

30 เมษายน 2564

No sell in May – because nobody wants to sell



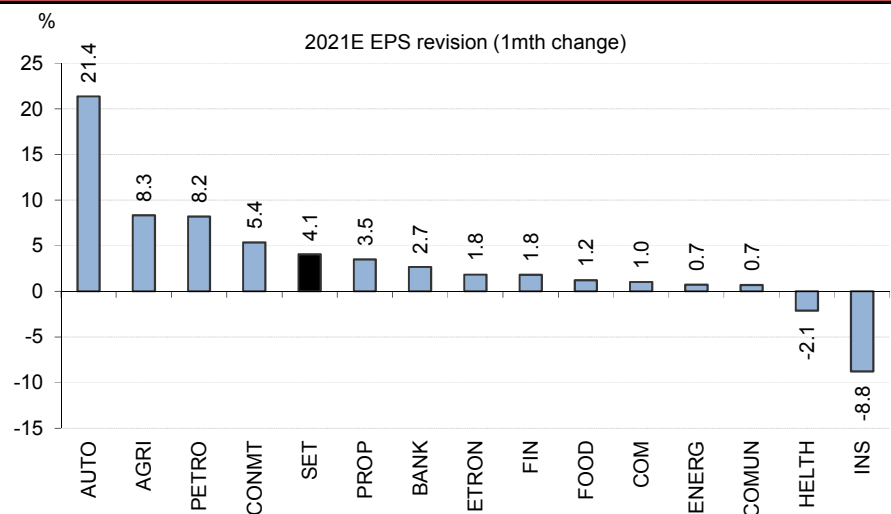
นัฐชาติ เบนมาสิน
CFA, FRM (ID: 31379)
E-mail: nuttachart@trinitythai.com

เราประเมินว่าช่วงทศวรรษขาดเจ็บ ของ SET Index ที่เคยคาดไว้ช่วงต้นไตรมาส 2 ว่าอาจสิ้นสุดลงในปลายเดือนเมษายนนี้ มีโอกาสสูงที่จะถูกต่อเวลาออกไป อย่างน้อยอีก 1 เดือนข้างหน้า ซึ่งนั่นหมายความว่าปรากฏการณ์ Sell in May ที่หลายคนกังวลนั้น เราไม่คิดว่าจะเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้นในปีนี้อีกแล้ว พร้อมทั้งล่าสุดยังได้ปรับเพิ่มระดับยุติธรรมของ SET Index ปีนี้ขึ้นจากเดิมที่ 1550 จุด เป็น 1600 จุด ตามการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาด ด้วยเหตุนี้ คาดหวังการแกว่งตัวของ SET Index ในเดือนพ.ค.นี้จะอยู่ในช่วง 1550-1650 จุด หรือบวกลบราว 50 จุดจากระดับยุติธรรม 1600 จุดดังกล่าว

7 ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เราประเมินว่าจะไม่มีปรากฏการณ์ Sell in May เกิดขึ้นในปีนี้อีก หรือหากดัชนีย่อตัวลง ก็มองแนวรับเพียงแค่ 1550 จุด ได้แก่

