

ประเมินภาพเศรษฐกิจและแนวโน้มตลาดหุ้นเยอรมัน ยุคหลังรัสเซียบุกยูเครน

หากพิจารณาภาพเศรษฐกิจและตลาดหุ้นเยอรมัน เรามองว่าแม้ว่าในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 ตลาดหุ้นเยอรมันจะให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าดัชนีหุ้นยุโรปโดยรวม (13% vs.9%) เราก็ยังมองว่าด้วยเศรษฐกิจเยอรมันที่น่าจะเติบโตได้ดีกว่ายุโรปโดยรวมในช่วงปีหน้า รวมถึงไม่มีหุ้นใหญ่ในกลุ่มพลังงานและโลหะที่มักจะถูกดองผลกำไรของตลาดในช่วงนี้ ทำให้ยังน่าจะทำให้ดัชนีหุ้นเยอรมันทำผลงานได้ดีต่อเนื่อง รวมถึงอัตราดอกเบี้ยยุโรปในอนาคตที่ยังสูงขึ้นกว่าในปัจจุบัน จะส่งผลดีต่อหุ้นกลุ่มธนาคารของเยอรมันด้วย

World Market Theme to Today's SET

| ตลาดหุ้นภูมิภาค | วันที่ 30 มิ.ย. 23 | วันที่ 3 ก.ค. 23 | คาดการณ์แนวโน้ม & ผลกระทบต่อวันนี้ | Driver สำหรับคาดการณ์ดัชนีวันนี้ |
|---------------------|--------------------|------------------|------------------------------------|---|
| S&P500 4,455 | +1.23% | +0.12% | | วันหยุดทำการเนื่องในวันชาติอเมริกา |
| Stoxx600 460 | +1.16% | -0.21% | Low | ตัวเลขดัชนี PMI อุตสาหกรรม ประจำเดือน มิถุนายน ลดลงสู่ระดับ 40 ต้นๆ น่าจะส่งผลเชิงลบต่อตลาดหุ้นยุโรปต่อเนื่อง |
| Nikkei225 33,753 | -0.14% | +1.70% | Low | ตลาดหุ้นญี่ปุ่นน่าจะตอบรับเชิงบวก จากตัวเลขผลสำรวจ Tankan Survey ประจำไตรมาส 2 ที่ออกมาเกินคาดในวันนี้ |
| Shanghai 3,243 | +0.62% | +1.31% | Low | ว่าที่ผู้ว่าแบงก์ชาติจีนท่านใหม่ ดูมีความน่าเชื่อถือสูง น่าจะส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้นจีน |
| SET 1,506.84 | +1.59% | +0.25% | High | ประเด็นการเลือกประธานสภาและความไม่แน่นอนในการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ คาดว่ายังกดดันตลาดหุ้นไทยในวันนี้ |

ดร.บุญธรรม รัตกัญญ์เลิศ

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

Analyst Registration No.110952

Boontham.R@liberator.co.th

อัตราการเติบโตเศรษฐกิจเยอรมันปีนี้น่าจะขึ้นกับปัจจัยในประเทศมากกว่า: จากการที่ตัวเลขอัตราค่าจ้างที่แท้จริงล่าสุดของเยอรมันที่ออกมาขยายตัว มีแนวโน้มว่าภาคการบริโภคของเยอรมันจะเป็นตัวขับเคลื่อนสำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจของเยอรมันในปี นี้ ภายใต้สมมติฐานที่ว่าธนาคารกลางยุโรปน่าจะขึ้นดอกเบี้ยต่ออีกไม่เกิน 50 bp

