

Panic Selling?

การปรับลงของ VN Index ในรอบนี้ เป็นการปรับตัวลงต่ำกว่าระดับ -2 S.D. โดยครั้งก่อนคือ Panic sell ตอนช่วงเดือน มี.ค. 2020 เรื่อง COVID-19 โดยหากพิจารณาจาก Current PER หรือ PER ที่เปรียบเทียบการซื้อขายของราคาดัชนีกับกำไรต่อหุ้น 12 เดือนย้อนหลัง จะอยู่ที่ 11 เท่า ในปัจจุบัน



Source: Principal Asset Management/Trading View – 7 Oct 2022

Scenario Analysis

หากประเมินราคาดัชนี VN30 Index (ที่เป็น Benchmark ของกองทุน PRINCIPAL VNEQ) แบบกรณี Bear Case คือการปรับลดการคาดการณ์ EPS ลง 10% (คิดเป็นการเติบโตของ EPS ประมาณ 5-6% สำหรับปี 2022) และใช้ค่า Current PER เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ที่ 14 เท่า (ตัดปี 2017 ที่ PER สูง ที่ 20 เท่า) มาคำนวณ จะพบว่า ณ ระดับราคาดัชนีปัจจุบันที่ประมาณ 1,000-1,100 จุด ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับ -1.5 ถึง -2 S.D. เทียบกับราคาดัชนีเป้าหมายที่ 1,320 จุด (คิดบนระดับ -1 S.D.)

และหากพิจารณา Extreme Bear Case คือการปรับลดการคาดการณ์ EPS ลง 20% จากกรณีฐาน (สะท้อนว่า EPS ทรงตัวสำหรับปี 2022) จะพบว่า ณ ระดับราคาดัชนีปัจจุบันที่ประมาณ 1,000-1,100 จุด จะอยู่ใกล้เคียงระดับราคาดัชนีเป้าหมายที่ 1,150 จุด (คิดบนระดับ -1 S.D.) ของค่า Current PER เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งสะท้อนได้ว่านักลงทุนมีมุมมองเชิงลบแบบ Extreme ต่อตลาดหุ้นปัจจุบัน

อย่างไรก็ดี หากกลับมามองเรื่องตัวเลขการเติบโตของเศรษฐกิจ ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจและการคาดการณ์กำไรของดัชนีจะพบว่าสวนทางกับภาพตลาดที่เกิดขึ้นในขณะนี้ ตามสถิติคาดว่าดัชนีมีโอกาสปรับตัววีรวัณขึ้นมาได้อย่างน้อยครั้งหนึ่งของ Maximum drawdown หรือประมาณ 15% หากภาพรวมเศรษฐกิจและงบกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในช่วง 6 เดือนข้างหน้า ยังคงมีการเติบโตเป็นบวกอยู่และไม่ได้เกิด Financial crisis

Scenario	Assumption	Likely outcome
Black Swan	<ul style="list-style-type: none"> Severe recession Negative GDP growth Property crisis + bank run 	<ul style="list-style-type: none"> Dip below 1000 Trade at -3SD
Extremely Bear	<ul style="list-style-type: none"> Severe recession Property crisis 	Trade in range bound like in 2018-2019
Bear case	<ul style="list-style-type: none"> Moderate recession Property slowdown persist 	Rebound 15% (half of max DD) like early 2020
Base case	<ul style="list-style-type: none"> Growth slowdown but still offer EPS23F growth 10% No escalation in property tightening policy 	<ul style="list-style-type: none"> Rebound >15% Valuation back to mean

