

(МХБ-ийн I ангилалд бүртгэлтэй хүнсний салбарын компаниудын судалгаа)

Макро эдийн засгийн нөхцөл байдал

1. Мөнгөний бодлого

Монголбанкны Мөнгөний бодлогын хорооны 2022 оны 12-р сарын сарын 15, 16-ны өдрийн ээлжит хурлаар бодлогын хүүг 1 нэгж хувиар нэмэгдүүлж, 13%-д хүргэх шийдвэр гаргасан. Харин 2023 оны 3-р сарын 14, 15-ны өдрийн ээлжит хурлаар бодлогын хүүний түвшинг хэвээр хадгалж, хүүний коридорыг бодлогын хүүнээс +1,-1 нэгж хувийн өргөнтэй болгон нарийсгасан байна. *Энэ нь тодорхойгүй байдал буурч байна гэсэн дохио хэмээн харж болохоор байна.

Зураг №1. Бодлогын хүү & Инфляц

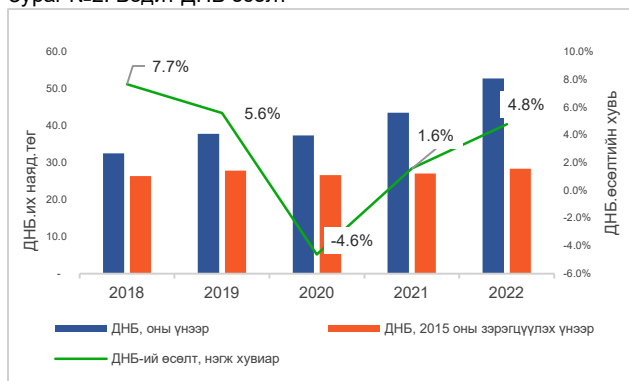


Эх сурвалж: (Монгол банк, ҮСХороо, 2023)

2. Дотоодын нийт бүтээгдэхүүн

Бодит ДНБ өсөлт 2022 оны 4-р улиралд хүлээлтээс өндөр буюу 4.8% гарахад БНХАУ-ын "Тэг Ковид" бодлогын арга хэмжээ суларч, эрчим хүч болон худалдааны салбараас бусад салбарын идэвхжил хүлээлтээс өндөр гарсан нь нөлөөллөө. Хилийн хязгаарлалт суларч, уул уурхайн салбарын үйлдвэрлэл нэмэгдсэнээр эдийн засгийн өсөлтийн төлөв өмнөхөөс сайжрах хүлээлт үүсгээд байна.

Зураг №2. Бодит ДНБ өсөлт



Эх сурвалж: (Үндэсний Статистикын Хороо, 2022)

3. Инфляц

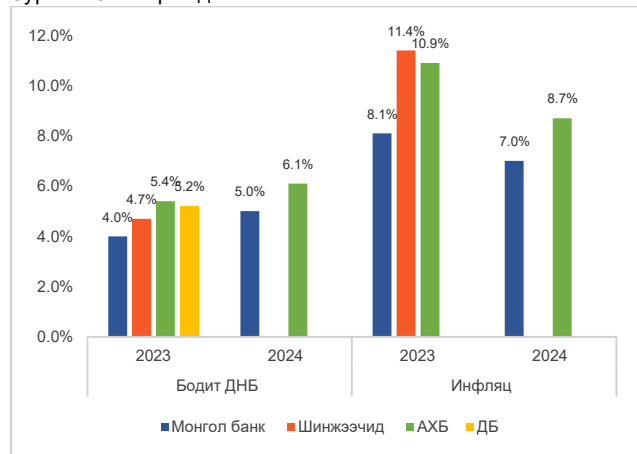
Жилийн инфляц 2022 оны 12-р сард 13.2% байсан бол энэ оны 2-р сард 12.2%-тай гарсан байна. Тодруулбал, 8.1 нэгж хувийг хүнснээс бусад бараа, 4.1 нэгж хувийг хүнсний барааны үнийн өсөлт бүрдүүлж байна.

Хэдий Монголбанкны инфляцын зорилтот түвшин 6% байгаа ч инфляцын түвшин сүүлийн саруудад өмнөх төсөөлөлтэй нийцтэйгээр алгуур саарахад импортын барааны тээврийн зардал буурсан нь голлон нөлөөлсөн байна. (Инфляцын хөдөлгөөний графикыг Зураг №1-с харна уу.)

Макро эдийн засгийн цаашдын төсөөлөл

Монгол улсын макро эдийн засгийн цаашдын төсөөллийг Монгол банк, Монгол банкнаас шинжээчдийн дунд явуулсан судалгаа, Дэлхийн банк болон Азийн хөгжлийн банкуудаас тус тус гаргасан байна.

Зураг №3. Макро эдийн засгийн төсөөлөл



Эх сурвалж: (Монгол банк, АХБ, ДБ албан ёсны вэбсайтууд, 2023)

Дэлхийн банкнаас 2023 оны 4-р сарын 3-нд гаргасан тайланд БНХАУ-ын хилийн хязгаарлалт арилснаар уул уурхайн бүтээгдэхүүний экспорт эрчимтэй өсөх, тэр дундаа Оюу толгойн далд уурхайн үйл ажиллагаа эхэлсэнтэй холбоотойгоор эдийн засгийн өсөлт өнгөрсөн оны *4.8%-иас 5.2% хүрэхээр байна хэмээн тодорхойлсон байна.

Харин Монгол банкнаас бодлогын хүүг эхний хагас жилд 13%-д хэвээр хадгалах, цаашид хилийн болон дотоод хязгаарлалт тогтоохгүй байх, АИ-92 шатахуун авах гэрээний үнэ өөрчлөгдөхгүй, гол нэрийн хүнсний барааны нийлүүлэлт тогтвортой байх, гадаад инфляцын түвшин, дэлхийн зах зээл дээр хүнсний үнэ болон тээврийн зардал алгуур буурах, нүүрсний экспортын хэмжээ 2023-2024 онд өмнөх оны төсөөллийн орчимд байх, 2023-2024 онд Хөөт-Бичигт чиглэлийн 236 км төмөр зам баригдах-аас өөр мега төсөл хэрэгжихгүй зэрэг таамаглалуудыг дээрх ДНБ болон инфляцын төсөөлөл гаргахад ашигласан байна.

Мэдээдэл: Энэхүү дүгнэлт нь зөвхөн судлаачийн олон нийтэд нээлттэй эх сурвалжаас өөрт олж авсан мэдээлэлд үндэслэн гаргасан дүгнэлт бөгөөд тухайн хувьцааг худалдаж авах эсхүл зарах тухай ямар нэгэн зөвлөмж хүргүүлээгүй ба мэдээллийн зорилгоор бэлтгэгдсэн болохыг үүгээр мэдэгдэж байна. Тиймээс хөрөнгөө оруулагч та хөрөнгөө оруулалтын шийдвэрээ бие даан гаргах хэрэгтэй бөгөөд энэхүү мэдээллээс үүдсэн аливаа эрсдэлийг Өлзий & Со Капитал ҮЦК ХХК болон судлаач ямар нэгэн байдлаар хариуцахгүй болохыг анхаарна уу.

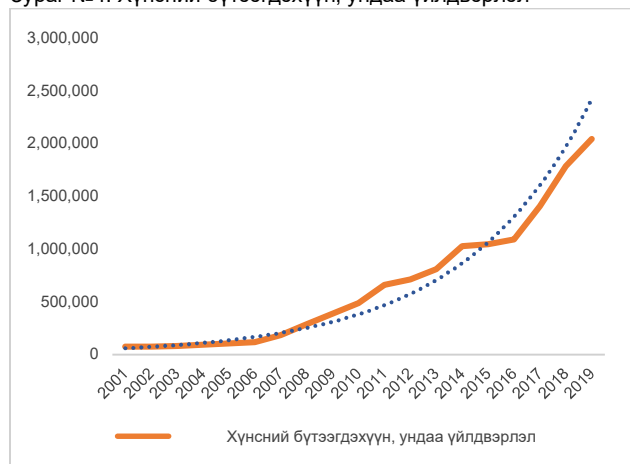
(МХБ-ийн I ангилалд бүртгэлтэй хүнсний салбарын компаниудын судалгаа)

Зах зээлийн судалгаа

Хүнсний бүтээгдэхүүн, ундаа үйлдвэрлэл

Хүнсний боловсруулах салбарын борлуулалт сүүлийн жилүүдэд тогтвортой өсөж байгааг доорх графикаас харж болохоор байгаа бөгөөд сүүлийн арван жилд буюу 2010 оноос хойш 4.2 дахин өсөж, 2 их наяд орчим төгрөгт хүрээд байна.