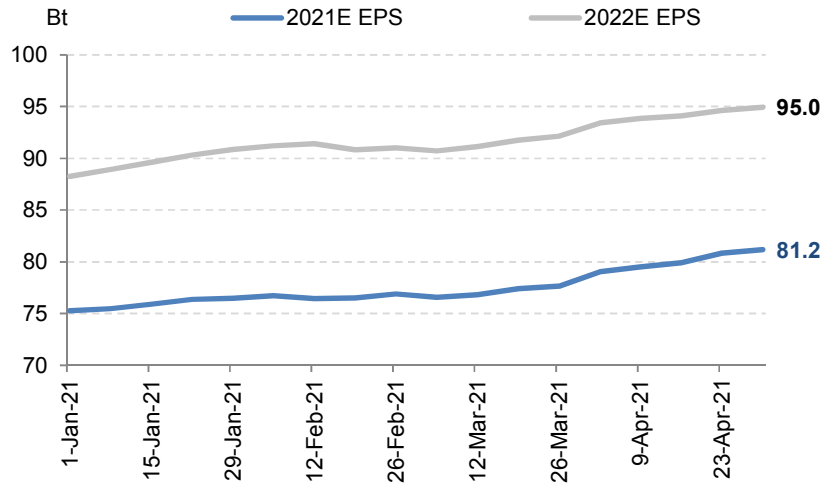
1) การปรับเพิ่มประมาณการกำไรของบจ.ที่เห็นได้ชัดเจนยิ่งขึ้นภายหลังจากการทยอยประกาศงบไตรมาส 1/64 โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับกลุ่มที่อิงกับเศรษฐกิจภายนอกเช่น AUTO, AGRI, PETRO, CONMAT (Figure 1) จนทำให้ล่าสุดคาดการณ์ EPS ของ SET Index ถูกปรับขึ้นโดย Consensus มาอยู่ที่ 81.2 บาทและ 95.0 บาทสำหรับปีนี้และปีหน้าตามลำดับ (Figure 2) และทำให้ระดับยุติธรรมของ SET Index ตามโมเดลการคำนวณของเรา 2 วิธีถูกปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 1600 จุดเป็นที่เรียบร้อยแล้ว (รายละเอียดด้านล่าง) ที่สำคัญโมเมนตัมของการปรับประมาณการหุ้นไทยขึ้นนับตั้งแต่ต้นเดือนเมษายนที่ผ่านมา ถือว่าสูงสุดเป็นอันดับ 3 ของเอเชียเลขที่เดียว (Figure 3)

Figure 1. กลุ่มที่ถูกปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นสูงสุดในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา ล้วนแล้วแต่เป็นกลุ่มที่อิงกับปัจจัยภายนอกทั้งสิ้น (Global play)



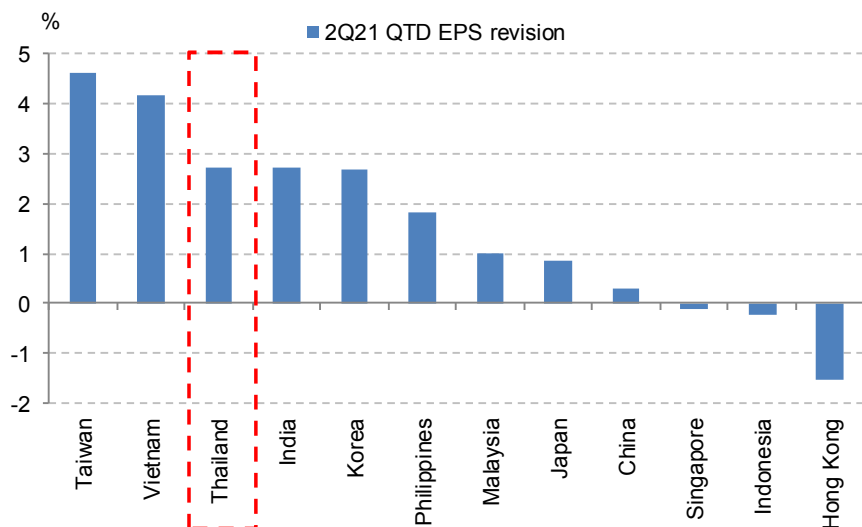
Sources: Bloomberg, Trinity Research

Figure 2. นักวิเคราะห์ทยอยปรับเพิ่มประมาณการกำไร.จ.อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ภายหลังจากการทยอยประกาศงบไตรมาส 1/64



Sources: Bloomberg, Trinity Research

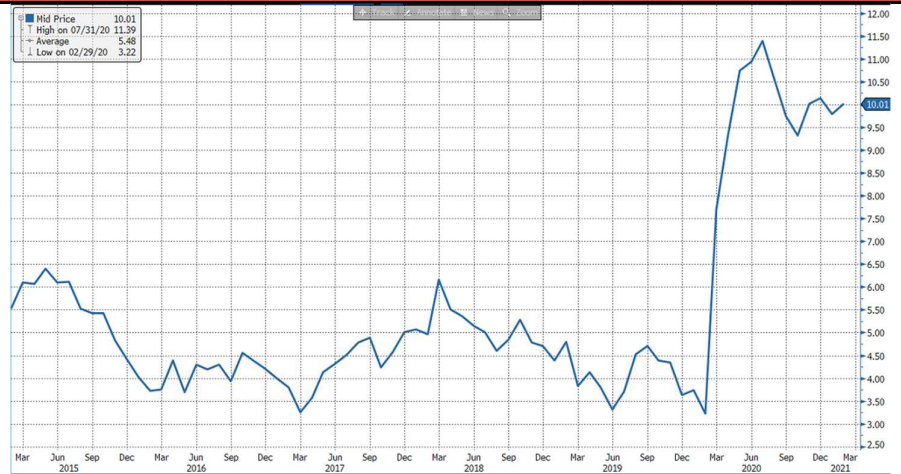
Figure 3. ในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา คาดการณ์ EPS ตลาดหุ้นไทยถูกปรับขึ้นสูงสุดเป็นอันดับ 3 ของเอเชีย



Sources: Bloomberg, Trinity Research

2) สภาพคล่องในประเทศที่อยู่ในระดับสูงสะท้อนผ่านฐานเงินหรือ M2 (Figure 4) บ่งชี้ว่าในสภาวะการเกิดโรคระบาดปัจจุบัน คนในประเทศมีความต้องการใช้จ่ายเงิน (Willingness to pay) ไปกับระบบเศรษฐกิจค่อนข้างต่ำ แต่มีความต้องการที่จะเก็บออมเงินเหล่านั้นในระดับสูง ซึ่งส่วนหนึ่งในส่วนนี้มีการถูกโยกย้ายเข้ามาในตลาดหุ้นมากขึ้นตามความต้องการแสวงหาอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น (Hunger for yield) ส่งผลให้ Risk appetite ของนักลงทุนกลุ่ม Retail อยู่ในระดับสูง และเป็นที่มาของการมีส่วนร่วมในตลาดหุ้นที่ค่อนข้างมากในช่วงหลัง (Figure 5)

Figure 4. ฐานเงินในประเทศยังลงขายตัวในระดับสูง



Source: Bloomberg

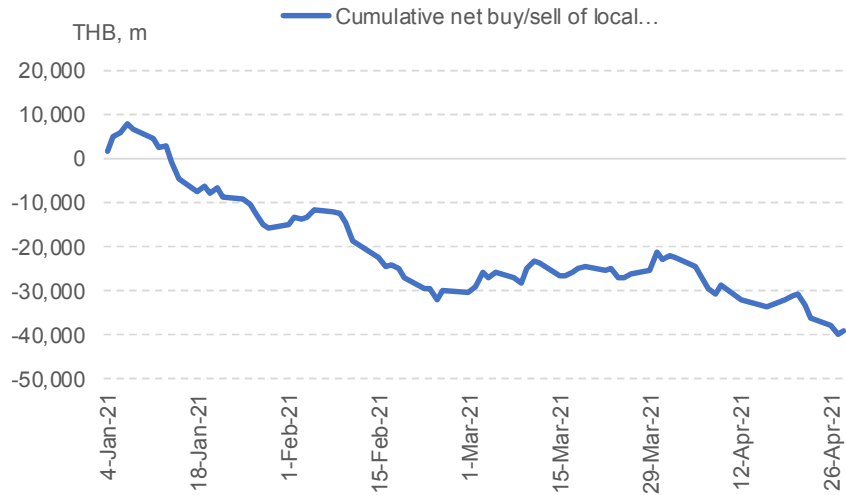
Figure 5. การมีส่วนร่วมของนักลงทุน Retail ในประเทศอยู่ในระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือนตุลาคมปี 2017



Sources: SET, Trinity Research

3) การขายหุ้นสุทธิของนักลงทุนสถาบันในประเทศกว่า 1.4 หมื่นล้านบาทนับตั้งแต่ต้นเดือนเม.ย. ที่ผ่านมา (Figure 6) ทำให้เราประเมินว่าสถานะเงินสดในพอร์ตโฟลิโอเริ่มปรับสูงขึ้น จนทำให้แรงกดดันที่จะมีต่อการขายหุ้นในช่วงถัดไปเริ่มลดลง ที่สำคัญ ประเมินว่าสภาพคล่องของนักลงทุนกลุ่มนี้จะมีมากขึ้นไปอีก ภายหลังจากการเข้ามาซื้อขายของหุ้น TIDLOR ในช่วงเดือนพ.ค.นี้

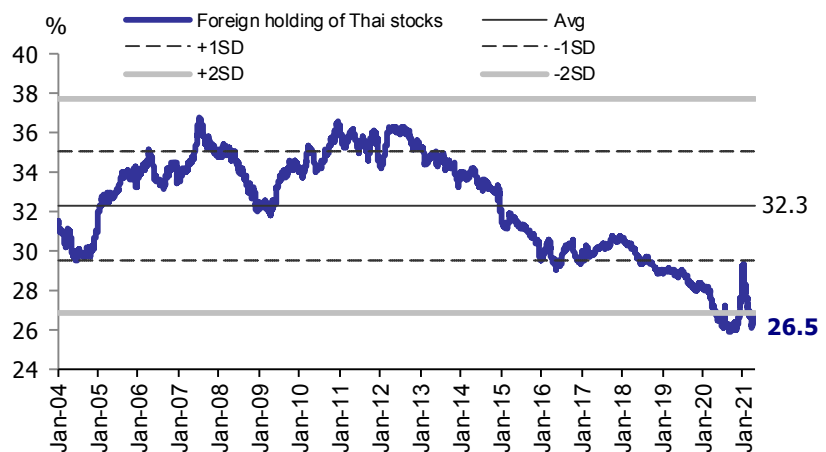
Figure 6. นักลงทุนสถาบันในประเทศเป็นกลุ่มที่ขายสุทธิหุ้นไทยสูงที่สุดในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งเป็นการกันสภาพคล่องเพื่อจองซื้อหุ้น TIDLOR



Sources: SET, Trinity Research

4) ระดับการถือครองหุ้นไทยของนักลงทุนต่างชาติที่อยู่ในระดับต่ำเพียง 26.5% ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ช่วงเดือนก.ย. - ต.ค.ปีก่อน (Figure 7) โดยถึงแม้เราจะไม่ได้คาดหวังว่านักลงทุนกลุ่มนี้จะกลับมาซื้อสุทธิหุ้นไทยทันทีกว่า 3 หมื่นล้านบาท ดังที่เคยเกิดขึ้นเมื่อเดือนพ.ย.ปีก่อน แต่อย่างน้อยเราก็คาดหวังว่าจะไม่เกิดการขายสุทธิขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน

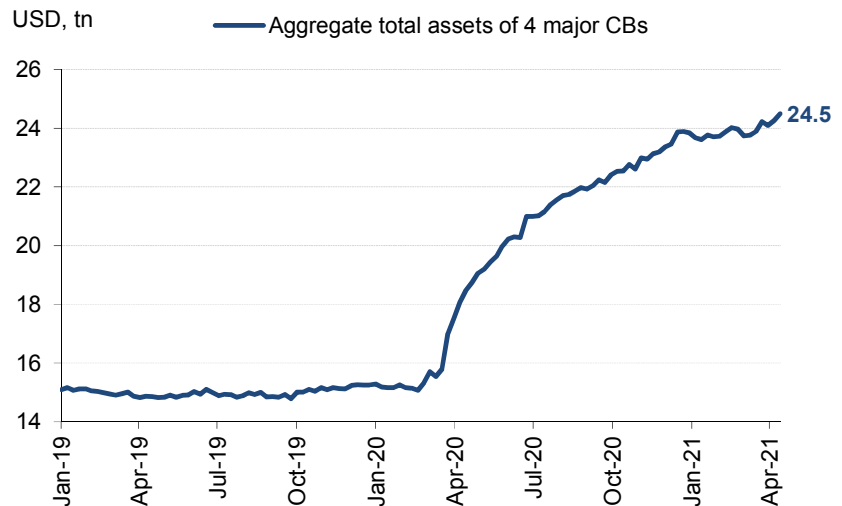
Figure 7. ระดับการถือครองหุ้นไทยของนักลงทุนต่างชาติกลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงจุดต่ำสุดอีกครั้ง



