



ТАВАНТОЛГОЙ ХК

ХУВЬЦААНЫ СУДАЛГАА

Энэхүү судалгааг “Тавантолгой” ХК-ийн 2023 оны 4-р улирлын санхүүгийн тайлан болон зах зээл дээрх нээлттэй мэдээлэлд үндэслэн бэлтгэсэн болно.

ULZ  & Co
CAPITAL

Хүснэгт №1

Зөвлөмж Авах / BUY

Огноо	2024.09.16
Одоогийн ханш	33,260.0
Бодит ханш	49,255.4
Өсөх потенциал %	48.1%
Салбар	Уул уурхай
Симбол	TTL
Бирж	Монголын Хөрөнгийн Бирж

Хүснэгт №2

Ханшийн мэдээлэл

Нийт гаргасан хувьцаа	52,665,200
Эргэлтэнд гаргасан хувьцаа	52,665,200
52 долоо хоног-Дээд	37,280.0
52 долоо хоног-Доод	10,100.0
Зах зээлийн үнэлгээ	1,751,644,552,000.0

Хүснэгт №3

Харьцаа үзүүлэлтүүд

EPS-Нэгж хувьцаанд ногдох ашиг	7,137
P/E-Үнэ/Ашгийн харьцаа	2.5
P/B-Үнэ/Дансны үнийн харьцаа	2.3
P/S-Үнэ /Орлогын харьцаа	0.9
Ногдол ашиг %	70.0%

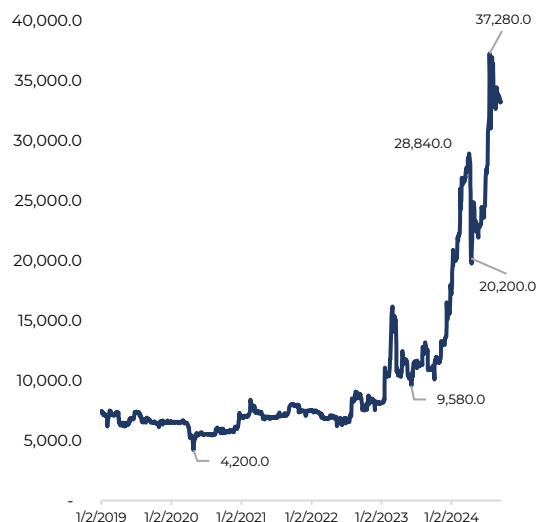
Хүснэгт №4

Ашигт ажиллагаа

Нийт хөрөнгийн өгөөж	79.4%
Эздийн өмчийн өгөөж	108.8%
Цэвэр ашгийн маржин	52.4%

Зураг №1

Ханшийн хөдөлгөөн



ХУВЬЦААНЫ СУДАЛГААНЫ ХУРААНГУЙ

Бид компанийн сүүлийн 5 жилийн санхүүгийн тайлан болон ирэх жилүүдийн компанийн борлуулалтын төсөөлөлд үндэслэн үнэлгээг хорогдуулсан мөнгөн урсгалын аргаар хийж, үржүүлэгчийн аргаар баталгаажуулсан бөгөөд судалгааны үр дүнгээс харахад тухайн компанийн бодит ханш 49,255.4 төгрөг байгаа нь одоогийн зах зээл дээр тогтсон ханшаас даруй 48.1%-иар өсөх потенциалтай байгааг харуулж байна. Тиймээс бид энэхүү судалгааны үр дүнд үндэслэн компанийн хувьцааг худалдан **“АВАХ”** зөвлөмжийг хүргүүлж байна. Хувьцааны үнэлгээнд голлон нөлөөлсөн хүчин зүйлсийг товч дурдвал:

1. Нүүрсний экспортын биет хэмжээ
Нүүрсний экспортын биет хэмжээ оны эхний 6 сарын байдлаар 40,620.7 мянган тн-д хүрсэн нь өнгөрсөн оны мөн үетэй харьцуулахад 37.6%-иар нэмэгдсэн бол Монгол Улсын 2024 оны төсвийн тухай хуульд заасан зорилтот (60.0 сая тонн) түвшний 67.7%-д хүрч өсөөд байна. Мөн цаашид буюу Монгол Улсын хөгжлийн 2024 оны төлөвлөгөөний тэргүүлэх чиглэлд экспортыг нэмэгдүүлэх, тэр дундаа нүүрсний экспортын биет хэмжээг нэмэгдүүлэхээр (50 сая тн) тусгасан байна.
2. Ачаа тээвэрлэх хүчин чадал
МУ-ын хөгжлийн 2024 оны төлөвлөгөөний тэргүүлэх чиглэл - Экспортыг нэмэгдүүлэх хүрээнд Төмөр замын ачаа тээвэрлэх хүчин чадлыг 60 сая тн-д хүргэх, авто замын сүлжээг өргөтгөх, олон улсын жишигт нийцсэн боомтын тоог нэмэгдүүлэхээр тусгасан бөгөөд эдгээр ажлуудыг МУ-ын 2024 оны төсвийн тухай хуулийн төсөлд бүрэн тусгаж, хэрэгжүүлэх юм.
3. Санхүүгийн харьцаа үзүүлэлт
Компанийн цэвэр ашгийн маржин 52.4%, эздийн өмчийн өгөөж 108.8%, нийт хөрөнгийн өгөөж 79.4%, хувьцааны үржүүлэгчийн (Multiples ratio) P/E, P/B харьцаанууд тус бүр 2.5,

2.3 байгаа нь Тавантолгой ХК-ийн хувьцааны ханш зах зээл дээр харьцангуй багаар үнэлэгдсэн байх магадлалтайг харуулж байна.

4. Уул уурхайн бирж

Уул уурхайн бирж албан ёсоор ашиглалтад орсноор нүүрсний үнэ тогтолт харьцангуй ил тод болж, дэлхийн жишигт хүрэх суурь нөхцөл бүрдэж байна хэмээн үзэж байна. Ингэснээр компанийн борлуулалтын хэмжээ, үнийн мэдээлэл нээлттэй, үнэлгээний таамаглал хийхэд харьцангуй бодитой болох магадлал нэмэгдэх юм.

МАКРО ОРЧНЫ СУДАЛГАА

Макро орчны судалгааг хийхдээ PESTLE (P-улс төр, E-эдийн засаг, S-нийгэм, T-технологи, L-хууль, E-байгаль орчин) шинжилгээний аргыг ашиглан хийж гүйцэтгэлээ.

1. Улс төр

Монгол Улсад улс төрийн хүрээнийхэн, тэр дундаа УИХ-ын нэр бүхий зарим гишүүд нүүрсний гэх тодотголтой авлига, хээл хахуулийн хэрэгт нэр холбогдсон бөгөөд үүнийг эсэргүүцэж, “тэдгээр улстөрчдийн нэрсийг зарлаж, хариуцлага хүлээлгэх тухай” олон нийтийг хамарсан томоохон жагсаал, цуглаан 2022 оны 12 дугаар сард идэвхтэй өрнөсөн.

Энэ хүрээнд МУ-ын Засгийн газраас Хууль зүй, дотоод хэргийн яамны Төрийн нарийн бичгийн дарга/П.Сайнзориг/-ыг Тавантолгой ХК-д 2022 оны 12 дугаар сард Бүрэн Эрхт Төлөөлөгчөөр (БЭТ) 6 сарын хугацаатайгаар ажиллуулахаар томилсон бөгөөд 2023 оны 06 дугаар сарын 07 өдрийн Засгийн газрын хуралдааны шийдвэрээр дуусгавар болгосон байна.

Засгийн газрын Бүрэн Эрхт Төлөөлөгчийн хугацаа дуусгавар болсонтой холбогдуулан Тавантолгой ХК-ын ТУЗ ээлжит бусаар хуралдаж, ТУЗ-ийн дарга (Г.Цог-Өрнөх), Гүйцэтгэх захирал (Д.Артаг)-ыг тус томилсон тухай 2023 оны 06 дугаар сарын 10-ний өдөр компанийн албан ёсны цахим хуудсанд нийтэлсэн байна.

Үүнээс хойш буюу 2024 оны 02 дугаар сарын 28-ны өдөр мөн өөрийн цахим хуудсанд компанийн ТУЗ-ийн 2024 оны 02 дугаар

сарын 26-ны өдрийн хурлын шийдвэрээр Гүйцэтгэх захирал Д.Артагийг үүрэгт ажлаас нь чөлөөлж, Ч.Гүнждагва (Борлуулалт, маркетинг, тээврийн газрын захирал) -ыг үүрэг гүйцэтгэгчээр томилсон тухай нийтэлсэн бөгөөд өнөөдрийн байдлаар Ч.Гүнждагва нь тус компанийн Гүйцэтгэх захирлаар ажиллаж байна.

Түүнчлэн дээрх “нүүрсний” гэх тодотголтой хэрэгт холбогдуулан тус компанийн 19.8%-ийг эзэмшигч Ажнай Корпорацци ХХК-ийн хувь эзэмшигч УИХ-ын гишүүн Д.Бат-Эрдэнийг мөрдөн шалгах ажиллагаанд УИХ-ын гишүүний халдашгүй байдал, бүрэн эрхийн асуудал (2023 онд) саад учруулж байна гэж үзэн, бүрэн эрхийн асуудлыг түдгэлзүүлэх саналыг Улсын Ерөнхий Прокурорт хүргүүлсэн тухай АТГ-ын Мөрдөн шалгах хэлтсийн дарга, эрхэлсэн комиссар Х.Баянтүмэн 2023 оны 3 дугаар сарын 14-ний өдөр мэдээлсэн.

Үүнээс хойш тус асуудал хэрхэн шийдвэрлэгдсэн талаарх нээлттэй мэдээлэл байхгүй байна.

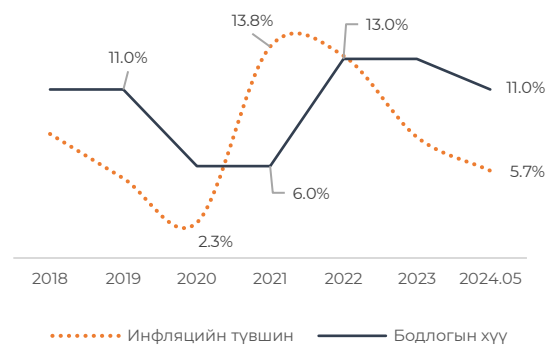
2. Эдийн засаг

2.1. Мөнгөний бодлого

Монголбанкны Мөнгөний бодлогын хорооны 2024 оны 03-р сарын сарын 14, 15-ны өдрийн болон 2024 оны 5-р сарын 13-ны өдрийн ээлжит хурлаар бодлогын хүүгийн түвшнийг тус бүр 1 нэгж хувиар бууруулж, 11.0%-д хүргэх шийдвэр гаргасан бол 2024 оны 07-р сарын 2-ны өдрийн хурлаар бодлогын хүүг дээрх түвшинд хэвээр хадгалах шийдвэрийг гаргасан байна.

Энэхүү шийдвэр нь Төв банк инфляцыг дунд хугацаанд зорилтот түвшинд хүргэж тогтворжуулах, эдийн засаг, санхүүгийн салбарын тогтвортой байдлыг хангах зорилттой нийцтэй байна гэж үзсэн байна.

Зураг №2. Бодлогын хүү & Инфляц

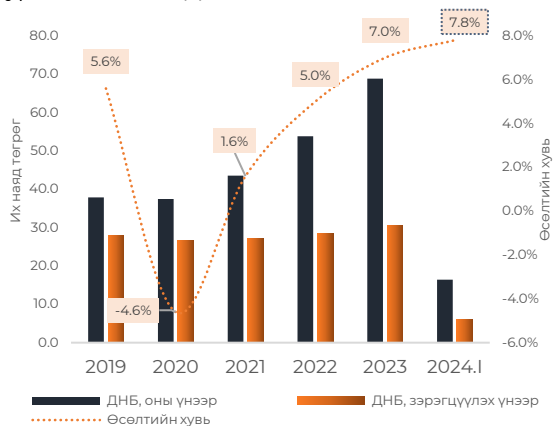


Эх сурвалж: (Монгол банк, ҮСХороо, 2024)

2.2. Дотоодын нийт бүтээгдэхүүн

Монгол Улсын дотоодын нийт бүтээгдэхүүн 2023 онд 7.0%-иар өссөн нь дотоодын эдийн засгийн идэвхжил хүлээлтээс давсан үзүүлэлт байлаа. Нүүрсний экспорт түүхэн дээд хэмжээнд хүрч, үүнийг дагаад тээврийн салбарын орлого нэмэгдсэнээр уул уурхай, тээврийн салбар эдийн засгийн өсөлтийн 4.3%-ийг дангаараа бүрдүүлсэн байна. Харин 2024 оны 1 дүгээр улирлын байдлаар дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хэмжээ 7.8%-иар өсөж, зэрэгцүүлэх үнээр 6.1 их наяд төгрөг, оны үнээр 16.5 их наяд төгрөг болсон байна.