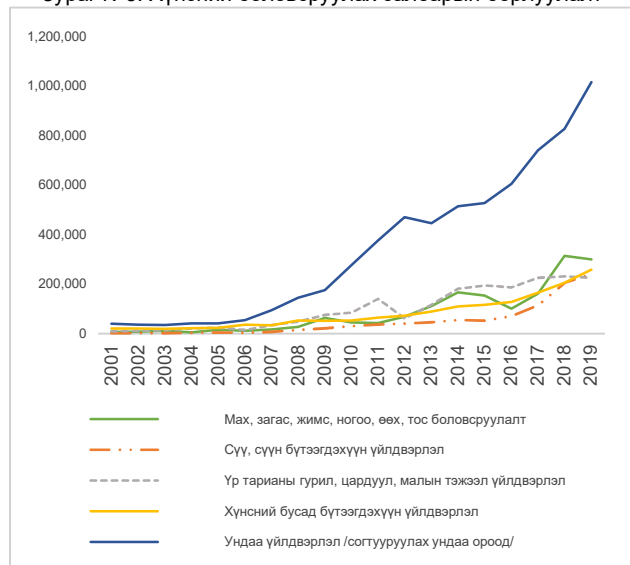
Зураг №4. Хүнсний бүтээгдэхүүн, ундаа үйлдвэрлэл



Эх сурвалж: (ҮСХ, 2020)

Хүнсний боловсруулах салбарын борлуулалтыг мах, загас, жимс, ногоо, өөх, тос боловсруулалт, сүү сүүн бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл, үр тарианы гурил, цардуул, малын тэжээл үйлдвэрлэл, хүнсний бусад бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл, ундаа үйлдвэрлэл /согтууруулах ундаа орсон/-ээр тус тус ангилан авч үздэг байна. Зураг №5-с харахад ангилал тус бүр дэх борлуулалтын хэмжээ тогтмол өсөж, харин ундааны үйлдвэрлэл /согтууруулах ундаа орсон/ эрчимтэй өсөж байгааг харж болохоор байна.

Зураг №5. Хүнсний боловсруулах салбарын борлуулалт



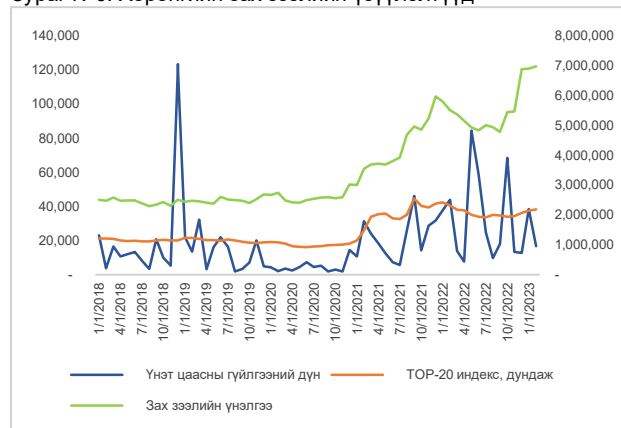
Эх сурвалж: (ҮСХ, 2020)

Мэдэгдэл: Энэхүү дүнэлт нь зөвхөн судлаачийн олон нийтэд нээлттэй эх сурвалжаас өөрт олж авсан мэдээлэлд үндэслэн гаргасан дүнэлт бөгөөд тухайн хувьцааг худалдаж авах эсхүл зарах тухай ямар нэгэн зөвлөмж хүргүүлээгүй ба мэдээллийн зорилгоор бэлтгэгдсэн болохыг үүгээр мэдэгдэж байна. Тиймээс хөрөнгө оруулагч та хөрөнгө оруулалтын шийдвэрээ бие даан гаргах хэрэгтэй бөгөөд энэхүү мэдээллээс үүдсэн аливаа эрсдэлийг Өлзий & Со Капитал ҮЦК ХХК болон судлаач ямар нэгэн байдлаар хариуцахгүй болохыг анхаарна уу.