Sources: SET, Trinity Research

- 5) คาดการณ์ความกังวลต่อปัจจัย Covid-19 ในประเทศจะเริ่มลดลง หลังภาครัฐมีการยกระดับมาตรการคุมเข้มตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. เป็นต้นไป ซึ่งน่าจะทำให้จำนวนผู้ติดเชื้อมีระดับที่ลดลง ไม่นับรวมกับพัฒนาการเชิงบวกทางด้านวัคซีนที่เตรียมทยอยแจกจ่ายให้กับคนในประเทศมากขึ้น
- 6) สภาพคล่องภายนอกยังคงเอ่อล้นในระดับสูง แล้วยังมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างสำคัญภายหลัง ECB เพิ่มอัตราเร่งในการเข้าซื้อสินทรัพย์นับตั้งแต่ต้นเดือนเม.ย.ที่ผ่านมา (Figure 8) นอกจากนี้เราไม่คิดว่าในช่วงไตรมาสที่ 2 นี้จะมีข่าวร้ายออกมาจากทางฝั่งของผู้กำหนดนโยบายการเงิน อย่างที่หลายคนกังวลก่อนหน้านี้ ไม่ว่าจะเป็น นโยบาย Operation twist หรือ QE tapering ของ Fed เป็นต้น

Figure 8. ขนาดงบดุลของ 4 ธนาคารกลางหลัก (Fed, ECB, BoJ, BoE) กระโดดขึ้นอีกครั้ง ภายหลังการเร่งการซื้อสินทรัพย์ของ ECB ตั้งแต่เดือนเมษายน



Sources: Bloomberg, Trinity Research

- 7) ดูเหมือนว่า ปัจจัยที่เราเคยกังวลมากที่สุดว่าอาจก่อให้เกิดปรากฏการณ์ Sell in May นั่นก็คือ การ Spike ของ Bond yield สหรัฐฯ จะมีโอกาสลดน้อยลงตามลำดับ ภายหลังจากที่ปธน. โจ ไบเดน แสดงจุดยืนอย่างชัดเจนว่า แผนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2.2 ล้านล้านเหรียญฯ จะถูก Funding ด้วยการขึ้นภาษีนิติบุคคลเป็นหลัก และแผนพัฒนาสังคม America Families plan 1.8 ล้านล้านเหรียญฯ จะอยู่ในรูปแบบของ Tax credit และ Funding ผ่านการเก็บภาษีคนรวยมากขึ้น ทำให้เราประเมินว่ารัฐบาลสหรัฐฯ มีความจำเป็นน้อยลงที่จะต้องกู้เงินในระดับสูงผ่านการออกพันธบัตรขนานใหญ่ ปัจจัยนี้จึงทำให้โอกาสที่ Bond yield สหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นแบบก้าวกระโดดจนเกิดสภาวะ Bond shock คล้ายกับเหตุการณ์ช่วงเดือนมีนาคมที่ผ่านมาที่ผ่านมานั้นน้อยลงตามไปด้วย

สำหรับระดับดัชนีรวมใหม่ของ SET Index ที่ 1600 จุด ถือเป็นระดับที่เราคำนวณได้จากทั้ง 2 โมเดลหลักของเรา นั่นก็คือ