Зураг №3. Бодит ДНБ өсөлт



Эх сурвалж: (Үндэсний Статистикын Хороо, 2024)

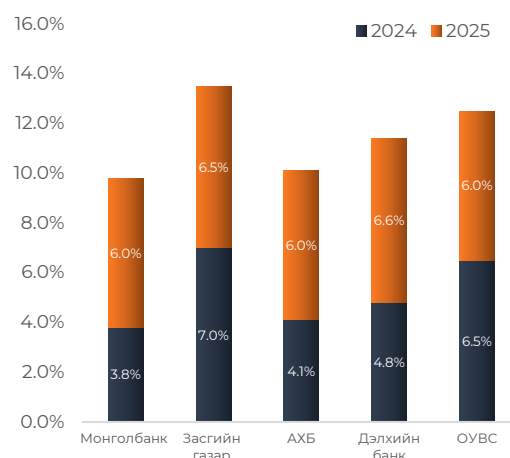
Инфляц 2021 оны оргил түвшин болох 13.8%-иас тогтмол буурсаар 2024 оны эхний хагас жилийн байдлаар 5.1%-д хүрээд байна. Энэхүү түвшин нь Монголбанкны инфляцын зорилтот түвшний интервалд орж ирсэн бөгөөд энэ тухай Азийн хөгжлийн банкны тайланд “Хэдий инфляцын түвшин буурч байгаа ч зудын нөлөөгөөр мах, махан бүтээгдэхүүний үнэд ирэх дарамт, төсвийн зардлын хэмжээ 21.8%-иар тэлсэн байдал, МУ-ын Засгийн газрын “Шинэ сэргэлтийн бодлого”-ын хүрээнд хөрөнгө оруулалтын зардал нэмэгдэж байгаа гэх мэт нөхцөл байдлууд цаашид инфляцын түвшнийг нэмэгдүүлж болзошгүй байх” тухай дурдсан байна. (Инфляцын хөдөлгөөний графикийг Зураг №2-с харна уу.)

2.3. Макро эдийн засгийн цаашдын төсөөлөл

Монгол улсын макро эдийн засгийн цаашдын төсөөллийг Монгол банк, МУ-ын

Засгийн газар, ОУВС, Дэлхийн банк болон Азийн хөгжлийн банк зэрэг олон улсын байгууллагуудаас тус тус гаргасан байна.

Зураг №4. Макро эдийн засгийн төсөөлөл



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

Азийн хөгжлийн банкны 2024 оны 04 дүгээр сард шинэчлэн танилцуулсан Монгол Улсын хэтийн төлөвт ДНБ-ий өсөлтийн гол хөдөлгүүр нь уул уурхайн салбар байх ба 2025 онд Оюу толгой уурхайн баяжмалын үйлдвэрлэл 2 дахин нэмэгдэх хүлээлттэй байгаа тухай дурдсан байна.

3. Нийгэм

Иргэдийн зүгээс төрийн өмчит компаниудыг илүү нээлттэй, ил тод байхыг шаарддаг болоод байгаа ч эрх мэдэл, улс төрийн нөлөөгөө хэтрүүлэн ашиглаж, өөрт болон өөрийн хамаарал бүхий этгээдэд давуу байдал үүсгэх, компанийн удирдлагуудаар өөрт ашигтай шийдвэр гаргуулах, компанийн хөрөнгийг шамшигдуулах зэрэг гэмт хэргийн шинжтэй үйл явдлууд гарсаар байгаа нь компанийн засаглал, түүний чадамжийг сайжруулах нэн шаардлагатай байгааг илтгэж байна. Тус компанийн хувьд МХБ-д бүртгэлтэй, 1 дүгээр ангиллын компани хэдий ч дээр дурдсан төрлийн шинжтэй үйлдлүүд гарсан байж болзошгүй хэмээн хууль, хяналтын байгууллагынхан шалгаж байна. Тиймээс Тавантолгой ХК-ийн хувьцаанд хөрөнгө оруулагчид энэхүү **улс төр, нийгмийн эрсдэлийг** хөрөнгө оруулалтын шийдвэр гаргахдаа зайлшгүй авч үзэх шаардлагатай юм.

4.Технологи

Технологи хөгжихийн хэрээр хөрөнгийн зах зээлд оролцох боломж улам бүр нэмэгдэж, хүн бүр онлайнаар вебсайт болон утасны аппликейшн ашиглан бирж дээр арилжаалагдаж байгаа өөрийн сонирхож буй компанийн бонд, хувьцаа, ХБҮЦ болон бусад нээлттэй бүтээгдэхүүнийг худалдан авах, худалдах нөхцөл боломж улам бүр нэмэгдэж байгаа нь хөрөнгийн зах зээлийн хөгжилд эерэг нөлөөтэй байна.

Үнэт цаасны компаниуд өөрсдийн харилцагч нартаа мэдээлэл түгээх суваг, хурдаа тогтмол нэмэгдүүлж байна. Мөн хувьцаат компаниуд тайлант хугацааны үйл ажиллагаа, санхүүгийн тайлангаа хөрөнгө оруулагчдад ил тод, нээлттэй, тэгш байдлаар түгээхдээ олон нийтийн мэдээллийн хэрэгсэл, сошиал сувгуудыг идэвхтэй ашиглаж байна.

5.Хууль, эрх зүй

5.1. Монгол Улсын 2024 оны төсвийн тухай хуулийн 1-р хавсралтад нүүрсний экспортын хэмжээг 60.0 сая тонн байхаар тусгасан байна.

5.2. Монгол Улсын хөгжлийн 2024 оны төлөвлөгөө батлах тухай 2023 оны 05 дугаар сарын 30 өдрийн УИХ-ын 39 дугаар тогтоолын 1 дүгээр хавсралтад тусгасан Монгол Улсын 2024 онд баримтлах бодлогын тэргүүлэх чиглэл 8 чиглэлийн 1.1-д нүүрсний экспортын биет хэмжээг 50 сая тоннд /бусад/ хүргэж, уул уурхайн салбарын экспортыг нэмэгдүүлнэ, энэ хүрээнд буюу дээрх тогтоолын 1.1.1-д экспортын биет хэмжээг нэмэгдүүлэх авто зам, төмөр зам, төмөр замын холболтын төслүүдийг хэрэгжүүлж, тээврийн салбарын ачаа тээвэрлэх хүчин чадлыг нэмэгдүүлнэ, мөн 1.1.2-т хилийн боомтуудын ачаа болон зорчигч нэвтрүүлэх, логистикийн үйлчилгээний хүчин чадлыг нэмэгдүүлэх төслүүдийг хэрэгжүүлнэ хэмээн тус тус тусгасан байна.

5.3. Засгийн газрын 2020-2024 оны үйл ажиллагааны хөтөлбөрийн 3.2-т заасныг хэрэгжүүлэх зорилгоор 2022 оны 12 дугаар сарын 14-ний өдрийн 466 тоот тогтоолоор “Экспортод гаргах нүүрсний нээлттэй цахим арилжааны журам”-ыг баталснаар 2023 оны 01 дүгээр сараас эхлэн нүүрсний арилжаа МХБ-ээр дамжин арилжаалагдаж эхэлсэн юм.

5.4. Мөн УИХ-аас 2022 оны 12 дугаар сарын 23-ны өдөр “Уул уурхайн бүтээгдэхүүний биржийн тухай” хуулийг баталсан бөгөөд хуулийн хэрэгжилт 2023 оны 06 дугаар сарын 30-ны өдрөөс эхлэн хэрэгжиж эхлээд байна.

5.5. 2023 оны 02 дугаар сарын 08-ны өдрийн Засгийн газрын хуралдааны шийдвэрийг танилцуулах хэвлэлийн хурлын үеэр УУХҮ-ийн сайд Ж.Ганбаатар хэлэхдээ Уул уурхайн биржийг тусад нь байгуулах нь 30 гаруй тэрбум төгрөгийн санхүүжилт, боловсон хүчин шаардагдах учир Монголын хөрөнгийн биржийг түшиглэн байгуулах болсон тухай мэдэгдсэн. Мөн 2023 онд эскпортлохоор төлөвлөж буй нүүрсний 1/3-ийг, ирэх 3 жилд багтаан нүүрсээ 100% биржээр борлуулахаар Засгийн газар ажиллаж байгаа бөгөөд боомтын хүчин чадлаас үүдэн бүгдийг нь биржээр зарж чадахгүй байгаа тухай мэдээлэл хийсэн юм.

Тиймээс эдгээр батлагдсан хууль, тогтоол, журмууд нь Тавантолгой ХК-ийн нүүрсний экспортын биет хэмжээг нэмэгдүүлэх, нүүрсний борлуулалтын үнийг зах зээлийн ханшинд ойртуулах томоохон боломжийг бий болгож байна.

6.Байгаль орчин

Хөрөнгийн зах зээлд ESG буюу байгаль орчин, нийгэм, засаглал (БОНЗ) -ын үнэлгээг нэн тэргүүнд тавих хандлага улам бүр нэмэгдэхийн хэрээр бизнесийн үйл ажиллагаандаа ч, хөрөнгө оруулалт хийхдээ ч эдгээр хүчин зүйлсийг чухалчлан үздэг болсон байна. Тиймээс Санхүүгийн Зохицуулах Хорооны 2022 оны 03-р сарын 23-ны өдрийн 145-р тогтоолоор шинэчлэн батлагдсан “Компанийн засаглалын кодекс”, Монголын Хөрөнгийн Биржийн Гүйцэтгэх Захирлын 2022 оны 06-р сарын 09-ний өдрийн А/58 тоот тушаалаар баталсан “Компанийн засаглалын кодекс”-ийг үнэлэх аргачлалын дагуу нээлттэй компаниудын ТУЗ-өөс энэхүү үнэлгээг хийж хүргүүлдэг болсон. Энэхүү Компанийн засаглалын үнэлгээний тайлан нь нээлттэй компаниудын засаглал, дотоод хяналт, хянан нийцүүлэлтийн зарчмуудыг хэрэгжүүлэхэд томоохон түлхэц болж байна.

Уул уурхайн салбарын хувьд энэхүү асуудал хурцаар тавигддаг төдийгүй нийгмийн хүчтэй эсэргүүцэлтэй тулах нь цөөнгүй

байдаг. Тиймээс нэн тэргүүнд тээвэрлэлтийн асуудлыг, тэр дундаа төмөр зам, авто замын тээвэрлэлтийн асуудлуудыг шийдвэрлэх нь чухал болоод байна. Учир нь шороон замаар тээвэрлэлт хийх нь байгаль орчинд их хэмжээний тоосжилт үүсгэж, нутгийн иргэдийн амьдрах орчин, бэлчээрийг сүйтгэх, үүнээс үүдэлтэй нутгийн иргэдийн эсэргүүцэл, хөдөлгөөн нь нүүрсний тээвэрлэлтэд саад учруулж, тасалдал бий болгох эрсдэлтэй юм. Мөн засаглалын асуудлыг илүү нухацтай авч үзэх, **улс төрийн нөлөө, оролцоог бууруулах** нөхцөлийг бүрдүүлэх нь нэн чухал байна.

САЛБАРЫН СУДАЛГАА

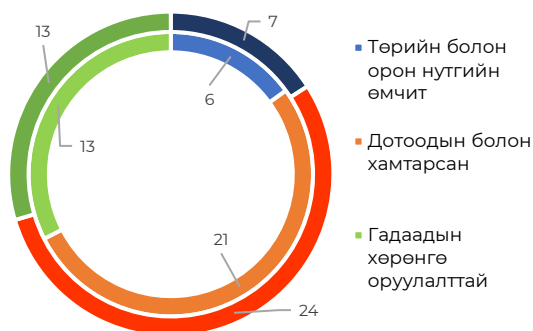
1. Нүүрсний зах зээлийн судалгаа

2021 оны 01 дүгээр сарын 01 өдрийн байдлаар нүүрсний 40 аж ахуйн нэгжийн 44 уурхай идэвхтэй үйл ажиллагаа явуулж байгаагаас чулуун нүүрсний 29, хүрэн нүүрсний 15 уурхай байна.

Үүнд:

1. Төрийн болон орон нутгийн өмчит 6 аж ахуйн нэгжийн 7 уурхай,
2. Дотоодын болон хамтарсан 21 аж ахуйн нэгжийн ААН 24 уурхай,
3. 100% гадаадын хөрөнгө оруулалттай 13 аж ахуйн нэгжийн 13 уурхай идэвхтэй үйл ажиллагаа явуулж байна.