Үнэт цаасны зах зээлийн судалгаа

2023 оны 4-р сарын 13-ны өдрийн байдлаар Монголын Хөрөнгийн Бирж дээр 51 брокерын, 36 дилерын, 18 андеррайтерын, 17 хөрөнгө оруулалтын зөвлөхийн чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулах эрх бүхий нийт 51 үнэт цаасны компани үйл ажиллагаагаа эрхлэн явуулж байгаа бөгөөд нийт 6.4 их наяд төгрөгийн зах зээлийн үнэлгээ бүхий 183 компанийн хувьцаа, 16 компанийн бонд, хөрөнгө оруулалтын 2 сангийн эрх, хөрөнгөөр баталгаажсан 6 үнэт цаасыг эдгээр үнэт цаасны компаниудаар дамжуулан арилжиж байна.

Зураг №6. Хөрөнгийн зах зээлийн үзүүлэлтүүд



Эх сурвалж: (Үндэсний статистикийн хороо, 2023)

Хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээ 2021 оны 12 дугаар сард тухайн үеийн оргил түвшин болох 5.9 их наяд төгрөгт хүрээд байсан бол үүнээс хойш 20% орчим хувийн уналт үзүүлж, 2022 оны 9-р сард 4.8 их наяд хүртэл унасан юм. Ийнхүү хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээ буурахад мөнгөний бодлого хатуурч, эдийн засагт шинээр хийгдэх хөрөнгө оруулалт, зээл багасаж, хувийн секторын өсөлт саарах хүлээлт нөлөөлсөн. 2023 оны 2 дугаар сар гэхэд хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээ аажмаар сэргэж 6.99 их наяд төгрөгт хүрсэн нь 2022 оны 9 дүгээр сартай харьцуулахад 46% өссөн үзүүлэлт юм. Зах зээлийн үнэлгээ өсөхөд 2022 оны 10, 11 дүгээр саруудад Төрийн банк болон Голомт банк хувьцаагаа олон нийтэд нээлттэй арилжаалж 144.2 тэрбум төгрөгийг татан төвлөрүүлж, зах зээлийн үнэлгээг анх гарсан ханшаар тооцоход 1.4 их наяд төгрөгөөр нэмэгдүүлсэн нь нөлөөлсөн байна.

Топ-20 индексийн хувьд 2021 оны 9-р сард 44,824.4 төгрөгт хүрээд байсан бол өнөөдрийн байдлаар 35801.98 төгрөгийн үнэлгээтэй байгаа нь 20%-ийн уналт үзүүлээд байгааг харуулж байна.

Дээрх өгөгдөлөөс харахад хэдий Топ-20 индексийн үнэлгээ оргил үеийн ханшаас 20% уналттай байхад зах зээлийн үнэлгээ 46%-ийн өсөлттэй байгаа нь хөрөнгийн бирж дээрх компаниудын үнэт цаасны тоо, тэр дундаа томоохон банкуудын IPO хийж байгаа үйл явцтай холбон тайлбарлаж болохоор байна.

(МХБ-ийн I ангилалд бүртгэлтэй хүнсний салбарын компаниудын судалгаа)

Хувьцааны судалгаа

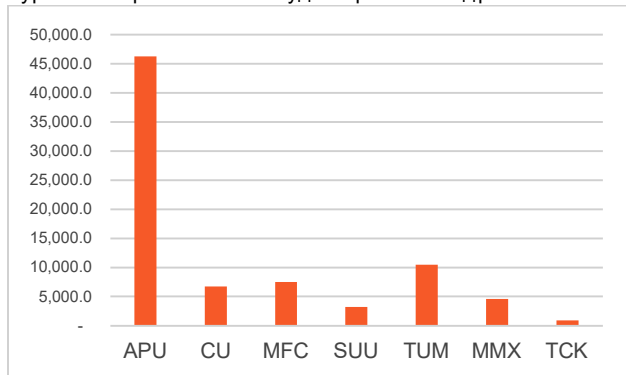
МХБ-ийн I ангилалд бүртгэлтэй үнэт цаас гаргагч нийт 23 компани байдаг бөгөөд үүнээс 20 нь Top-20 индексийг бүрдүүлдэг. Үүнээс бид хүнсний чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулдаг нийт 6 (+1) компанийг сонгон авч, хувьцааны үнэлгээний үнийн үржүүлэгчийн аргаар (Multiples approach) хүнсний салбарын компаниудын хураангуй судалгааг хийж гүйцэтгэлээ. Үүнд:

1. АПУ ХК
2. Түмэн шувуут ХК
3. Монос хүнс ХК
4. Сүү ХК
5. Махимпекс ХК
6. Талх чихэр ХК
7. Сентрал Экспресс Си Ви Эс ХК (II ангилал)

1. Арилжааны идэвх

Эдгээр компаниудын сүүлийн 5 жилийн арилжааны идэвхийг үнийн дүнгээр авч үзвэл АПУ ХК-ын хувьцаа хамгийн идэвхтэй, харин Талх Чихэр ХК-ийн хувьцаа бусадтай харьцуулахад хамгийн бага хэмжээгээр арилжаалагдсан байна.

Зураг №7. Хүнсний компаниудын арилжааны дүн



Эх сурвалж: (МХБ, 2022)

2. Ханшийн хамаарал

Сонгон авсан хүнсний компаниудын ханшийн хөдөлгөөний хамаарлыг судлахад ТОП-20 индекстэй хамгийн өндөр хамааралтай компаниар АПУ ХК, Түмэн шувуут ХК нар байгаа бол хамгийн бага буюу огт хамааралгүй ханшийн хөдөлгөөн үзүүлдэг компаниар Махимпекс ХК, Талх чихэр ХК-уд болох нь харагдаж байна.

Хүснэгт №1. Top-20 & Хүнсний компаниудын хамаарал

	TOP 20	APU_Price	CU_Price	MFC_Price	Suu_Price	TUM_Price	MMX_Price	TCK_Price
TOP 20	1.00	0.88	0.19	0.31	0.46	0.76	(0.36)	(0.02)
APU_Price	0.88	1.00	0.23	0.40	0.57	0.88	(0.52)	0.01
CU_Price	0.19	0.23	1.00	(0.23)	0.21	0.41	(0.44)	(0.37)
MFC_Price	0.31	0.40	(0.23)	1.00	0.46	0.46	(0.01)	0.36
Suu_Price	0.46	0.57	0.21	0.46	1.00	0.74	(0.23)	0.22
TUM_Price	0.76	0.88	0.41	0.46	0.74	1.00	(0.50)	0.15
MMX_Price	(0.36)	(0.52)	(0.44)	(0.01)	(0.23)	(0.50)	1.00	0.10
TCK_Price	(0.02)	0.01	(0.37)	0.36	0.22	0.15	0.10	1.00

Эх сурвалж: (МХБ, 2021-2023.3 сар)

АПУ ХК-ийн хувьд зах зээлийн үнэлгээгээр ТОП-20 индексийн 27%-ийг дангаар эзэлдэг учир тухайн индексийн хөдөлгөөнтэй 88%-ийн хамааралтай байна. Харин Талх чихэр ХК болон Махимпекс ХК-ийн хувьд арилжааны идэвх болон хөрвөх чадвар бага байгаагаас шалтгаалан ТОП-20 индекстэй хамааралгүй ханшийн хөдөлгөөн үзүүлдэг байх магадлалтай гэж үзэж байна.

3. Санхүүгийн тайлангийн үзүүлэлт

Компаниудын санхүү байдлын тайлан, орлогын тайлангийн үзүүлэлтүүдийг сүүлийн 5 жилийн дундажаар авч үзэхэд дараах байдалтай байна.

Хүснэгт №2. Санхүүгийн үзүүлэлтүүд

	Нийт зарлага	Эдийн өсч	Нийт ор төлбөр	Борлуулалт	Цэвэр ашиг
SUU	16.1%	15.7%	16.4%	11.2%	18.2%
CUMN	78.7%	(33.2%)	44.2%	139.9%	37.0%
MFC	22.1%	16.1%	29.3%	37.1%	45.0%
APU	11.6%	8.6%	23.9%	18.0%	26.8%
TUM	31.4%	32.7%	28.6%	27.6%	28.7%
MMX	25.0%	17.8%	27.3%	4.7%	9.2%
TCK	8.1%	8.0%	8.4%	21.3%	34.2%

Эх сурвалж: (Компанийн санхүүгийн тайлангууд, 2018-2022)

Хүснэгтээс харвал хамгийн өндөр борлуулалтыг Сентрал Экспресс Си Ви Эс ХК, Монос хүнс ХК, Түмэн шувуут ХК нар хийсэн бол хамгийн өндөр ашгийг Монос Хүнс ХК, Талх чихэр ХК болон Түмэн шувуут ХК нар олсон байна.

Харин нийт хөрөнгийн хувьд авч үзвэл хамгийн өндөр өсөлттэй компаниар Сентрал Экспресс Си Ви Эс ХК, Түмэн шувуут ХК нар тэргүүлж байгаа бол эздийн өмчийг хамгийн ихээр нэмэгдүүлсэн компаниар мөн Түмэн шувуут ХК тэргүүлж байна.

4. Үнийн үржүүлэгчийн арга

Ингээд компаниудын зах зээлийн үнийг санхүүгийн үзүүлэлтүүдтэй харьцуулах хэлбэрээр тооцдог үнийн үржүүлэгчийн аргаар судалгааг цааш үргэлжлүүлэе.

Хүнсний чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулдаг компаниудын зах зээлийн "жишиг" үзүүлэлтийг эдгээр компаниудын сүүлийн 5 жилийн дундаж болон голч үзүүлэлтүүдийг авч үзэн тогтоосон болно.

Хүснэгт №3. Үнийн үржүүлэгчийн үзүүлэлтүүд

	2022	P/E	P/B	P/S
SUU		20.1	4.5	1.5
CUMN		(5.5)	4.8	0.5
MFC		16.0	2.9	1.8
APU		12.7	2.5	1.9
TUM		9.8	1.9	1.5
MMX		13.0	2.5	0.4
TCK		5.3	0.5	0.3
*Benchmark		12.8	2.5	1.4

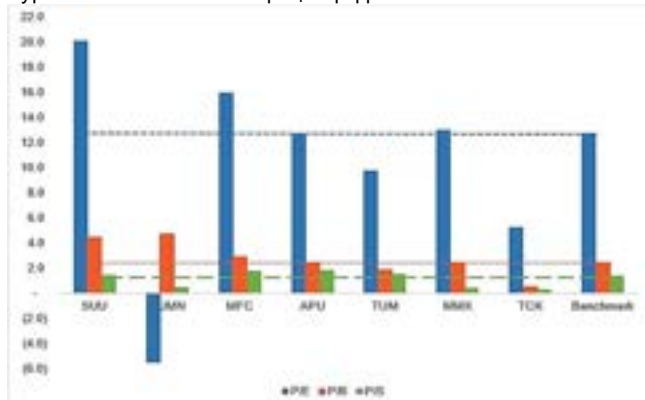
Эх сурвалж: (МХБ, *Судлаачийн тооцоолол)

Хүснэгт №3 болон Зураг №8-с харахад үнэ/ашгийн (P/E) харьцааны хувьд хамгийн багаар үнэлэгдсэн компаниуд бол Талх чихэр ХК, Түмэн шувуут ХК нар байгаа бол Сүү ХК, Монос хүнс ХК нар хэт өндрөөр үнэлэгдсэн байх магадлалтай байна.

Мэдээдэл: Энэхүү дүнзлэлт нь зөвхөн судлаачийн олон нийтэд нээлттэй эх сурвалжаас өөрт олж авсан мэдээлэлд үндэслэн гаргасан дүнзлэлт бөгөөд тухайн хувьцааг худалдаж авах эсхүл зарах тухай ямар нэгэн зөвлөмж хүргүүлээгүй ба мэдээллийн зорилгоор бэлтгэгдсэн болохыг үүгээр мэдэгдэж байна. Тиймээс хөрвөнөө оруулагч та хөрвөнөө оруулалтын шийдвэрээ бие дангаар хэрэгтэй бөгөөд энэхүү мэдээллээс үүдсэн аливаа эрсдэлийг Өлзий & Со Капитал ҮЦК ХХК болон судлаач ямар нэгэн байдлаар хариуцахгүй болохыг анхаарна уу.