- **คาดการณ์เศรษฐกิจเยอรมันปี 2023 ยังคงหดตัวเพียงเล็กน้อย:** จากรูป จะพบว่า แม้ว่าสถานการณ์ความรุนแรงในรัสเซียและยูเครน อัตราเงินเฟ้อที่ขึ้นสูงเป็นประวัติการณ์ และความกังวลต่ออุปทานพลังงานที่ขาดแคลน จะดูแล้วน่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจเยอรมันอย่างค่อนข้างรุนแรง อย่างไรก็ตาม ในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา กลับพบว่าอัตราการเติบโตจีดีพีเยอรมันกลับหดตัวเพียง -0.5% และ -0.3% ใน 4Q22 และ 1Q23 ตามลำดับ เนื่องจากฤดูหนาวที่มีอากาศหนาวในระยะเวลาค่อนข้างสั้นและการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลัง ได้ทำให้เศรษฐกิจเยอรมันได้รับผลกระทบเชิงลบเพียงเล็กน้อยเท่านั้น
- **อัตราการรายได้ที่แท้จริงของชาวเยอรมัน จะกลับมาเติบโตเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี:** ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าแม้เศรษฐกิจเยอรมันจะหดตัวในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ทว่าขนาดของการหดตัวได้ค่อยๆ ลดลง โดยจะค่อยๆ กลับมาสู่โหมดของการฟื้นตัวในปลายปีนี้ต่อไปถึงต้นปีหน้า โดยปัจจัยหลักของการเติบโตดังกล่าว มาจากการเพิ่มขึ้นค่าจ้างของหน่วยงานภาครัฐในขณะนี้และภาคเอกชนในอนาคตอันใกล้ได้ส่งผลให้ภาคการบริโภคจะเป็นตัวนำของการกลับมาเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงถัดไปในปลายปีนี้ ซึ่งคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตของจีดีพีที่ +1.5% ในปี 2024 ดังรูป
- **แม้ตลาดส่งออกในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว จะยังไม่คึกคัก ทว่ามีตลาดเกิดใหม่เป็นตัวช่วย:** โดยคาดการณ์อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกจาก DIW Berlin ในปี 2023 และ ปี 2024 ที่ 3.5% และ 4.1% ตามลำดับนั้น สัดส่วนสำหรับแหล่งของการเติบโตดังกล่าวกว่า 85% มาจากตลาดเกิดใหม่ ทั้งจีน อินเดีย และ ทวีปอเมริกาใต้ ส่งผลให้ปริมาณการค้าของเยอรมันยังพอทรงตัวอยู่ได้

รูปแสดงอัตราการเติบโตของจีดีพีเยอรมันรายปี แยกตามองค์ประกอบจีดีพี ระหว่าง ปี 2017-2024

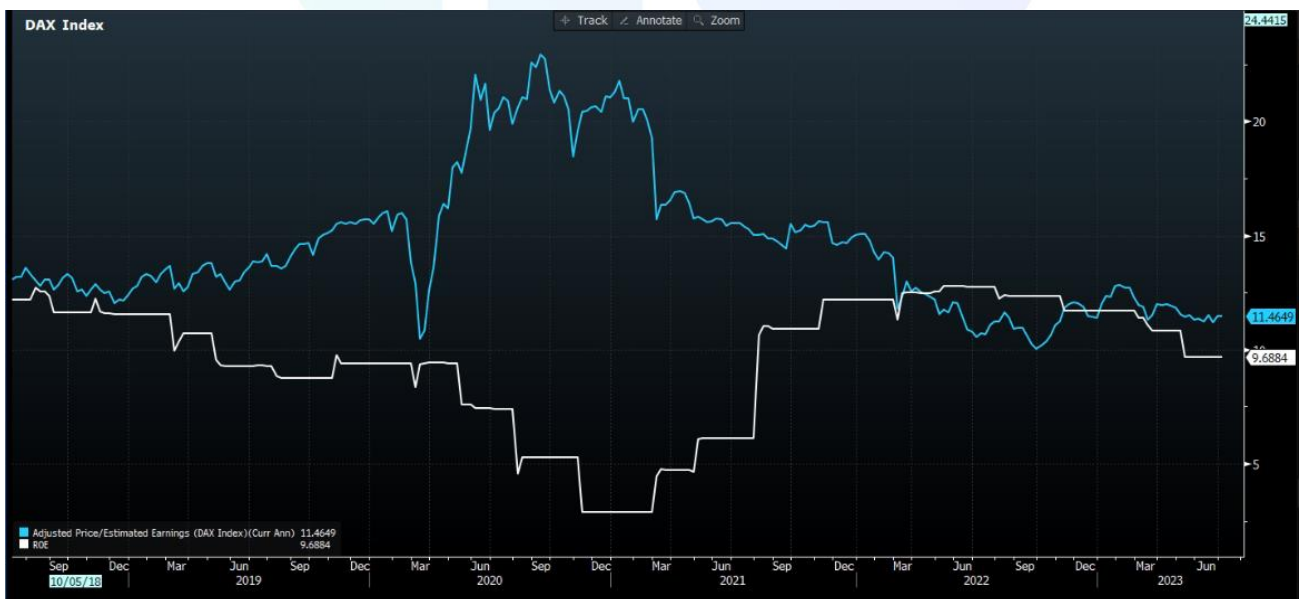


ที่มา: DIW Berlin

มาทำความเข้าใจกับตลาดหุ้นเยอรมัน และ ดัชนี DAX: ดัชนีหุ้น DAX 40 ตัว คิดเป็น Market Capitalization กว่า 80% ของตลาดหุ้นเยอรมันทั้งหมด โดยหุ้นส่วนใหญ่ยังคงเป็นบริษัทที่เคยรุ่งเรืองในสมัยก่อนปี 2000 ทั้งนี้ ระดับดัชนี DAX ถือว่ามีความเหมาะสมกับ ROE ตอนนี้