Зураг №5. Аж ахуй нэгж, уурхайн мэдээлэл



Эх сурвалж: (АМГТГ, 2021)

Хүснэгт №5. Стратегийн ач холбогдол бүхий нүүрсний ордууд /МУ-ын Их Хурлын 2007 оны 27 дугаар тогтоол/

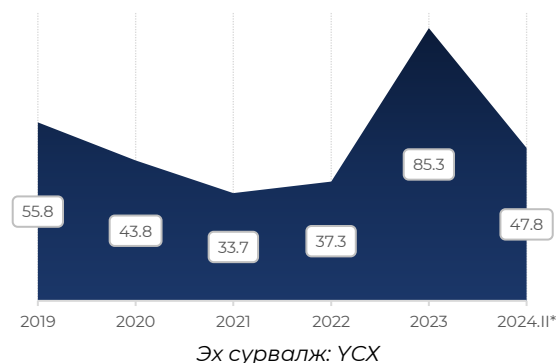
№	Ордын нэр	Аж ахуйн нэгж	Олборлолтын хүчин чадал /мян.тн/	Нүүрс экспортолж байгаа боомт
1	Тавантолгой	Эрдэнэс-Тавантолгой ХК	35,000	Гашуун сухайт
		Тавантолгой ХК	15,000	Гашуун сухайт

		Энержи Ресурс ХХК	10,000	Гашуун сухайт
2	Нарийн сухайт	Монголын алт МАК ХХК	8,000	Шивээ хүрэн
		Хүрэн толгой коал майнинг ХХК	2,000	Шивээ хүрэн
		Саусгоби сэндс ХХК	9,000	Шивээ хүрэн
		Өсөх зоос ХХК	3,500	Шивээ хүрэн
3	Багануур	Багануур ХК	4,000	-
4	Шивээ-Овоо	Шивээ овоо ХК	2,000	-

Эх сурвалж: (Ашигт малтмал, газрын тосны газрын вэбсайт)

Монгол Улсын сүүлийн 5 жилийн хугацаанд олборлосон нүүрсний биет хэмжээг (сая тонн) дараах зурагт харуулав.

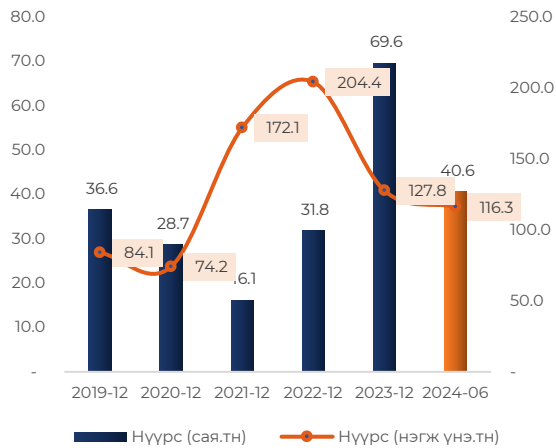
Зураг №6. МУ-ын нүүрс олборлолтын хэмжээ, сая тонноор



Эх сурвалж: УСХ

Үүнээс харахад 2023 онд хамгийн өндөр буюу 85.3 сая тонн олборлолт хийсэн бол 2024 оны эхний хагас жилийн олборлолтын хэмжээ 47.8 сая тонн байгаа нь 2020-2022 онуудын жилийн олборлолтын хэмжээнээс давсан үзүүлэлт болж байна. Үүнээс харахад энэ оны эцэс гэхэд нүүрс олборлолтын хэмжээ 95.6 сая тонн-д хүрэх магадлал өндөр бөгөөд энэ нь түүхэн дээд үзүүлэлт болохоор байна.

Зураг №7. Нүүрс экспортын хэмжээ, нэгж үнэ (дундаж)

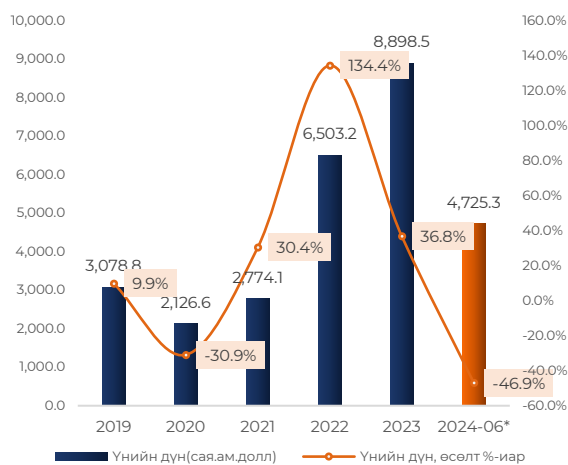


Эх сурвалж: Үндэсний статистикийн хороо

МУ-ын нүүрс экспортын хэмжээ 2023 онд 69.6 сая тоннд хүрсэн нь түүхэн дээд үзүүлэлт болсон бөгөөд энэ нь МУ-ын төсвийн тухай хуульд заасан 36.5 сая тонн нүүрс борлуулах төсөөллөөс даруй 90.7%-иар давж биелсэн дүн юм.

Харин Ковид-19 цар тахлын нөлөөгөөр нүүрс борлуулалтын хэмжээ 2020 онд 17.9%-иар, 2021 онд 29.4%-иар тус тус буурсан ч 2022 онд эргэн сэргэж, 44.8%-ийн өсөлтийг, 2023 онд 118.9%-ийн өсөлтийг тус тус үзүүлээд байна. Энэ жилийн хувьд ч мөн адил МУ-ын төсвийн тухай хуульд нүүрс экспортын төсөөллийг 50.0 сая тоннд хүргэхээр тусгасан бол 2024 оны эхний хагас жилийн байдлаар 40.6 сая тоннд хүрсэн нь 81.2%-ийн гүйцэтгэлтэй байгааг харуулж байна.

Зураг №8. Нүүрс экспортын тоо хэмжээ болон үнийн дүн

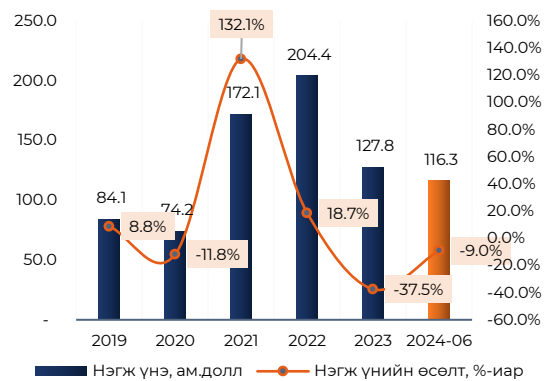


Эх сурвалж: Үндэсний статистикийн хороо

Түүхэн өгөгдлөөс харахад нүүрс экспортын хэмжээ оны 2-р хагаст эхний хагас жилийн дүнгээс давах хандлагатай байдаг. Ийнхүү экспортын хэмжээ эрс нэмэгдсэн нь гадаад худалдааны тэнцэл эерэг байх, тэр дундаа валютын ханш 2023 он гарснаас хойш тогтвортой байх суурь нөхцөлийг бүрдүүлж байна.

Нүүрсний экспортын борлуулалтын үнийн дүн 2023 онд түүхэн дээд хэмжээндээ буюу 8,898.5 сая ам.долларт хүрсэн нь өмнөх оны мөн үеэс 36.9%-иар нэмэгдсэн үзүүлэлт юм. Энэ нь ковидын дараах улс орнуудын эдийн засгийн идэвхжилт, нийлүүлэлтийн сүлжээний доголдол, Орос-Украины дайн зэрэг асуудлуудаас үүдсэн түүхий эдийн үнийн өсөлтөөс шууд хамааралтай байсан гэдгийг дараах зураг №9-с харж болохоор байна.

Зураг №9. МУ-ын нүүрсний экспортын дундаж үнэ (USD)



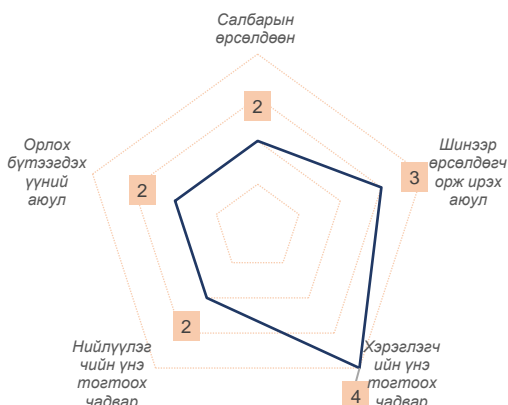
Эх сурвалж: (Үндэсний Статистикийн Хороо, 2024)

Экспортын дундаж үнэ 2020 оноос 2021 онд 132.1%-иар, 2022 онд 18.7%-иар тус тус нэмэгдсэн бол 2023 онд 37.5%-иар, 2024 оны эхний 6 сарын дундаж үнэ өмнөх оны дундаж ханштай харьцуулахад 9.0%-иар тус тус буураад байна. Харин 2024 оны эхний хагас жилийн дундаж үнэ ковид-19 цар тахлын өмнөх үе буюу 2019 оны ханшнаас 38.3%-иар өндөр байгааг анзаарах нь зүйтэй.

Монгол улсын хувьд 2023 оны эхний хагаст нийт 7.9 тэрбум ам.долларын экспорт хийсэн бөгөөд үүний 4.7 тэрбум ам доллар буюу 59.5%-ийг нүүрсний экспортоос олсон байна. Үүнээс харахад Монгол улсын эдийн засагт уул уурхайн салбар, тэр дундаа нүүрсний экспорт ямар чухал нөлөөтэй болохыг энэхүү статистик бидэнд харуулж байна.

ПОРТЕРИЙН 5 ХҮЧНИЙ СУДАЛГАА

Зураг №10. Портерийн 5 хүч



1. Өрсөлдөгчийн судалгаа

Өрсөлдөөнийг дотоод ба гадаад 2 түвшинд авч үзсэн бөгөөд ингэснээр салбарын өрсөлдөөний мэдээллийг авахад илүү дөхөм гэж үзлээ.

1.1. Дотоод борлуулалт

2021 оны 01 дүгээр сарын 01 өдрийн байдлаар нүүрсний 40 аж ахуйн нэгжийн 44 уурхай идэвхтэй үйл ажиллагаа явуулж байгаагаас чулуун нүүрсний 29, хүрэн нүүрсний 15 уурхай үйл ажиллагаа явуулж байсан бол 2023 оны 06 дугаар сарын байдлаар 41 уурхай идэвхтэй үйл ажиллагаа явуулж байгаа тухай Ашигт малтмал, газрын тосны газар (АМГТГ)-ын албан ёсны цахим хуудсанд мэдээлсэн байна.

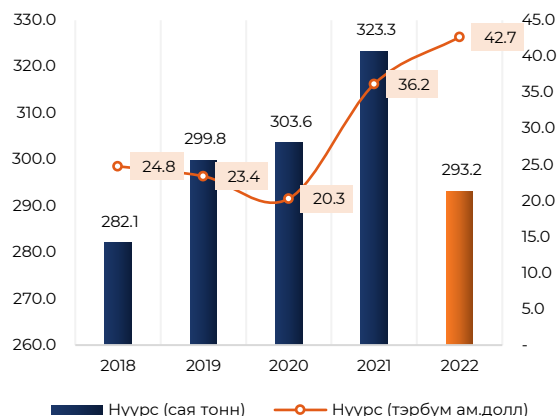
Монгол улсын хувьд сүүлийн 5 жилийн дунджаар нийт борлуулсан нүүрсний 25.4% орчмыг дотоод борлуулалт, үлдсэн хувийг экспорт эзэлж байна.

Харин Тавантолгой ХК-ийн хувьд сүүлийн 5 жилийн борлуулалтын голч үзүүлэлтээр 88.3%-ийг экспортод гаргадаг нь тус компанийг илүүтэй экспортод чиглэсэн үйл ажиллагаа эрхэлдэг болохыг харуулж байна. Учир нь уурхайн газарзүйн байршил болох "Тавантолгой" нүүрсний бүлэг орд газар нь хилийн Гашуун сухайт боомтоос 240 орчим км-т байрладаг нь нүүрсний гол худалдан авагч БНХАУ-ын хилд харьцангуй ойрхон байршил юм. Тиймээс тус компанийн хувьд дотоодын өрсөлдөөнөөс илүүтэй гадаад өрсөлдөөн борлуулалтын орлогод нөлөөлөх магадлал өндөр байхаар харагдаж байна.

1.2. Гадаад борлуулалт

Манай улсын хувьд хамгийн сүүлийн буюу 2024 оны 06 сарын статистик мэдээллээр нийт экспортын 92.7%-ийг БНХАУ-тай хийсэн бөгөөд үүний 59.3%-ийг нүүрсний экспорт бүрдүүлж байгаа нь энэ салбарын гол худалдан авагч БНХАУ-ын аж ахуй нэгжүүд гэдгийг харуулж байна.

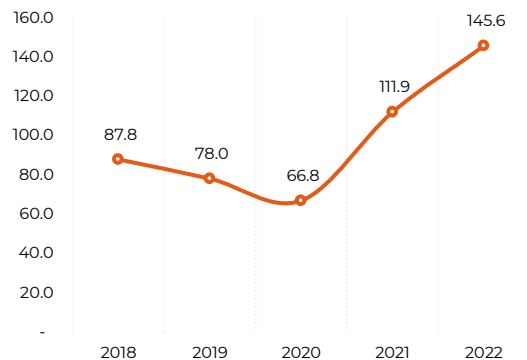
Зураг №11. БНХАУ-ын нүүрс импортын мэдээ



Эх сурвалж: БНХАУ-ын үндэсний статистикийн хороо

Зураг №11-с харахад БНХАУ-ын нүүрсний импортын биет хэмжээ 2018-2021 онуудад тогтмол өсөлттэй буюу жилд дунджаар 4.6%-ийн (CAGR) өсөлттэй байсан бол 2022 онд 9.3%-иар буурч 293.2 сая тоннд хүрсэн байна. Экспортын хэмжээ ийнхүү савлагаатай байгаа нь олон улсын зах зээл дээрх түүхий эдийн үнийн цикл, БНХАУ-ын түүхий эдийн хэрэглээний өөрчлөлт, дотоодын олборлолтын хүчин чадал, гол нийлүүлэгч орнуудын (Индонез, Австрали, Монгол) улс төрийн харилцаа зэрэг олон хүчин зүйлээс хамаарч байна.

Зураг №12. БНХАУ-ын нүүрс импортын дундаж үнэ (USD/тонн)

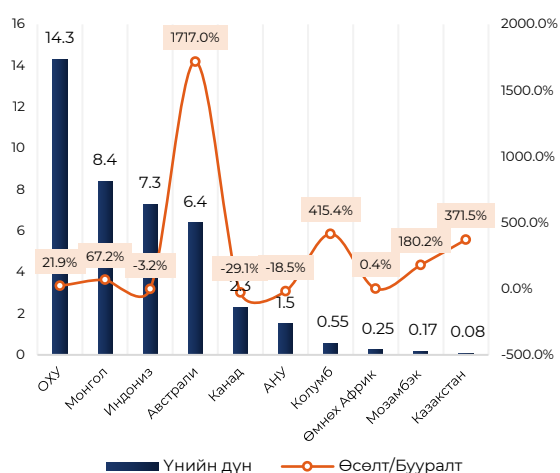


Эх сурвалж: БНХАУ-ын үндэсний статистикийн хороо

Харин 1 тонн нүүрсний дундаж үнэ эхний 3 жил дараалан буурч байсан бол 2021 онд 67.5%-иар огцом өсөж, 112 ам.долларт, 2022 онд 30.1%-иар өсөж, 145.6 ам.долларт хүрснийг Зураг №12-аас харж болохоор байна.

Одоогоор 2023 оны албан ёсны нүүрсний статистик мэдээлэл нийтлэгдээгүй байгаа бөгөөд өнгөрсөн жилийн МУ-ын экспортын дундаж ханш болон олон улсын зах зээлийн ханшаас харахад энэ тоо нэмэгдэх магадлал өндөр байна.

Зураг №13. БНХАУ-ын нүүрс импортын мэдээ, улсаар, үнийн дүнгээр, 2023, (тэрбум ам.доллар)



Эх сурвалж: www.worldstopexports.com/coal-import

Харин “World’s Top Expert”-ийн бэлтгэсэн мэдээллээр БНХАУ нь 2023 онд нийт 41.4 тэрбум ам.долларын нүүрс импортолсон бөгөөд Зураг №13-т үзүүлсэн топ-10 улс нийт импортын 99.9%-ийг бүрдүүлж байгаа тухай мэдээлсэн байна. ОХУ-ын хувьд нийт импортын 34.6%-ийг дангаар хангаж байгаа нь 2022 оны дүнгээс 21.9%-иар өссөн үзүүлэлт болж байгаа бол Индонез улсын хувьд дотоодын нүүрсний хэрэгцээ нэмэгдсэнээс үүдэн өнгөрсөн оны үзүүлэлтээс 3.2%-иар буурсан байна. Харин Монгол улсын хувьд 8.4 тэрбум долларын борлуулалт хийсэн нь БНХАУ-ын нийт импортын 20.3%-ийг эзэлж байгаа бөгөөд өнгөрсөн оны мөн үетэй харьцуулахад 67.2%-иар өссөн байна. Дэлхийн нүүрсний топ экспортлогч Австрали улсын хувьд БНХАУ-тай геополитикийн асуудлаас үүдэн 2020 оны эцсээс албан бус хоригт орсон учир тус улс руу хийх экспортын хэмжээ 2022 онд 66.0% хүртэл буураад байсан бол 2023 оны хувьд эргэн сэргэж, 1,717.0%-иар нэмэгдсэн байна.

2. Шинээр өрсөлдөгч орж ирэх аюул

2023 онд нүүрсний эрэлт 2.6%-иар нэмэгдэж, 8.7 тэрбум тоннд хүрсэн нь бүх цаг үеийн оргил түвшин бөгөөд энэхүү үзүүлэлт 2024, 2025 онд ч хадгалагдах магадлал өндөр байна хэмээн Олон Улсын Эрчим Хүчний Агентлагийн 2024 оны хагас жилийн тайланд дурдсан байна.

Манай улсын нүүрсний экспортын гол хэрэглэгч болох БНХАУ-ын нүүрсний эрэлт тус онд 6%-иар нэмэгдсэн нь нийт эрэлтэд томоохон нөлөө үзүүлсэн бөгөөд 2024 онд нар, салхины эрчим хүчний тэлэлт нэмэгдсэнтэй холбоотойгоор өсөлтийн хурд нь саарч магадгүй байна.

Гэсэн хэдий ч БНХАУ-ын үйлчилгээний болон аж үйлдвэрийн салбарын сэргэлтийн нөлөөгөөр эрчим хүчний хэрэглээ өсөн нэмэгдсээр байна.

Мөн цаг уурын өөрчлөлт, үүнээс улбаалсан байгалийн гамшигт үзэгдлийн тоо нэмэгдсээр байгаа нь нар, салхины эх үүсвэрийн тогтвортой байдалд сөргөөр нөлөөлж, нүүрсийг тус улсын эрчим хүчний болон аж үйлдвэрлэлийн голлох эх үүсвэр хэвээр байх үндэс болсоор байна.

Хятад, Энэтхэг, Индонез (Дэлхийн нийт нүүрсний 70.0%-ийг үйлдвэрлэдэг) зэрэг нүүрсний томоохон хэрэглэгч, үйлдвэрлэгч улсуудын нүүрснээс хамаарах хамаарал өндөр хэвээр байгаа бол АНУ, Европын холбоо, Япон, Өмнөд Солонгос зэрэг хөгжингүй улсуудын хэрэглээ буурсаар байна.

Үнийн хувьд инфляцын нөлөө, ОХУ-д тавигдсан хориг арга хэмжээ болон бусад хүчин зүйлсийн нөлөөгөөр цар тахлаас өмнөх үетэй харьцуулахад харьцангуй өндөр байгаа ч цаашид тогтворжих хандлага ажиглагдаж байна.

3. Хэрэглэгчийн үнэ тогтоох чадвар

2022 оны эхээр нийлүүлэлтийн болон дээр дурдсан хэд хэдэн шалтгааны улмаас нүүрсний эрэлт нэмэгдэж, үнэ дэлхийн зах зээл (ARA & New Castle prices) дээр огцом өсөж, 1 тонн тутамд 400 ам.долларын ханшийг даваад байсан юм. Харин Өмнөд Хятадын South China CFR (5500 kcal/kg) үнэ оны турш 1 тонн тутамд 119 ам.доллар орчимд байсан байна.

Энэхүү өндөр эрэлт, өндөр үнэ нүүрсний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлснээр 2022 оны эцсээр ханш унаж эхэлсэн байна. Үүн дээр байгалийн хийн үнэ буурч, Европын холбоо

татаас өгч эхэлсэн, ОХУ дайны нөхцөл байдлаас үүдэн хориг арга хэмжээнд орсноор нүүрсээ хямдралтай үнээр зарж эхэлсэн зэрэг нь **нэрмээс** болоод байна. Нүүрсний үнэ өндөр байх үед дотоодын үйлдвэрлэлээ нэмэгдүүлж байсан БНХАУ, БНЭУ зэрэг улсууд үнэ буурмагц импортоо нэмэгдүүлж эхэлсэн байна.

Дэлхийн банкны 2023 оны 4 дүгээр сард хийсэн түүхий эдийн зах зээлийн төлөв байдлын тухай судалгаанд нүүрсний үнийг 2023 онд 42% орчим, 2024 онд 23% орчмоор буурах ч 2015-2019 оны дунджаас хавьгүй өндөр байна хэмээн дүгнэсэн байна. Харин БНХАУ-ын хувьд аж үйлдвэрлэлийн салбарын сэргэлттэй (2023 оны эхний хагас жилд өнгөрсөн оны мөн үеэс 3.8% өссөн) холбоотойгоор нүүрсний эрэлт цаашид ч эрчимтэй (Гангийн үйлдвэрлэл 2023 оны эхний хагас жилд өнгөрсөн оны мөн үеэс 4.4% өссөн) нэмэгдэхээр байна хэмээн тусгасан байна.

Түүнчлэн 2022 оны 10 дугаар сарын 16-ны өдөр зохион байгуулагдсан БНХАУ-ын Коммунист намын 20 дугаар их хурлын тайлангийн 4 дүгээр бүлгийн 4 дэх хэсэг буюу бүсчилсэн хөгжлийг дэмжих бодлогын хүрээнд “баруун бүс нутгаа далайцтайгаар хөгжүүлэх, төвийн бүс нутгийн хөгжлийг хурдасгах” зэрэг асуудлуудыг дурдсан нь газарзүйн байршлын хувьд манай улсын хилтэй ойр байхаар байгаа юм.

Мөн БНХАУ-ын үндэсний статистикийн хорооны мэдээгээр тус улсын 2024 оны 8 дугаар сарын инфляцын түвшин 0.6%-тай гарсан ба хэрэглээний үнийн индексийн сагсыг бүрдүүлэгч салбаруудыг авч үзэхэд тээвэр, харилцаа холбооны салбарын дүн өнгөрсөн оны мөн үетэй харьцуулахад 2.7%-иар буурсан байна.

4. Нийлүүлэгчийн үнэ тогтоох чадвар

Монгол Улсын хувьд экспортод гаргаж буй нүүрснийхээ тодорхой хувийг уул уурхайн биржээр дамжуулан хийхээр болсон нь нүүрсний үнэ тогтолтыг харьцангуй олон улсын ханшинд ойртуулах боломжийг бий болгож байна. 2023 оны эхний хагас жилд уул уурхайн биржээр 486 багцын 3.1 сая тонн нүүрсийг 1.3 их наяд төгрөгөөр, 2024 оны эхний хагас жилд 5.9 их наяд төгрөгийн 14.6 сая тонн нүүрсийг арилжаалсан бөгөөд энэхүү арилжаанд 190 орчим бүртгэлтэй худалдан авах санал гаргагч оролцсон байгаа нь нийлүүлэгчийн үнэ тогтоох

чадварыг нэмэгдүүлж байгаа чухал хүчин зүйл болж байна хэмээн үзэж байна. Түүнчлэн биржээр зохион байгуулсан **арилжааны үнэ ихэнх тохиолдолд анхны үнээсээ өсөж хаагдсан** тухай Монголын хөрөнгийн биржийн сайтад нийтлэгдсэн “арилжааны мэдээ”-ээс харж болохоор байна.

5. Орлох бүтээгдэхүүний аюул

Нүүрсний хэрэглээг орлох бүтээгдэхүүн нь байгалийн хий, сэргээгдэх эрчим хүч, атомын цахилгаан станц зэрэг юм.

2023 онд АНУ-ын нүүрсний хэрэглээ 17.3%-иар буурч, 468.2 сая тонн, Европын холбооны нүүрсний хэрэглээ 22.5%-иар буурч, 457.8 сая тоннд тус тус хүрсэн ба цаашид ч энэхүү үзүүлэлт буурах төлөвтэй байна.

АНУ болон Европын холбооны улсуудын хэрэглээний бууралт нь эрчим хүчний хэрэглээ багассан, сэргээгдэх эрчим хүчний тэлэлт нэмэгдсэн, АНУ-д байгалийн хийн үнэ хямд байгаа болон Европын холбооноос өрхүүддээ эрчим хүчний татаас олгосон зэрэгтэй холбоотой бөгөөд цаашид ч энэхүү хандлага хадгалагдах төлөвтэй байна. Түүнчлэн Япон, Өмнөд Солонгос, Австрали, Канад зэрэг өндөр хөгжилтэй улсуудын нүүрсний хэрэглээ буурах хандлагатай байна.

Харин БНХАУ, БНЭУ, Индонез зэрэг нүүрсний томоохон хэрэглэгч улсуудын хэрэглээ тогтмол нэмэгдэж байгаа бөгөөд энэ нь бидний хувьд **сайн мэдээ** юм. Учир нь дэлхийн нийт нүүрсний хэрэглээний 50 гаруй хувийг БНХАУ дангаараа хэрэглэдэг бөгөөд үүн дээр Энэтхэг улсыг нэмбэл ердөө энэ 2 улсын хэрэглээ дэлхийн нүүрсний хэрэглээний 70 орчим хувийг бүрдүүлэх юм. Мөн манай улсаас БНХАУ руу гаргадаг нүүрсний дийлэнх хэсгийг коксжих төрлийн нүүрс эзэлдэг бөгөөд эдгээр нь гангийн үйлдвэрлэлийн үндсэн хэрэглээ юм.

КОМПАНИЙН СУДАЛГАА

1. Ерөнхий

Тавантолгойн уурхайг 1890-д оноос урчууд төмөр хайлуулах, уяраах зорилгоор ашиглаж эхэлсэн бөгөөд 1966 оноос эхлэн үйлдвэрийн аргаар ашиглаж эхэлсэн байна.

2015 онд компанийн 276.9 га талбайд 195.4 сая тонн нүүрсний нөөц батлуулсан бөгөөд жилд 5-10 сая тонн нүүрс олборлон, борлуулах хүчин чадалтай уурхай юм.

Компанийн түүхэн үзүүлэлтээс харахад 2011 онд хамгийн өндөр буюу 6.2 сая тонн нүүрс экспортолсон бол сүүлийн 5 жилийн дунджаар 2.1 сая, голч үзүүлэлтээр 2.2 саяын экспортын борлуулалтыг тус тус хийсэн байна.

Харин тус компанийн экспортын борлуулалт сүүлийн 5 жилийн дунджаар Монгол улсын нийт нүүрсний экспортын 6.2%-ийг, голч үзүүлэлтээр 6.0%-ийг тус тус бүрдүүлсэн байна.

2. Хувьцаа эзэмшигчдийн бүтэц

Компани нь Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн төвөөс 2024 оны 08 дугаар сарын 30-ны өдрийн байдлаар татан авсан мэдээллээр нийт 3,527 хувьцаа эзэмшигчтэй байна.

Хүснэгт №6. Нөлөө бүхий хувьцаа эзэмшигчид

№	Овог нэр	Эзэмшиж буй %
1	Орон нутгийн өмч	51.0%
2	Ажнай корпораци ХХК	19.8%
3	Шандас Импекс ХХК	16.3%
4	Олон нийт	12.9%

Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК ү/а тайлан)

3. Компанийн хүний нөөц

Компани нийт 286 ажилчидтай, гэрээт болон туслан гүйцэтгэгч 83 компани, аж ахуйн нэгжтэй хамтран ажилладаг байна.

4. Компанийн хувь оролцоо бүхий компани

Хүснэгт №7. Хөрөнгө оруулалттай компани

№	Компанийн нэр	Хувь
1	Гашуунсухайтын төмөр зам ХХК	20.0%
2	Бүтээн байгуулалт корпораци	8.0%
3	Гашуунсухайтын авто зам ХХК	17.0%

Эх сурвалж: (Тавантолгой ХК-ын албан ёсны цахим хуудас)

5. Бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ

Хүснэгт №8. Бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ

№	Бүтээгдэхүүн	Хувь /ойролцоо/
1	Коксжих нүүрс	55-80%
2	Сул коксжих нүүрс	10-20%
3	Эрчим хүчний нүүрс	5-10%
4	Дотоод хэрэглээнд	3-8%

Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК ү/а тайлан)

Хүснэгт №8-с харахад 75-85 орчим хувь нь коксжих төрлийн нүүрс эзэлж байгаа бол үлдсэн хувийг эрчим хүчний болон дотоодод худалдан борлуулах зориулалт бүхий нүүрс эзэлж байна.

6. Компанийн SWOT шинжилгээ

6.1. Давуу тал

Тавантолгой орд газрын газарзүйн байршил нь Гашуунсухайт – Ганцмод хилийн боомтод ойрхон буюу 240 орчим км-ын зайд байрладаг нь нийт олборлолтынхоо 95%-ийг экспортод гаргадаг тус компанийн хувьд томоохон давуу талыг үүсгэж байна.

Түүнчлэн тухайн ордоос олборлож буй нүүрсний 75-85 орчим хувийг коксжих төрлийн нүүрс эзэлдэг тухай дээр дурдсан билээ. Энэ нь эрчим хүчний нүүрстэй харьцуулахад харьцангуй өндөр үнэтэй зарагддаг металлургийн салбарын үндсэн хэрэглээний нэг юм.

Мөн тус компани нь 2014 онд Гашуунсухайтын төмөр зам ХХК болон Гашуунсухайтын авто зам ХХК-иудад хөрөнгө оруулж, тус бүрийн 20.0% болон 17.0%-иудыг эзэмшдэг болсон нь нүүрсний салбарын голлох зардлуудын нэг болох тээврийн зардлыг бууруулах, ингэснээр нэгж бүтээгдэхүүнд ногдох ашгийн түвшнийг нэмэгдүүлэх боломжийг бий болгох юм.

6.2. Сул тал

Компанийн удирдах албан тушаалд ажиллаж байсан болон компанийн нөлөө бүхий хувьцаа эзэмшигчидтэй холбоотой зарим хүмүүсийг “нүүрс”-ний гэх тодотгол бүхий хэрэгт холбогдуулан шалгаж байгаа нь энэхүү компанийн нийгэм дэх байр суурь, нэр хүндэд халтай бөгөөд магадгүй зах зээл дээрх хөрөнгө оруулагчдын дунд сөрөг ойлголт үүсгэх эрсдэлтэй юм.

Энэ хүрээнд Засгийн газраас ХЗДХ-ийн Төрийн нарийн бичгийн даргыг тус компанид бүрэн эрхт төлөөлөгчөөр хагас жилийн хугацаатайгаар томилсон ба иймэрхүү асуудал удаа дараа давтагдвал тухайн салбарын туршлага бага, мэргэжлийн бус хүн компанийг удирдсанаар засаглалын хямрал үүсэж, бизнесийн хэвийн үйл ажиллагааг алдагдуулах сөрөг үр дагавар үүсгэх магадлалтай байж болох юм.

Хүснэгт №9. SWOT шинжилгээ

Давуу тал	Сул тал
Газарзүйн байршил, Ордын бүтээгдэхүүний чанар, Тээвэрлэлт хийх төмөр зам болон авто замын компаниудад хөрөнгө оруулж тээвэр, дэд бүтцийн асуудлаа шийдсэн байдал	Компанийн засаглал сул, Улс төрийн нөлөө их, Орон нутгийн өмч давамгайлсан

Боломж	Аюул
Уул уурхайн бирж ашиглалтад орсон, Боомтын нэвтрүүлэх хүчин чадал сайжруулах ажлууд хийгдэж байгаа, Төмөр замын хилийн холболтоос бусад хэсэг нь баригдсан, Нүүрсний үнийн хэлбэлзлээс хамгаалах үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл ашиглах боломж УУББ байгуулагдсанаар нээгдэж байгаа.	Хил гаалийн хорио цээр тогтоох, Улс төрийн эрсдэл, Сэргээгдэх эрчим хүч давамгайлж, нүүрсний хэрэглээг бууруулах, БНХАУ-ын түүхий эдийн хэрэглээ буурах,

Эх сурвалж: (Олон нийтэд нээлттэй мэдээлэл, судлаач*)

6.3. Боломж

Уул уурхайн бүтээгдэхүүний биржийн тухай хуулийн дагуу уул уурхайн бүтээгдэхүүнийг зөвхөн **төрийн өмчит биржээр** арилжаалах заалтын хүрээнд МХБ-ээр хийлгэхээр болсон нь маш том боломжийг Тавантолгой ХК-д олгож байна. Учир нь бирж тухайн компанид нүүрсний борлуулалтын үнийг харьцангуй олон улсын биржийн үнээр борлуулах, оффтек гэрээ гэх мэт хаалттай, бага үнийн хэлцэлтэй арилжаа хийх боломжийг хязгаарлаж өгч байгаа юм. Монгол Улсын Засгийн газраас “Шинэ сэргэлтийн бодлого”-ын хүрээнд боомтын хүчин чадлыг нэмэгдүүлэх ажлыг идэвхийлэн хийж байгаа нь энэ салбарын хувьд томоохон боломжийг бий болгох юм.

6.4. Аюул

МХБ-ээр болон бусад гэрээ хэлэлцээрийн хүрээнд худалдан борлуулагдаж байгаа нүүрс нь хил гаалийн хорио цээр, улс төр, шашны зарим асуудлаас үүдэлтэй хил хаах, нүүрс худалдан авахгүй байх зэрэг худалдан авагч талаас ирэх аливаа асуудалд мэдрэг байдаг. Учир нь манай улсын уул уурхайн бүтээгдэхүүний гол худалдан авагч нь БНХАУ бөгөөд 2021-2022 онуудад “О”-Ковид бодлогын хүрээнд тус улстай хийх бараа бүтээгдэхүүний экспорт, импортын үйл ажиллагаанд хүндрэлтэй байдал үүссэн. Мөн биржээр уул уурхайн бүтээгдэхүүнийг экспортлоход чанар, стандартын шаардлага хангасан дэд бүтцийн байгууламжууд, тэр дундаа боомтын терминалууд нэн чухал бөгөөд эдгээр нь цаг хугацаандаа ашиглалтад ороогүй тохиолдолд төлөвлөсөн хэмжээнд хүртэл экспортыг нэмэгдүүлэх боломжгүй болно.

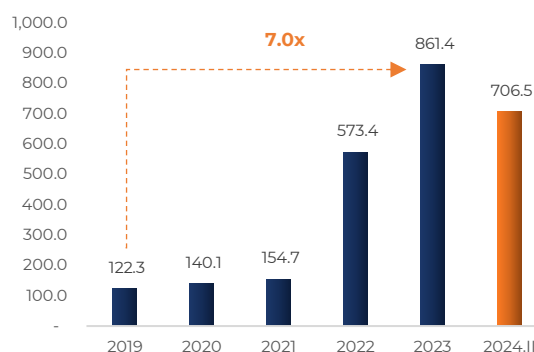
САНХҮҮГИЙН ШИНЖИЛГЭЭ

1. Санхүү байдлын тайлан

1.1. Хөрөнгө

2023 оны жилийн эцсийн байдлаар нийт хөрөнгийн дүн өнгөрсөн оны мөн үеэс 50.2%-иар нэмэгдэж, 861.4 тэрбум төгрөгт хүрсэн бөгөөд өнгөрсөн 5 жилийн хугацаанд тус үзүүлэлт 7.0 дахин өссөн байна. Энэхүү өсөлтийн гол шалтгаан нь нүүрс борлуулалтын хэмжээ өнгөрсөн оны мөн үеэс 11.4%-иар нэмэгдэж, 3.12 сая тонн болсон бөгөөд 1 тонн нүүрсний борлуулалтын дундаж үнэ өнгөрсөн оны мөн үеэс 42.2%-иар нэмэгдэж, 351,700 төгрөг болсон нь голчлон нөлөөлсөн байна.

Зураг №14. Нийт хөрөнгө (тэрбум төг.)



Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

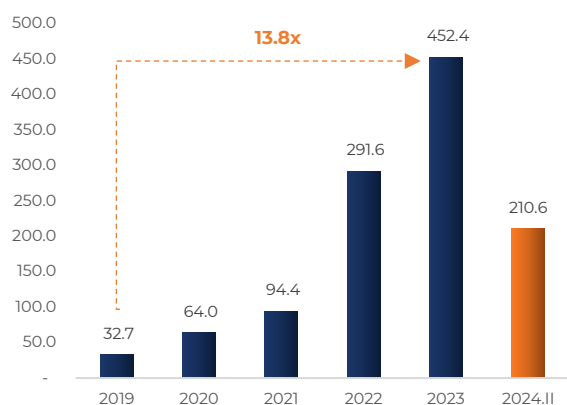
Сүүлийн 5 жилийн нийлмэл дундаж өгөөжийн (CAGR) хувьд эргэлтийн хөрөнгө 68.5%-иар, эргэлтийн бус хөрөнгө 9.9%-иар тус тус өссөн бол нийт хөрөнгө 62.9% өссөн байна.

1.2. Өр төлбөр

Нийт өр төлбөрийн дүн 2023 онд өнгөрсөн оны жилийн эцсийн дүнгээс 55.2%-иар буюу 160.8 тэрбум төгрөгөөр өсөж, 452.4 тэрбум төгрөгт хүрсэн байна. Тус компанийн тайланд сүүлийн 3 жилийн хугацаанд урт хугацаат өр төлбөр бүртгэгдээгүй байна.

Нийт богино хугацаат өр төлбөрийн дүнгийн 62.4%-ийг татварын өглөг, 35.5%-ийг урьдчилж орсон орлого бүрдүүлж байна. Харин 2024 оны эхний хагас жилийн тайланд татварын өрийг 74.8-иар бууруулж, 211.3 тэрбум төгрөгийг татварт төлсөн тухай тусгасан байна.

Зураг №15. Нийт өр төлбөр (тэрбум төгрөгөөр)

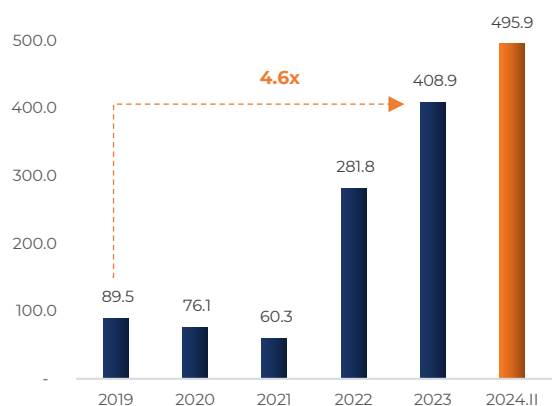


Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

1.3. Эздийн өмч

Эздийн өмч өмнөх жилийн эцэстэй харьцуулахад 127.1 тэрбум төгрөгөөр буюу 45.1%-иар өсөж, 408.9 тэрбум төгрөгт хүрсэн бөгөөд энэхүү өсөлтийн шалтгаан нь хуримтлагдсан ашиг нэмэгдсэнтэй холбоотой байна.

Зураг №16. Эздийн өмчийн дүн (тэрбум төг.)



Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

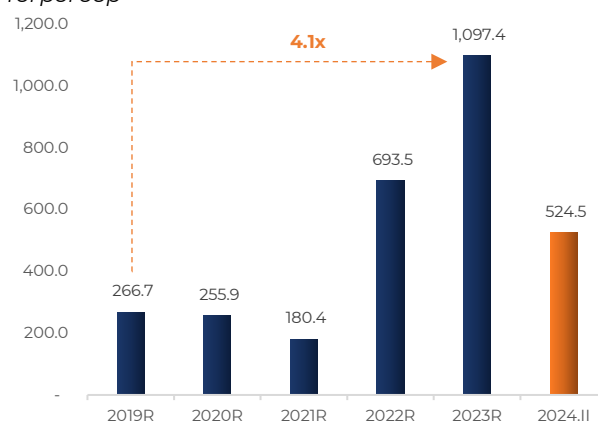
Нийт эздийн өмчийн сүүлийн 5 жилийн нийлмэл дундаж өсөлт (CAGR) 46.2% байгаа бөгөөд энэ дүн өмнөх жилүүдэд харьцангуй тогтвортой явж ирсэн бол 2022, 2023 онуудын борлуулалт болон ашигт ажиллагааны нөлөөгөөр ийнхүү огцом өссөн байна.

2. Орлогын тайлан

2.1. Борлуулалтын орлого

Борлуулалтын орлого өмнөх оны мөн үеэс 403.8 тэрбум төгрөгөөр буюу 58.2%-иар нэмэгдэж, 1,097.4 тэрбум төгрөг болсон бол сүүлийн 5 жилийн нийлмэл дунджаар 42.4%-ийн өсөлт үзүүлсэн байна.

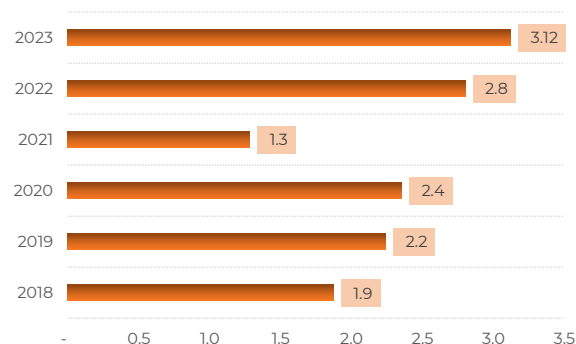
Зураг №17. Борлуулалтын орлогын дүн, тэрбум төгрөгөөр



Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

Тавантолгой ХК нь **коксжих нүүрс, сул коксжих нүүрс, эрчим хүчний болон дотоодын** гэсэн 4 төрлийн нүүрс олборлон борлуулдаг бөгөөд 2023 онд 3.1 сая тонны борлуулалт хийсэн нь 2022 оны жилийн эцсийн дүнгээс 11.4%-иар буюу 0.3 сая тонноор нэмэгдсэн үзүүлэлт юм.

Зураг №18. Борлуулалтын биет хэмжээ (сая.тонн)



Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК ү/а тайлан)

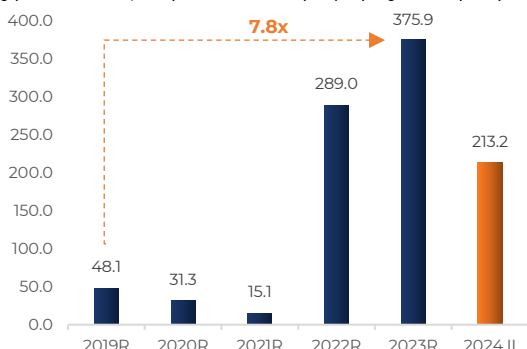
2.2. Цэвэр ашиг

Тавантолгой ХК-ийн цэвэр ашиг 2018-2021 оныг дуустал тогтмол буурч байсан ч 2022 онд өмнөх оноос 273.9 тэрбум төгрөгөөр буюу 19.1 дахин огцом өсөлт үзүүлж, 289.0 тэрбум төгрөгт хүрсэн бол 2023 онд өмнөх оны мөн үеэс 30.1%-иар буюу 86.9 тэрбум төгрөгөөр нэмэгдэж, 375.9 тэрбум төгрөгт хүрсэн байна. Энэхүү цэвэр ашгийн өсөлтийн гол нөлөөлөгч хүчин зүйл нь нүүрсний тонн тутам дахь үнэ олон улсын зах зээл дээр нэмэгдсэнтэй холбоотой юм.

Компани цаашид хөрөнгийн менежмент хийж, үүсмэл зах зээлийн хэрэгсэл ашиглан хэдж хийх боломжийн талаар судлан, ашиглаж хэвших нь түүхий эдийн үнийн

өндөр хэлбэлзлээс үүдсэн аливаа эрсдэлийг бууруулах, ашгаа түгжих зэрэгт нэн чухал байж болох юм.

Зураг №19. Цэвэр ашгийн дүн (тэрбум төгрөг)



Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

3. Мөнгөн гүйлгээний тайлан

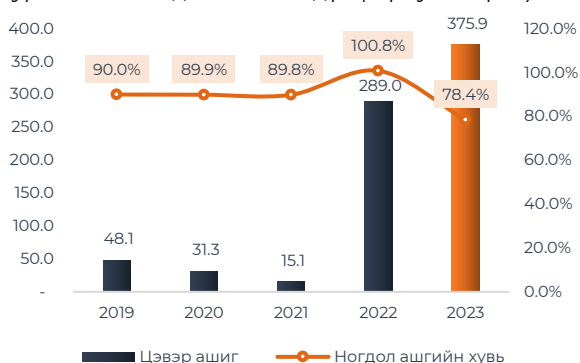
2022 оны жилийн эцэстэй харьцуулахад үндсэн үйл ажиллагааны цэвэр мөнгөн гүйлгээний дүн 279.4 тэрбум төгрөгөөр өсөж, 585.0 тэрбумын ашигтай гарсан нь “цэвэр ашгийн чанар” - ын хувьд маш сайн үзүүлэлт хэмээн харж болохоор байна.

Харин 2024 оны эхний хагас жилийн мөнгөн гүйлгээний тайлангаас харахад энэхүү үзүүлэлт дээр дурдсан татварын өрийг төлсөнтэй холбоотойгоор 298.0 тэрбум төгрөгийн алдагдалтай гарсан бөгөөд ингэснээр мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгийн эцсийн үлдэгдэл 418.5 тэрбум болсон байна.

4. Ногдол ашгийн бодлого

Тус компани нь сүүлийн 5 жилийн дунджаар нийт цэвэр ашгийн 89.8%-ийг хөрөнгө оруулагчдадаа ногдол ашиг хэлбэрээр тараасан бөгөөд зураг №20-с харахад энэхүү үзүүлэлт нь харьцангуй тогтвортой байна.

Зураг №20. Ногдол ашгийн дүн (тэрбум төгрөг)

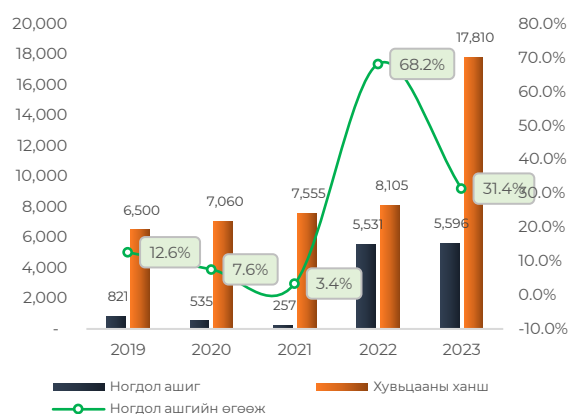


Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

Түүнчлэн хөрөнгө оруулагчид тухайн компанийн хувьцааг худалдан авснаар 1 жилд хүртэх өгөөжийг зураг № 21-д үзүүллээ. Үүнээс харахад хөрөнгө оруулагчид сүүлийн 5 жилийн дунджаар 24.7%, голч үзүүлэлтээр 12.6%-ийн өгөөжийг тухайн компанийн хувьцааг эзэмшсэнээр хүртсэн байна.

Харин 2022 оны хувьд 1 жилийн өгөөж 68.2% байгаа нь компанийн түүхэн дээд өгөөжийн түвшин бөгөөд энэ нь хөрөнгө оруулагчид оруулсан хөрөнгө оруулалтаа 1.5 жилийн дотор бүрэн нөхөх боломжтой байсныг харуулж байна.

Зураг №21. Ногдол ашгийн өгөөж (%-иар)



Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан)

2023 оны хувьд нийт цэвэр ашгийн 78.4% буюу нэгж хувьцаанд 5,596.0 төгрөг, (4,996+6000) нийт 294.7 тэрбум төгрөгийг хөрөнгө оруулагчдадаа ногдол ашиг хэлбэрээр тараасан байна.

5. Харьцаа үзүүлэлтийн шинжилгээ

5.1. Хөрвөх чадварын харьцаа (Liquidity ratio)

Эргэлтийн харьцаа 2023 онд 1.84 байгаа нь өнгөрсөн жил (1.91)-тэй харьцуулахад бага зэрэг буурсан үзүүлэлт байна. Энэ нь компанийн эргэлтийн хөрөнгө богино хугацаат өр төлбөрийн дүнгээс 1.84 дахин их байгааг харуулж байна. Хөрвөх чадварыг илэрхийлэх удаах харьцаанууд болох түргэн хөрвөх чадварын харьцаа 1.73, бэлэн мөнгөний харьцаа 1.59 байгаа нь компанийн хөрвөх чадвар буюу богино хугацаат өр төлбөрөө барагдуулах чадвар сайн байгааг илтгэж байна.

5.2. Төлбөрийн чадварын харьцаа (Solvency ratio)

Нийт өрийн харьцаа буюу нийт хөрөнгөд эзлэх нийт өрийн хэмжээ 52.6%, нийт өрийг эздийн өмчид харьцуулсан харьцаа 1.1 байгаа нь компани өөрийн хөрөнгөтэй харьцуулахад 2.08 дахин өндөр хөшүүрэг хэрэглэж байгааг харуулж байна. Хөшүүргийн хэмжээ сүүлийн 5 жилийн дундаж (1.90) үзүүлэлтээс бага зэрэг өндөр, голч (2.08) үзүүлэлтийн орчим байгаа бөгөөд энэхүү үзүүлэлтийг нэмэгдүүлж буй хүчин зүйлд **компанийн татварын өр** 2023 онд нийт өр төлбөрийн 62.4%-ийг, урьдчилж орсон орлого нийт өр төлбөрийн 35.5%-ийг тус тус эзэлж байгаа нь нөлөөлсөн байна. Харин 2024 оны эхний хагас жилийн тайланд компани татварын өрийн хэмжээгээ эрс бууруулсан тухай дээр дурдсан болно.

5.3. Ашигт ажиллагааны харьцаа

2023 онд үйл ажиллагааны ашиг 46.0%, харин цэвэр ашиг 34.3%-д хүрсэн байна.

Түүнчлэн нийт хөрөнгийн өгөөж 52.4%, нийт өөрийн хөрөнгийн өгөөж 108.8% болсон нь сүүлийн 5 жилийн дундаж болон голч үзүүлэлтүүдээс тус бүр 30.6%, 55.4%-иар өндөр үзүүлэлт байна.

5.4. Дупонт шинжилгээ

Дараах хүснэгтээс харахад эздийн өмчийн өгөөж 2023 онд 108.8% байгаа нь өмнөх жилийн дүнгээс бага зэрэг буурсан үзүүлэлт бөгөөд үндэс санхүүгийн хөшүүрэг, үйл ажиллагааны ашиг болон нийт хөрөнгийн эргэц тус бүр буурсан нь нөлөөлсөн байна. Гэсэн хэдий ч тус компанийн өмнөх (2022 оноос бусад) жилүүдтэй болон бусад нээлттэй компаниудтай харьцуулахад энэхүү хувь хэмжээ нь харьцангуй өндөр үзүүлэлт гэдгийг анхаарах нь зүйтэй.

Хүснэгт №10. Дупонт шинжилгээний харьцаа

DuPont	2019	2020	2021	2022	2023
Татварын дарамт	0.77	0.78	0.80	0.77	0.74
Хүүгийн дарамт	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
У/а ашиг	0.23	0.16	0.10	0.54	0.46
Нийт хөрөнгийн эргэц	1.91	1.95	1.22	1.91	1.53
Санхүүгийн хөшүүрэг	1.56	1.58	2.16	2.13	2.08
Эздийн өмчийн өгөөж	0.53	0.38	0.22	1.69	1.09

Эх сурвалж: (МХБ, Тавантолгой ХК санхүүгийн тайлан, судлаачийн тооцоолол)

ХУВЬЦААНЫ ШИНЖИЛГЭЭ

1. Ханшийн шинжилгээ

2024 оны 09 дугаар сарын 16-ны өдрийн байдлаар TTL үсгэн тэмдэглэгээтэй Тавантолгой ХК-ийн 673 ширхэг хувьцаа 33,260 төгрөгөөр арилжаалагдсан байна.

Сүүлийн 5 жилийн дундаж өгөөж нь 30.84%, стандарт хазайлт нь 39.94% байгаа нь тухайн хувьцаа харьцангуй савалгаа өндөртэй байгааг харуулж байгаа бол хөрөнгө оруулагчийн нэгж эрсдэлд ногдох өгөөжийн хувь 0.77-тай байна.

Хүснэгт №11. Ханшийн (TTL) статистик үзүүлэлт

Үзүүлэлт	Ханш	Арилж.тоо	Огноо
Одоогийн ханш	33,260.0	673.0	9/16/2024
Жигн.дунд.ханш	11,853.0		
Дундаж ханш	10,194.7		
Хамгийн бага утга	4,200.0	1,201.0	4/27/2020
Хамгийн их утга	37,280.0	682.0	7/18/2024
Голч	7,300.0	2,440.0	2/11/2022
Давтамж их утга	6,500.0	16,205.0	7/1/2022
Хязгаар (Range)	33,080.0		
Дундаж өгөөж	30.84%		
Стандарт хазайлт	39.94%		
Шарпын харьцаа	0.77		

Эх сурвалж: (МХБ, Судлаачийн тооцоолол)

Хувьцааны өнөөдрийн ханш сүүлийн 5 жилийн түүхэн дундаж ханшнаас даруй 3.3 дахин өндөр байгаа нь тухайн хувьцааны ханш статистик гэхээсээ илүүтэй суурь хүчин зүйлсийн нөлөө өндөртэй болохыг харуулж байна.

Харин борлуулалтын орлого өндөр байгаа сүүлийн 2 жил (2022, 2023)-ийн ханшаар тооцсон хувьцааны дундаж ханш 17,924.5, стандарт хазайлт 2 нь 42,914.46, стандарт хазайлт 3 нь 66,402.19 байхаар байгааг мөн энд дурдах нь зүйтэй гэж үзэж байна.

Түүнчлэн арилжаалагдсан хувьцааны тоо хэмжээгээр жигнэсэн дундаж ханш 11,853.0 төгрөг, арифметик дундаж ханш 10,194.7 төгрөг байгаа нь хамгийн өндөр давтамжтай утга болох 6,500.0 болон голч утга 7,300.0 зэргээс өндөр байгаа ба энэ нь ханш баруун тал руугаа хазайлт ихтэй буюу түүхэн дундаж ханшаас өндөр ханшид хүрэх магадлалтайг илтгэж байна.

2020-2022 онуудад сулраад байсан арилжааны идэвх 2022 оны санхүүгийн тайлан нийтлэгдсэнээс хойш буюу 2023 оны

эхний улирлаас эхлэн илт сэргэсэн бөгөөд үүний нөлөөгөөр хувьцааны ханш ч тасралтгүй өссөөр энэ оны 07 дугаар сарын 18 өдөр түүхэн дээд хэмжээндээ буюу 37,280.0 төгрөгийн ханшинд хүрсэн байна. Учир нь компани 2022, 2023 онуудад өнгөрсөн жилүүдтэй харьцуулахад харьцангуй өндөр борлуулалтын орлого олж, тэр хэрээр ашгийн түвшин нэмэгдсэн нь энэхүү өсөлтийн суурь шалтгаан болж байна.

Зураг №22. Хувьцааны ханш, хэлцлийн тоо



Мөн Монгол Улсын 2024 оны эхний хагас жилийн нүүрсний экспортын борлуулалтын биет хэмжээ өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 37.6%-иар буюу харьцангуй сайн нэмэгдсэн байгааг энд дахин онцлон тэмдэглэж байна.

ХУВЬЦААНЫ ҮНЭЛГЭЭ

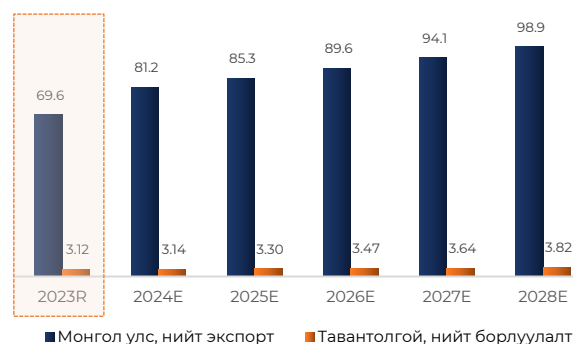
1. Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын арга

1.1. Борлуулалтын таамаглал, тоо хэмжээ
Монгол Улсын хөгжлийн 2024 оны төлөвлөгөөний төсөлд “БНХАУ нүүрсний нийт хэрэглээгээ 2050 он гэхэд 2.3 дахин бууруулахаар төлөвлөж байгаа ч эрчим хүчний нүүрсний импортыг түлхүү бууруулахаар төлөвлөсөн тул манай улсын **коксжих нүүрсний экспортын зах зээл хэвээр хадгалагдахаар байна.** Түүнчлэн, дэлхий даяар 2020 онд 1.9 тэрбум тонн ган үйлдвэрлэсний 57%-ийг БНХАУ дангаараа үйлдвэрлэж байгаа нь манай улс гол зах зээлд ойр болохыг илтгэдэг”, “БНХАУ-ын гангийн томоохон үйлдвэрүүд нь хойд бус нутагтаа байрладаг” зэрэг мэдээллийг дурдсан нь манай нүүрсний экспортын өрсөлдөх чадвар харьцангуй сайн байгааг

харж болохоор байна. Мөн энэхүү баримт бичигт “Боомтуудыг өргөтгөн шинэчилснээр боомтуудын ачаа нэвтрүүлэх одоогийн хүчин чадал 50 гаруй сая тонн байгааг 3 дахин нэмэгдүүлэн 160 сая.тн-д хүргэх” асуудлыг тусгасан байна.

- Компанийн хувьд Хүснэгт №8-д тусгасан 4 төрлийн нүүрсийг олборлон борлуулдаг бөгөөд нийт борлуулалтад эзлэх тус бүрийн хувийн жин түүхэн үзүүлэлттэй ойролцоо байна хэмээн үзэж, нийт борлуулалтын бүтээгдэхүүний төрлийг “нүүрс” гэсэн нэг ангиллаар авч үзсэн болно.
- Борлуулалтын тоо хэмжээг дотоод болон гадаад борлуулалтаар ангилан гаргасан. Учир нь тус компани нийт борлуулалтын 92.9%-ийг (сүүлийн 5 жилийн голч) экспортод гаргадаг бөгөөд үлдсэн хувийг дотоодын хэрэгцээнд худалдан борлуулдаг байна.

Зураг №23. Борлуулалтын төсөөлөл, сая тонн



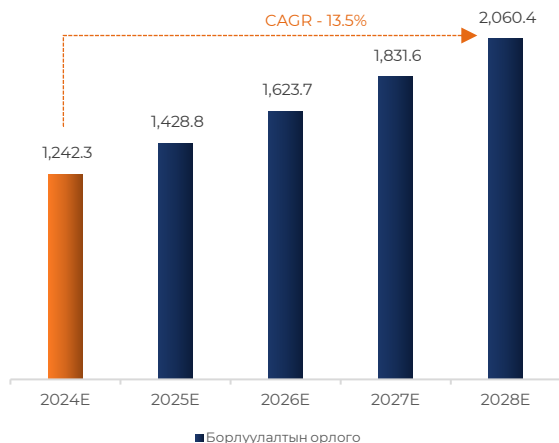
- 2024 оны төсвийн тухай хууль болон 2024 оны Монгол Улсын төлөвлөгөөнд тусгасан нүүрс экспортын дүнг гол эх сурвалж болгон ашиглаж компанийн борлуулалтын тоо хэмжээний төсөөллийг боловсруулав.
- Учир нь тус компани сүүлийн 5 жилийн дунджаар Монгол улсын нийт нүүрсний экспортын 6.2%-ийг гаргадаг бөгөөд харин өнгөрсөн оны хувьд 3.6%-ийг экспортолсон байна. Бид төсөөлөлдөө энэхүү хувь хэмжээг ашиглан тооцооллыг хийж гүйцэтгэсэн болно.
- Мөн олон улсын эрчим хүчний агентлагийн 2024 оны эхний хагас жилийн тайланд нүүрсний

хэрэглээний өсөлт цаашид тогтворжих хандлагатай гэсэн таамаглалыг мөн тусгасан болно.

1.2. Борлуулалтын таамаглал, дундаж үнэ

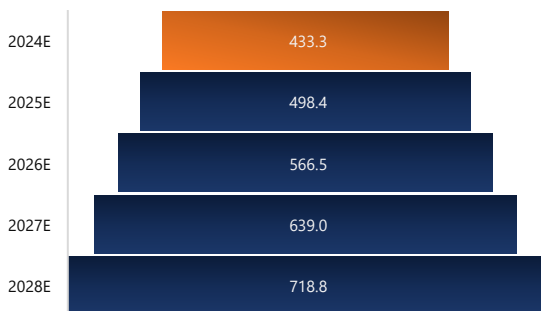
Борлуулалтын таамаглалыг авч үзэхдээ Хүснэгт №8-д үзүүлсэн бүтээгдэхүүний төрөл тутамд харгалзах үнийн мэдээлэл тодорхой бус байсан учир нийт Монгол улсын нүүрс экспортын дундаж үнээр тооцон гаргасан болно. (МУ-ын 2024 оны эхний хагас жилийн экспортын мэдээ) Түүнчлэн Дэлхийн банкны 2023 оны 4 дүгээр сард хийсэн түүхий эдийн зах зээлийн төлөв байдлын тухай судалгаанд **нүүрсний үнийг 2023 онд өмнөх оноос 42% орчим, 2024 онд 23% орчмоор тус тус буурах ч 2015-2019 оны дунджаас хавьгүй өндөр байна** хэмээн дүгнэсэн байсныг тооцоололд ашигласан болно. Харин 2025 оноос хойш ханш 2024 оны орчимд хадгалагдана хэмээн төсөөлөв.