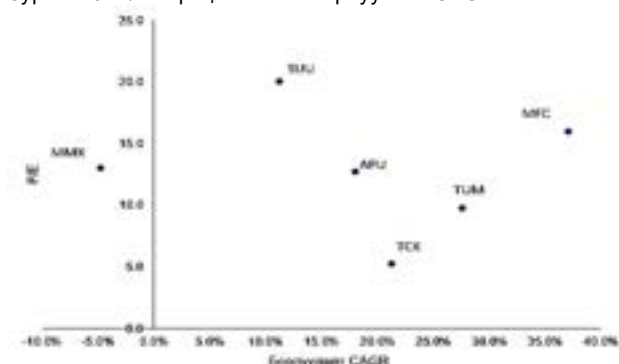
(МХБ-ийн I ангилалд бүртгэлтэй хүнсний салбарын компаниудын судалгаа)

Зураг №8. “Жишиг” P/E харьцаа үзүүлэлт



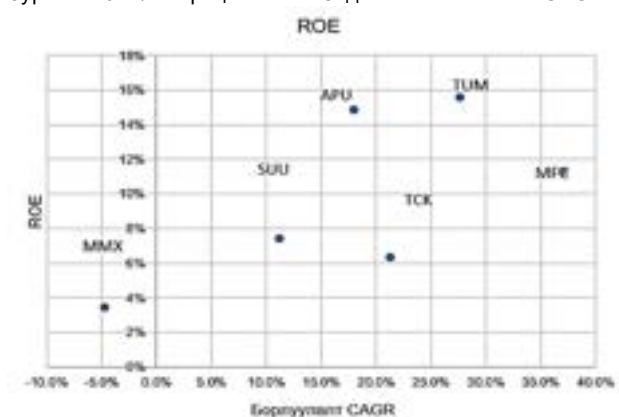
Харин үнэ/дансны үнийн (P/E) харьцааны хувьд мөн л Талх чихэр ХК болон Түмэн шувуут ХК нар хамгийн багаар, харин Сентрал Экспресс Си Ви Эс ХК болон Сүү ХК хувьд хэт өндрөөр үнэлэгдсэн байх магадлал өндөр байна.

Зураг №9. P/E харьцаа болон Борлуулалт CAGR



P/E харьцааг борлуултын нийлмэл өсөлтийн хувьтай хамтатган харахад хамгийн өндөр өсөлттэй ч P/E харьцаа жишиг үзүүлэлтээс бага байгаа нь Түмэн Шувуут ХК байгаа бол эсрэгээр хамгийн бага борлуулалтын өсөлттэй ч хамгийн өндөр P/E-тэй нь Сүү ХК байна.

Зураг №10. P/E харьцаа болон Эздийн өмчийн өгөөж CAGR



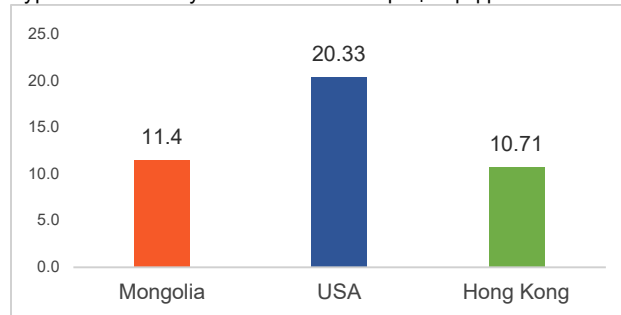
Дараагийн үзүүлэлтээр эздийн өмчийн өгөөжийг борлуулалтын нийлмэл өсөлтийн хувьтай хамтатган харахад хамгийн өндөр борлуулалтын нийлмэл өсөлтийн хувьтай ч хамгийн өндөр

эздийн өгөөж өгсөн компаниар Түмэн Шувуут ХК, АПУ ХК нар тэргүүлж байгаа бол эсрэг үзүүлэлттэй компаниар Махимпекс ХК харагдаж байна.