- **ความถูกแพงของดัชนีเทียบกับผลตอบแทน ROE ล่าสุด:** จากรูป จะพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นได้ขยับมาอยู่ที่ 9.6 ใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิด โดยที่ค่า P/E ของ Dax ณ ต้นเดือน ก.ค. 2023 อยู่ที่ 11.4 ซึ่งถือว่าใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิดเช่นกัน ซึ่งเรามองว่า ณ ระดับนี้ ดัชนี Dax ถือว่าเป็นระดับ Fairly Price หากพิจารณาย้อนหลังในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา
- **DAX แหล่งรวมหุ้นเก่า แต่เริ่มมีน้องใหม่ซึ่งมีธุรกิจยุคใหม่เข้ามาบ้าง:** ดัชนี Dax ถือเป็นแหล่งรวมหุ้นที่รุ่งเรืองมาตั้งแต่ 50 ปีก่อน อย่างไรก็ดี เริ่มเห็นธุรกิจแนวเกี่ยวกับ DNA และ ร้านแฟชั่นดิจิทัล ดังนี้
 - **หุ้นเก่าที่อยู่มานาน:** จะเห็นได้ว่าหุ้น TOP 13 ตัวแรกของดัชนี Dax ซึ่งคิดเป็นครึ่งหนึ่งของ Market Cap รวมของตลาดหุ้นเยอรมัน เป็นธุรกิจที่ต้งขึ้นมาก่อนสงครามโลกครั้งที่ 2 ทั้งสิ้น ได้แก่ SAP, Siemens, Airbus, Deutsche Telecom, Allianz, Mercedes Benz, BMW, Volkswagen, Merck, Siemens Healthineers, Deutsche Post, Porsche และ Bayer
 - **หุ้นน้องใหม่ที่น่าสนใจ:** สำหรับหุ้นใหญ่ที่ถือว่าเป็นแนวเทคโนโลยีที่ไม่ถือว่าเก่ามาก ได้แก่ Infineon ด้านหุ้นน้องใหม่ที่ถือว่าเป็นธุรกิจยุคใหม่ มีอยู่ 2 ตัว ได้แก่ Zalando ซึ่งทำธุรกิจแนวเสื้อผ้าแฟชั่นออนไลน์ และ Qiagen ที่ทำธุรกิจแนวตรวจสอบ DNA ของลูกค้าเพื่อทำให้บริการจัดการสุขภาพตัวเองให้ดีขึ้น
- **อัพเดทล่าสุด Linde ยักษ์ใหญ่ที่เพิ่งออกจาก DAX ไป:** สำหรับการที่ Linde หุ้นซึ่งมี Market Cap ใหญ่ที่สุดใน Dax เมื่อปลายปีที่แล้ว บริษัทฯตัดสินใจออกจากตลาดหุ้นแฟรงก์เฟิร์ตเพื่อเทรดในตลาดหุ้นสหรัฐเพียงตลาดเดียวนั้น เนื่องจากเกณฑ์ของ Dax ที่จำกัด Market cap ของหุ้น 1ตัวไม่ให้เกิน 10% ของทั้งหมด จึงทำให้หุ้น Linde ที่ในบางครั้งมี Market Cap เกิน 10% ต้องถูกขายออกมาบ่อยๆ

รูปแสดงค่า P/E และ ROE ของดัชนี Dax ในระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา

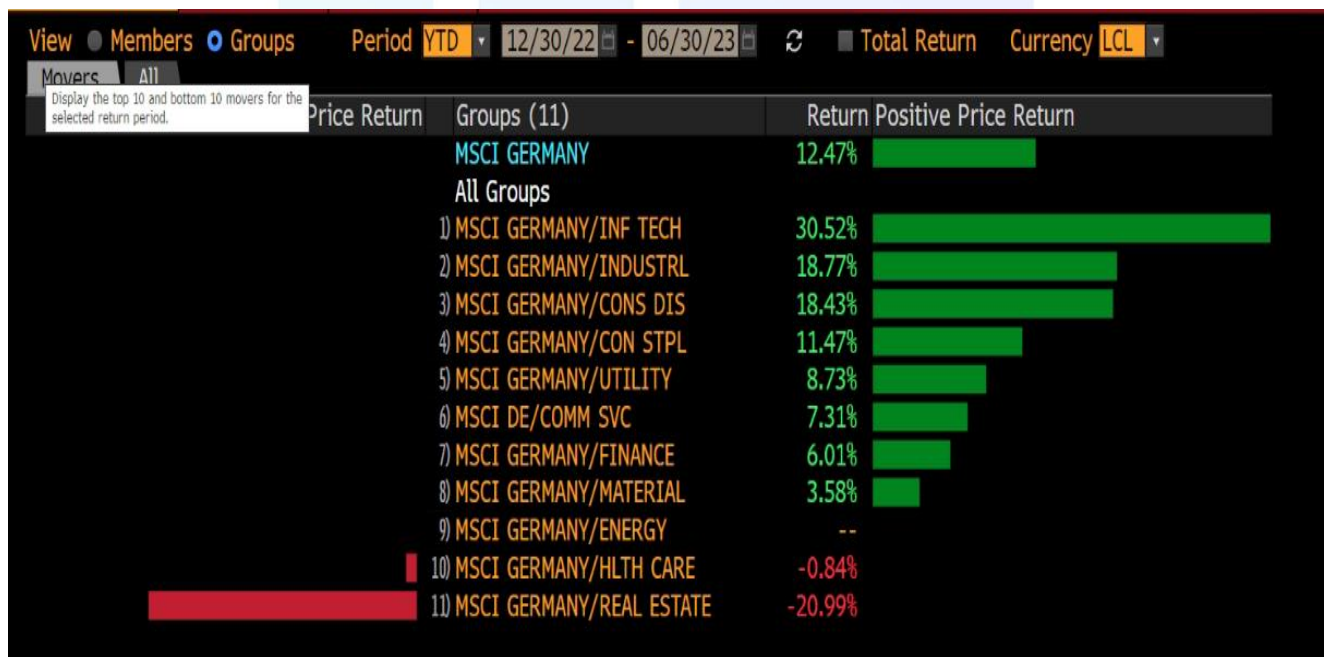


ที่มา: Bloomberg

ตลาดหุ้นเยอรมันยังน่าจะมีโอกาส perform ได้เหนือกว่าตลาดหุ้นยุโรปต่อไป: โดยในครึ่งแรกของปี 2023 ตลาดหุ้นเยอรมันขึ้นมาประมาณ 13% ในขณะที่ตลาดหุ้นยุโรปขึ้นมาราว 9% ส่วนหลักมาจากหุ้นกลุ่ม IT ของเยอรมันทำผลตอบแทนได้ดี ในช่วงที่เหลือของปีนี้ยังคงคาดว่าด้วยการที่ไม่มีหุ้นพลังงานและโลหะ ยังน่าจะทำให้ตลาดหุ้นเยอรมันทำผลงานได้ดีต่อเนื่อง โดยผลงานที่ดีเป็นผลมาจากกลุ่มแบงก์และกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นหลัก

- **อัตราผลตอบแทนหุ้นเยอรมันครึ่งแรกของปี 2023 ในเซกเตอร์ต่างๆ:** โดยดัชนีหุ้น Dax ในครึ่งแรกของปี 2023 ขึ้นมาประมาณ 13% โดยจากรูป พบว่า อัตราผลตอบแทนนำโดยกลุ่ม IT, อุตสาหกรรม และ consumer discretionary ที่ +30%, +19% และ +18% ตามลำดับ โดยหุ้น SAP ขึ้นมา +27%, Airbus ขึ้นมา +17%, Siemens ขึ้นมา +16%, Adidas ขึ้นมา +35% และ Infineon ขึ้นมา +33% ในขณะที่กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ อัตราผลตอบแทนติดลบ -20.99% โดยหุ้น Vonovia ลดลง -19% และ Zalando ลดลง -22%
- **ปัจจัยที่มองว่ามูลค่าของตลาดหุ้นเยอรมันในปี 2024 ยังคงไม่ตึงตัว:** แม้ว่าตลาดหุ้นเยอรมันจะมีอัตราผลตอบแทนในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 ที่สูงกว่าดัชนีหุ้นยุโรป Stoxx 600 กว่าด้วยเศรษฐกิจเยอรมันในปี 2024 ที่เรามองว่ายังน่าจะเติบโตได้ดีกว่ายุโรปโดยรวม ส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรที่สูงกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดหุ้นเยอรมันไม่มีหุ้นใหญ่ในกลุ่มพลังงานและโลหะที่มาดึงผลกำไรของดัชนีให้ลดลงมา นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ยังช่วยหุ้นกลุ่มแบงก์ของเยอรมัน แม้ว่าจะดึงให้กำไรของหุ้นกลุ่ม Discretionary Consumer อย่างหุ้นกลุ่มรถยนต์ให้ลดลงมา ทว่าได้หุ้นกลุ่ม Industrial อย่าง Airbus ที่จะช่วยให้ดัชนีหุ้นสูงขึ้น

รูปแสดงอัตราผลตอบแทนของดัชนีหุ้น MSCI เยอรมัน แยกตามเซกเตอร์ในครึ่งแรกของปี 2023



ที่มา: Bloomberg

Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิคซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าที่ตนคิดได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้อำนาจ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวเบอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%

ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%

ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์หรืออย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน

