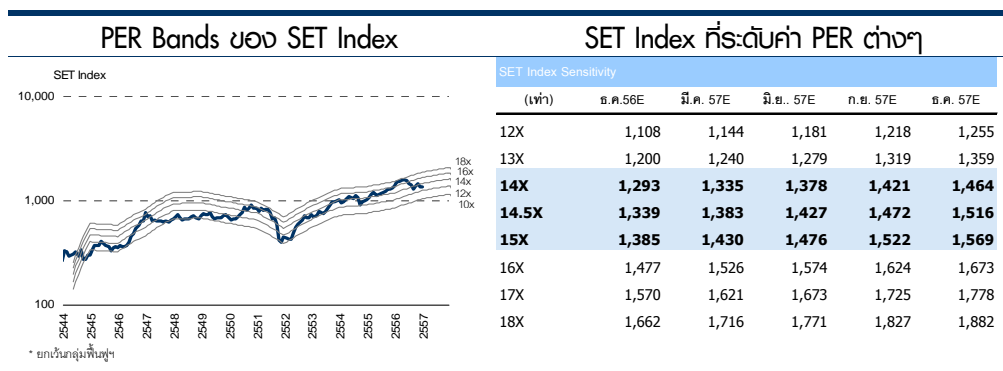
Market Earning Yield Gap : เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดอัตราผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Market Risk Premium) กรณีที่นักลงทุนต้องการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดพันธบัตรมาสู่ตลาดหุ้นซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าคำนวณจากการนำ Market Earning Yield (EPS / SET index) ลบด้วย Bond Yield อายุ 1 ปี ซึ่งจากการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่าง Market Earning Yield Gap กับ SET Index พบว่าที่ระดับ Gap 4-5% เป็นบริเวณที่การโอนย้ายเม็ดเงินระหว่าง 2 ตลาดเป็นไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ และยังใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง ภายใต้สมมุติฐานว่า Market Earning Yield Gap ที่เหมาะสมอยู่บริเวณ 4.5% และ Bond Yield 1 ปีอยู่ที่ 2.37% จะทำให้ Market Earning Yield เหมาะสมอยู่ที่ 6.87% คิดเป็นค่า PER เหมาะสมที่ 14.5 เท่า

Market Earning Yield Gap ของตลาดหุ้นไทย



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

PER Bands ของ SET Index : เป็นเครื่องมือที่ใช้กำหนดค่า PER ที่เหมาะสมเมื่อพิจารณารูปแบบการซื้อขายในอดีตว่าควรจะอยู่ที่ระดับเท่าใด สำหรับในส่วนของ SET Index นับจากปี 2552 เป็นต้นมาพบว่ากรอบราคาสูงสุดอยู่ที่ 18 เท่า และต่ำสุดอยู่ที่ 12 เท่า (ดูภาพ PER Band ด้านล่างประกอบ) แต่ระดับที่ดูการเคลื่อนไหวแล้วมีเสถียรภาพมากที่สุดได้แก่บริเวณ PER 14-15 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับผลการคำนวณที่ได้จาก Market Earning Yield Gap ดังกล่าวถึงข้างต้น



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประเมินจากข้อมูลทั้ง 2 ขึ้นดังกล่าวมาข้างต้น ระดับที่เป็น Fair Value สำหรับตลาดหุ้นไทยน่าจะอยู่ที่บริเวณ PER 14.5 เท่า ดังนั้นหากนักลงทุนต้องการเพิ่มพอร์ตการลงทุนในหุ้นควรเน้นที่ระดับ PER ต่ำกว่า 14.5 เท่า หรือ 1340 จุดลงมา โดยหาก SET Index สามารถยืนที่ระดับ PER ดังกล่าวได้ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ในช่วง 12 เดือนข้างหน้าไม่ควรน้อยกว่า EPS Growth ปี 2557 หรือไม่ต่ำกว่า 13%

เลือกกลุ่ม ICT และกลุ่มอาหาร เป็น Top Pick

สำหรับตัวเลือกการลงทุน จะให้นำหนักไปกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีอัตราการเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด ซึ่งโดดเด่นที่สุดได้แก่ กลุ่ม ICT และ กลุ่มอาหาร

ICT : คาดหมายผลประกอบการปี 2557 เติบโต 31% เป็นผลมาจากธุรกิจให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ ซึ่งมีฐานลูกค้าที่ย้ายจากระบบ 2G มา 3G ณ สิ้นปี 2556 อยู่ที่ประมาณ 20 ล้านเลขหมายคิดเป็น 23% ของจำนวนฐานลูกค้าทั้งหมด และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ยังมี THCOM ซึ่งผลประกอบการฟื้นตัวก้าวกระโดดจากการปิดกิจการที่สร้างผลขาดทุนในอดีต และ IPSTAR ที่มีอัตราการเข้าของสัญญาณเกินจุดคุ้มทุนมาแล้ว หนุนเด่นในกลุ่มเลือก DTAC(FV@B 136) และ INTUCH (FV@B 124)

กลุ่มอาหาร : ฐานกำไรปี 2556 ต่ำกว่าปกติจากผลกระทบของปัญหาโรค EMS ในกุ้ง ขณะที่สถานการณ์ต่างๆ เริ่มคลี่คลายในช่วงปลายปี นอกจากนี้ยังได้ประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินบาท ทำให้คาดว่าผลประกอบการงวดปี 2557 จะเติบโต 22% หนุนเด่นในกลุ่มได้แก่ CPF (FV@B 33.69) และ M (FV@B 60)