5. Олон улсын үзүүлэлттэй жишиг нь

Өөрсдийн тооцоолсон жишиг P/E-ийг олон улсын үнийн үржүүлэгч үзүүлэлтүүдтэй Зураг №11 харьцуулан харуулав.

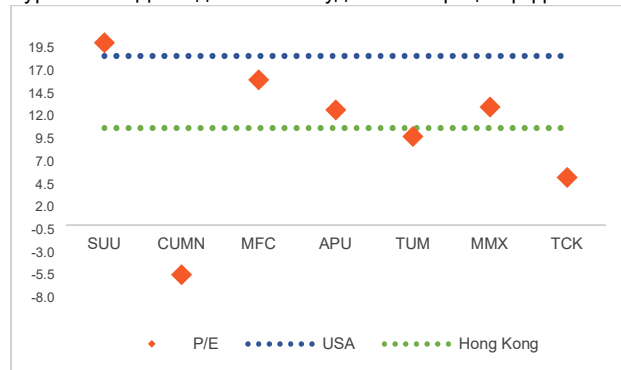
Зураг №11. Олон улсын жишиг P/E харьцаа үзүүлэлт



Эх сурвалж: (Asia Stock Market Performance (qurufocus.com), 2023)

Бидний тооцоолсон P/E харьцаа Азийн, тэр дундаа Хонг Конгийн бирж дээр бүртгэлтэй хүнсний чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулдаг компаниудын жишиг P/E харьцаатай ойролцоо байгааг Зураг №11 -с харж болохоор байна.

Зураг №12 . Дотоодын компаниудын P/E харьцаа үзүүлэлт



Зураг №12-с АНУ-ын хүнсний үйлдвэрлэлийн компаниудын P/E харьцаа илүү өндөр байгааг харж болохоор байгаа ч нягтлан бодох бүртгэлийн зөрүү (IFRS/GAAP), тухайн орны онцлог, соёл, эдийн засгийн чадамж, хөгжил зэрэг олон асуудлуудаас үүдэн зөрүү гарах магадлал өндөр юм. Тиймээс энэхүү үзүүлэлтүүдийг аль болох өөрийн дотоодын компаниуд, бүс нутгийн хэмжээнд харах нь илүү зохимжтой гэж үзэж байна.

Дүгнэлт

Эдийн засгийн өсөлт удааширсан, тодорхой бус байдал давамгайлсан нөхцөлд хөрөнгө оруулагчид “хамгаалалт”-ын хувьцаанд хөрөнгө оруулахыг илүүд үздэг учир энэхүү судалгааны ажлыг үнийн үржүүлэгчийн аргыг ашиглан хүнсний чиглэлээр үйл ажиллагаа эрхэлдэг дотоодын хувьцаат компаниудыг судлахаар сонгон авсан болно. Судалгааны үр дүнд Түмэн шувуут ХК-ийн хувьцааны ханш зах зээл дээр бодит ханшнаас доогуур үнэлэгдсэн байх магадлалтай тул цаашид нарийвчлан судлах нь зүйтэй гэсэн дүгнэлтэнд хүрч байна.

Мэдэгдэл: Энэхүү дүгнэлт нь зөвхөн судлаачийн олон нийтэд нээлттэй эх сурвалжаас өөрт олж авсан мэдээлэлд үндэслэн гаргасан дүгнэлт бөгөөд тухайн хувьцааг худалдаж авах эсхүл зарах тухай ямар нэгэн зөвлөмж хүргүүлээгүй ба мэдээллийн зорилгоор бэлтгэгдсэн болохыг үүгээр мэдэгдэж байна. Тиймээс хөрөнгө оруулагч та хөрөнгө оруулалтын шийдвэрээ бие даан гаргах хэрэгтэй бөгөөд энэхүү мэдээллээс үүдэн аливаа эрсдэлийг Өлзий & Со Капитал ҮЦК ХХК болон судлаач ямар нэгэн байдлаар хариуцахгүй болохыг анхаарна уу.