Source: Principal Asset Management – 7 Oct 2022

Q&A Session

ปรับตัวลงของดัชนีในรอบนี้ เกิดจากทั้งปัจจัยภายนอกและภายในที่เกิดขึ้นพร้อมกัน สำหรับปัจจัยภายนอกเกิดจากความกังวลจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลก ปัจจัยภายในเกิดจากการสอบสวนและจับผู้บริหารของบริษัทอสังหาฯ ที่ออกหุ้นกู้เอกชนไปใช้ผิดวัตถุประสงค์ โดยการปรับตัวลงของดัชนีในช่วง 3-4 วันที่ผ่านมา จากประเด็นข่าวธนาคาร Saigon Commercial Banks (SCB) ซึ่งเป็นธนาคารเอกชน (นอกตลาดหลักทรัพย์) มีความเชื่อมโยงทางธุรกรรมกับบริษัท Van Thinh Phat (VTP) ซึ่งเป็นอสังหาฯ นอกตลาดฯ โดยจากเนื้อหาข่าวล่าสุดที่ออกในช่วงวันหยุด 8-9 ต.ค. 2022 กล่าวว่าประธานบริษัทของ Van Thinh Phat ถูกตำรวจจับกุมและจะมีการสืบสวนต่อไปในเรื่องการฉ้อโกงทางการเงินที่เกี่ยวกับการออกหุ้นกู้ของบริษัทในอดีต ซึ่งส่งผลต่อความกังวลของลูกค้าของธนาคาร Saigon Commercial Banks และไปต่อแถวถอนเงินฝากจากธนาคาร โดยเบื้องต้น Saigon Commercial Banks ยังมีสภาพคล่องที่สามารถนำมาให้ลูกค้าได้ ขณะที่ SBV พร้อมเข้ามาสนับสนุน เรามองว่าประเด็นนี้เป็นประเด็นเฉพาะตัว ไม่ใช่ระบบ เนื่องจากธนาคาร Saigon Commercial Banks มีส่วนการทำธุรกรรม Interbank ที่ไม่ใช่นัยสำคัญ ทั้งนี้เหตุการณ์ดังกล่าวการจัดระเบียบความเรียบร้อยของตลาดที่ต่อเนื่องจากในช่วงเดือนมีนาคม-เมษายน 2022 ที่ผ่านมา

นอกจากนี้ เรามองว่า ธุรกิจธนาคารในเวียดนามไม่ได้มีประเด็นความกังวลด้านปัญหาเชิงโครงสร้างเหมือนกับในอดีต 5 ปีที่แล้ว NPL Coverage Ratio ณ สิ้นปี 2021 ของประเทศเวียดนามอยู่ประมาณ 122% เทียบกับไทยและมาเลเซียที่ 160% และ 188% ตามลำดับ ช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา SBV ให้ความสำคัญระงับในการให้ Credit Quota เพื่อป้องกันไม่ทำให้การเงินเพื่อสูงและเศรษฐกิจร้อนแรงเกินความจำเป็น แม้ว่าความต้องการในการกู้เงินยังอยู่ในระดับที่ดีตามสภาพเศรษฐกิจที่เติบโต

การขอมาร์จิ้นของนักลงทุนรายย่อย โดยข้อมูลยอดการปล่อยมาร์จิ้นของโบรกเกอร์ ณ สิ้นไตรมาส 2 ปี 2022 จะลดลง 20-30% จากช่วง Peak ส่วนไตรมาส 3 คาดว่ามีทิศทางการปล่อยมาร์จิ้นของโบรกเกอร์จะลดลงอย่างต่อเนื่องตามสถานการณ์การลงทุนที่ผันผวนและกดดันจากปัจจัยภายนอก

ภาพ Macro ของประเทศเวียดนาม Foreign reserve มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดยมาอยู่ในระดับ 30% ของจีดีพี เทียบกับ 15% ในช่วงปี 2017 เพราะการเกินดุลการค้าจากการส่งออกที่แข็งแกร่งและการเติบโตของ FDI แต่การลดลงของ Foreign reserve ของเวียดนามในไม่กี่เดือนที่ผ่านมาเป็นไปในทิศทางเดียวกับกลุ่มประเทศเกิดใหม่ ที่มีค่าเงินอ่อนค่าลงตามการแข่งขันค่าขึ้นของสกุลดอลลาร์สหรัฐ (โดยส่วนประกอบของสกุลเงินใน Foreign reserve ของเวียดนามมีหลายสกุลที่มีค่าเงินที่อ่อนลงค่อนข้างมาก เทียบดอลลาร์สหรัฐ) ผนวกกับการที่ธนาคารกลางของเวียดนาม (SBV) ที่มีการนำ Foreign reserve บางส่วนไปรักษาเสถียรภาพของค่าเงินดอง

ประเทศเวียดนามเลือกใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Floating Exchange Rate System) และมีการควบคุมค่าเงินของเวียดนามต้องผ่านการปรับดอกเบี้ยของ SBV โดยคาดว่าในช่วงปี 2023 อาจมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 0.75-1.00% ขณะที่ช่วงเวลาที่เหลือของปี 2022 การปรับดอกเบี้ยของ SBV อาจขึ้นอยู่กับทางเฟดเป็นสำคัญ ส่วนการทำ Capital Control ไม่น่าเกิดขึ้นเพราะประเทศมีการส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศและ FDI มาตลอดในช่วงหลายปี

อัตราส่วนหนี้ภาคเอกชน (Private Debt) ต่อจีดีพีของประเทศเวียดนามนั้นถือว่าต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชีย หรืออยู่ที่ประมาณ 120% (ประเทศจีนมากกว่า 200%) ส่วนหนี้ครัวเรือนก็ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำ ส่วนหนี้ภาคเอกชนที่อยู่ในสกุลเงินต่างชาติ ถ้าดูตามบริษัทจดทะเบียนที่ทางบลจ.พรินซิเพิล ดูแล จะพบว่าอยู่ในระดับต่ำและส่วนใหญ่ที่มีการกู้เป็นสกุลต่างชาติจะเป็นบริษัทใหญ่ในกลุ่มธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ และภาคการผลิต ขณะที่การอ่อนค่าของสกุลเงินประมาณ 4% ยังถือว่าไม่มากจนส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้

Performance and Strategy

ผลตอบแทนของกองทุน PRINCIPAL VNEQ ตั้งแต่ต้นปี จนถึงวันที่ 6 ตุลาคม 2022 (YTD) ยังสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกิน (Alpha) ได้เทียบกับตัวชี้วัด VN30 Index (ที่ไม่คิดผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน) ส่วนหากดูตาม Factsheet จะมีผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตัวชี้วัดเล็กน้อย ซึ่งเป็นผลจากการ Mark to market การป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน (Hedging)



Source: Principal Asset Management – 6 Oct 2022

กลยุทธ์ของการบริหารพอร์ตปัจจุบันใช้ Barbell strategy เพื่อรักษาสสมดุลระหว่างหุ้น Growth และหุ้น Defensive มุ่งเน้นลงทุนเฉพาะหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงตามแผนการบริหารความเสี่ยงในภาวะที่ตลาดมีความผันผวนสูง

Recommendation

คำแนะนำการลงทุนในช่วงนี้ คือ นักลงทุนที่รับความผันผวนได้ในระดับต่ำอาจจะไม่เหมาะกับการลงทุนในหุ้นเวียดนามในขณะนี้ อย่างไรก็ตาม หากมองในประเด็นการเติบโตทางเศรษฐกิจของเวียดนามที่มีระดับการเติบโตที่น่าสนใจในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ การปรับตัวลงของดัชนีในระดับปัจจุบันมองเป็นโอกาสการทยอยลงทุนสำหรับนักลงทุนระยะยาวที่สามารถถือ 2-3 ปีขึ้นไปและรับความผันผวนในระยะสั้นได้

คำเตือน : ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะสินค้า (กองทุน) เงื่อนไข ผลตอบแทนและความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน / PRINCIPAL VNEQ กระจุกตัวในประเทศเวียดนามผู้ลงทุนจึงควรพิจารณาการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนโดยรวมของตนเองด้วย / กองทุนอาจใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อเป็นเครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของกองทุน (Hedging) โดยขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้จัดการกองทุน / กองทุนมีนโยบายลงทุนในต่างประเทศ กองทุนมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ผู้ลงทุนอาจได้รับกำไร หรือขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนหรือได้รับเงินคืน ต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกได้ / ผลการดำเนินงานในอดีตมิได้เป็นสัญญาณถึงผลการดำเนินงานในอนาคต