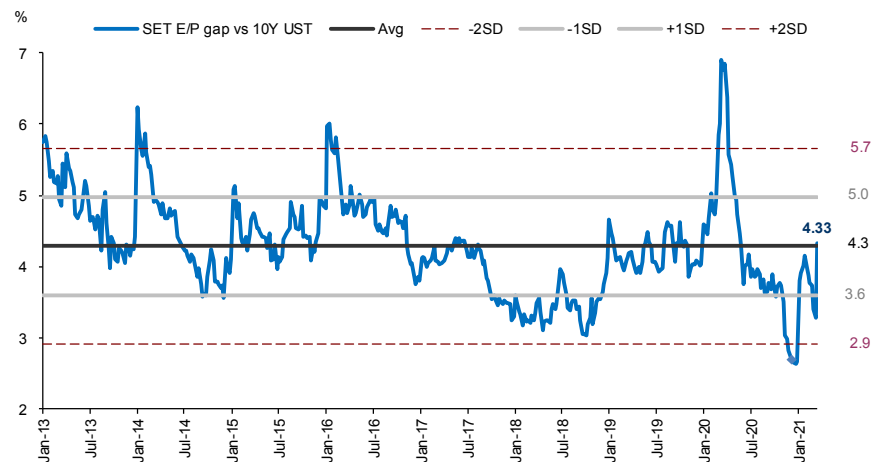
- 1) PE Model: อิงประมาณการ EPS ปีหน้าของ Consensus ล่าสุดที่ 95 บาท และ Forward PE ของเบนของเรานี้ที่ 16.8x (Figure 9)
- 2) EYG Model: อิงประมาณการ EPS ปีหน้าของ Consensus ล่าสุดที่ 95 บาท / Bond yield สหรัฐฯ 10 ปีล่าสุดที่ 1.65% และ ค่าเฉลี่ย EYG 7 ปีย้อนหลังที่ 4.3% (Figure 10)

Figure 9. ที่ระดับ Forward PE 16.8x และประมาณการ EPS ปี 2022E จะได้รับยุติธรรมของ SET Index ที่ 1600 จุด

Case	Multiple	Based on	SET Target	Upside / Downside
Bull	16.8x Fwd PE (Stretch)	2022E EPS (95 baht)	1600	+0.6%
Base	15.7x Fwd PE (Magic number)	2022E EPS	1490	-6.3%

Source: Trinity Research

Figure 10. ระดับ SET Index ที่ 1600 จุด จะทำให้ค่า Earning yield gap ที่อิง 2022E EPS กลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 4.3%



Source: Trinity Research

กล่าวโดยสรุปจากปัจจัยทั้งเรื่องของ 1) Earnings 2) Liquidity 3) Risk appetite และ 4) Cash position ของนักลงทุนสถาบันทั้งในและต่างประเทศ ทำให้เราประเมินว่าจะไม่มีปรากฏการณ์ Sell in May เกิดขึ้นในเดือนพ.ค. ซึ่งน่าจะทำให้ดัชนี SET เคลื่อนไหวใกล้เคียงกับระดับยุติธรรมใหม่ของเราที่ 1600 จุด โดยมีกรอบการแกว่งตัววอลatility ประมาณ 50 จุด (1550-1650)

คาดหุ้นในกลุ่ม Global play ทั้งกลุ่มโภคภัณฑ์ (Commodity) และกลุ่มที่อิงกับภาคการส่งออก (Export-oriented) มีโอกาส Outperform กลุ่ม Domestic play ต่อไป มองกลุ่มหุ้นที่น่าสนใจสำหรับการลงทุนในเดือนพ.ค. นี้ ได้แก่ (เรียงตามลำดับตัวอักษร)

- 1) กลุ่มปิโตรเคมี เลือก **IVL, PTTGC, SCC**
- 2) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมส่งออก เลือก **AH, SAT, SMT**
- 3) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเกษตรส่งออก เลือก **ASIAN, NRF, XO**
- 4) กลุ่ม Logistics เลือก **III, JWD, LEO, NYT, SONIC, WICE**
- 5) กลุ่มที่คาดว่าจะถูกคัดเลือกเข้าสู่ดัชนี SET50 ในรอบถัดไป ได้แก่ **IRPC, STA, STGT**