Зураг №24. Борлуулалтын таамаглал (тэрбум төг).



1.3. Цэвэр ашгийн таамаглал

Зураг №25. Цэвэр ашгийн таамаглал (мянган төгрөг)



Компанийн борлуулалт нэмэгдэх тусам борлуулалтад эзлэх зардлын хувь хэмжээ буурч эхэлдэг буюу эдийн засгийн үр өгөөж

нэмэгддэг болохыг 2022, 2023 онуудын борлуулалтын тайлангаас харж болохоор байна. Тиймээс борлуулсан бүтээгдэхүүний өртгийн төсөөлөлд ашигласан сүүлийн 5 жилийн үзүүлэлтийг судлаачийн тооцоолсноор жигнэсэн дундаж үзүүлэлтийг ашигласан болно.

2. Хувилбарын шинжилгээ

Үнэлгээний хувилбарын төсөөллийг гүйцэтгэхдээ сайн, суурь, муу гэсэн 3 хувилбарын хүрээнд авч үзсэн бөгөөд энэхүү төсөөллийн хувьд “суурь” хувилбарыг сонгон авч тооцооллыг хийсэн болно.

3. Хорогдуулалтын болон тогтмол өсөлтийн хүү

Монгол Улсын Засгийн газраас нээлттэй зах зээлд **төгрөгийн бонд** гаргахгүй байгаа нь хорогдуулалтын хүү тооцох суурь хүүгийн түвшнийг тодорхой бус болгож байгаа учир хөрөнгө оруулагчдад жишиг байдлаар харуулах үүднээс 2023 онд Монголын хөрөнгийн бирж дээр IPO хийсэн компаниудын дундаж үзүүлэлт болон 2024 онд нээлттэй арилжаалагдаж буй тогтмол хүүтэй бүтээгдэхүүний дундаж хүүгийн түвшнийг авч үзлээ.

Ингэхдээ эдгээр жишиг хүү дээр тухайн компанийн өөрийн эрсдэлийг нэмж тооцсон болно.

Хүснэгт №12. Хорогдуулалтын болон тогтмол өсөлтийн хүүгийн хүснэгт

2023 IPO	Хорогдуулалтын хүү %	Тогтмол өсөлт, %
Хаан банк	16.0%	3.0%
Хас банк	20.3%	5.0%
ХХ банк	19.7%	5.0%
Газар шим	18.6%	5.0%
Дундаж	18.7%	4.5%
Цөөнхийн хувь оролцоо	20.0%	
Байгаль орчны эрсдэл	10.0%	
Засаглалын эрсдэл	20.0%	
Нийт хүү	28.0%	5.0%

2024 онд биржээр нээлттэй арилжаалагдсан тогтмол хүүтэй бүтээгдэхүүний хувьд хүүгийн дундаж болон голч үзүүлэлт тус бүр 18.0%-ийн түвшинд байгаа нь хүүгийн түвшин харьцангуй өндөр байгааг харуулж байна.

Хүснэгт №13. Хорогдуулалтын болон тогтмол өсөлтийн хүү, IPO дунджаар

2024 - Нээлттэй Бонд	Хүү, %-иар
Симпл III	18.0%
Сэндли 2.0	18.5%
2024 - Нээлттэй ХБҮЦ	
Бичил-3 ХБҮЦ	18.5%
Бэрс-3 ХБҮЦ	18.0%
Инвескор ХБҮЦ	17.0%
Дундаж	18.0%
Голч	18.0%

Мөн хорогдуулалтын хүүг хөрөнгө оруулагчдын шаардах өгөөж болон бусад хүчин зүйлсийг тусган тооцоолоход дараах түвшин гарсан болно.

Хүснэгт №14. Хорогдуулалтын болон тогтмол өсөлтийн хүү, шаардах өгөөжөөр

Хүчин зүйлс	Хүү	Тайлбар
R_{free}	14.0%	ТБҮЦ-28 долоо хоног
Beta	0.97	ТОП-20
R_{market}	15.3%	ТОП-20
R_{equity}	15.3%	
Цөөнхийн хувь оролцоо	20.0%	
Засаглалын эрсдэл	20.0%	
Байгаль орчны эрсдэл	10.0%	
Бусад	5.0%	
Хорогдуулалт хүү	25.4%	

Цаашид суурь хүү буурсан тохиолдолд хувьцааны үнэлгээ өсөх нөхцөл бүрдэх юм.

Харин Тавантолгой ХК-ийн хувьд компанийн нийт хувьцааны дөнгөж 12.91%-ийг жижиг хувьцаа эзэмшигчид эзэмшдэг тул цөөнхийн хувь оролцооны хямдруулалтыг 20.0%-иар, байгаль орчны асуудал, тэр дундаа тээвэрлэлттэй болон нөхөн сэргээлттэй холбоотой эрсдэлийн хямдруулалтыг 10.0%-иар, засаглалын эрсдэлийн хямдруулалтыг 20.0%-иар тус тус үзүүлж, нийт хорогдуулалтын хүүг 25.4%-д байхаар тооцоолов.

Харин тогтмол өсөлтийн хүүгийн хувьд хүснэгт №12-т үзүүлсний дагуу дундаж үзүүлэлт нь 4.5% байгаа ч, голч үзүүлэлт нь 5.0% байна. Түүнчлэн ОУВС-гаас 2024 оны 04 дүгээр сард гаргасан тайланд Монгол улсын ДНБ-ий өсөлт 2029 оноос эхлэн 5.0% байхаар тооцоолсон байсныг үндэслэн энэхүү үзүүлэлтийг тогтмол өсөлтийн хувиар авч ашигласан болно.

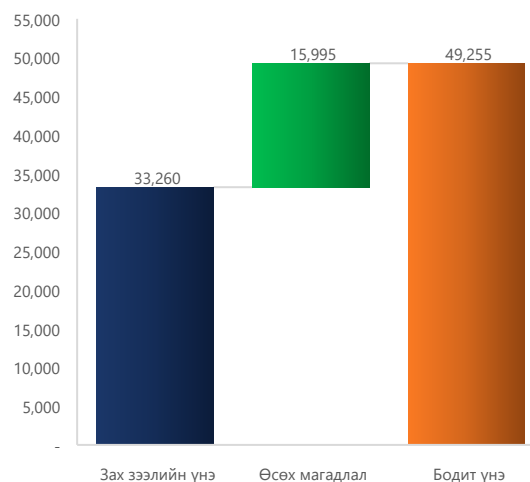
4. Хувьцааны үнэлгээ

Хувьцааны үнэлгээг хийхдээ компанийн чөлөөт мөнгөн урсгалыг 5 жилээр

тооцоолон, үлдэгдэл хугацааг тогтмол өсөлттэй байхаар төсөөлсөн бөгөөд энэхүү төсөөлөлд тулгуурлан хорогдуулсан мөнгөн урсгалын аргаар хийж гүйцэтгэлээ.

Мөн нэмэлтээр зах зээлийн нөхцөл байдал, хөрөнгө оруулагчдын хандлага зэргийг тусгах үүднээс зах зээлийн үнэлгээний аргыг ашигласан болно.

Зураг №26. Зах зээлийн үнэ vs Бодит үнэ



Дээрх хоёр аргаар гүйцэтгэсэн хувьцааны үнэлгээг жигнэсэн байдлаар авч үзэхэд бодит үнэлгээ 49,255 төгрөг гарсан ба 2024 оны 09-р сарын 16-ны өдрийн байдлаарх зах зээлийн ханш 33,260 төгрөгтэй харьцуулахад энэхүү хувьцаа нь цаашид ойролцоогоор 48.1%-иар өсөх потенциалтай байна гэж тооцоолов.

5. Үржүүлэгчийн аргаар хийсэн үнэлгээ

Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын аргаар хийсэн үнэлгээг баталгаажуулах зорилгоор үржүүлэгчийн аргаар үнэлгээ хийхээр Монголын хөрөнгийн биржийн 1, 2-р ангиллын компаниуд дундаас уул уурхайн чиглэлээр, тэр дундаа чулуун, хүрэн нүүрс олборлолтын үйл ажиллагаа эрхэлдэг компаниудыг сонгон авч, дараах байдлаар тооцооллыг хийсэн болно.

Тооцоололд дээрх компаниудын 2022, 2023 онуудын санхүүгийн үзүүлэлтүүдийг ашигласан бөгөөд Хүснэгт №15-аас харахад ихэнх үржүүлэгч үзүүлэлтүүд "сөрөг" утгатай гарч байгаа нь тус аргыг ашиглан салбарын дундаж үзүүлэлтийг тооцох боломжгүй болгосон юм.

Хүснэгт №15. Дундаж, голч үржүүлэгч үзүүлэлтүүд

Компани	Үржүүлэгч	E/P	P/E	P/B	P/S
---------	-----------	-----	-----	-----	-----

Адуунчулуун	2022	(0.07)	(14.15)	0.40	0.41
ХК	2023	(0.66)	(1.52)	0.40	0.36
Багануур	2022	(1.46)	(0.68)	0.67	0.14
ТӨХК	2023	(0.58)	(1.73)	0.74	0.08
Бэрх Уул ХК	2022	(0.00)	(5.39)	(1.04)	15.55
	2023	0.04	28.18	(1.38)	19.64
Могойн гол	2022	0.16	6.36	1.46	1.09
ХК	2023				
Шарын гол	2022	0.24	4.09	0.21	0.08
ХК	2023	(0.16)	(6.21)	0.29	0.08
Шивээ овоо	2022	(0.79)	(1.26)	(0.76)	0.36
ХК	2023	(0.49)	(2.03)	(0.29)	0.23
Дундаж,	2022	(0.32)	(1.84)	0.16	2.94
жилээр	2023	(0.37)	3.34	(0.05)	4.08
Дундаж,	Total	(0.34)	0.52	0.06	3.46
төстэй					

Харин Тавантолгой ХК-ийн үржүүлэгч үзүүлэлтүүдийг хүснэгт № 16-с харахад хамгийн түгээмэл ашиглагддаг үржүүлэгчийн үзүүлэлт болох үнэ/цэвэр ашиг (P/E)-ийн харьцааны сүүлийн 5 жилийн дундаж 9,87, голч 7.1 байгаа бол P/B харьцаа үзүүлэлтийн дундаж болон голч үзүүлэлтүүд нь тус бүр 3.82, 3.80 гарсан байна.

Хүснэгт №16. Тавантолгой ХК-ийн дундаж, голч үржүүлэгч үзүүлэлтүүд

Компани	Үржүүлэгч	E/P	P/E	P/B	P/S
	2019	0.14	7.10	3.80	1.30
Тавантолгой ХК	2020	0.08	11.90	4.90	1.50
	2021	0.04	26.40	6.60	2.20
	2022	0.68	1.48	1.51	0.62
	2022	0.40	2.50	2.29	0.85
Дундаж	Total	0.27	9.87	3.82	1.29
Голч	Total	0.14	7.10	3.80	1.30

Хүснэгт №16-аас харахад компанийн дундаж P/E утга голч утгаас өндөр байгаа нь 2021 оны үзүүлэлт бусад утгаас хэт өндөр байгаатай холбоотой бөгөөд тиймээс цаашид голч утгыг авах нь зүйтэй гэж үзлээ.

Иймд Монгол Улсад үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын салбарын дундаж үзүүлэлтийг тооцох боломжгүй (дийлэнх нь сөрөг утгатай) байгаа тул олон улсын зах зээл, тэр дундаа Азийн зах зээл дэх нүүрсний салбарын компаниудын дундаж үзүүлэлтүүдийг дараах байдлаар авч үзлээ. Хүснэгт №17-с харахад дундаж P/E утга 28.3, голч P/E утга 13.4 байгаа нь дээр дурдсан шалтгаантай төстэй буюу Канад, Австрали, Энэтхэг, Пакистан улсуудын үзүүлэлтүүд хэт өндөр байгаа учраас дундаж болон голч утгууд ойролцоогоор 2 дахин зөрүүтэй байна.

Манай улстай газарзүйн болон хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн хувьд ойролцоо БНХАУ, Казахстан, Хонг Конг, Индонез зэрэг улсуудын дундаж болон голч P/E харьцаанууд тус бүр 8.7, 7.4 байгаа бол P/B харьцааны хувьд харьцангуй ойролцоо буюу 2.6, 2.7-той байна.

Хүснэгт №17. Тавантолгой ХК-ийн дундаж, голч үржүүлэгч үзүүлэлтүүд

Бусад улс	E/P	P/E	P/B	P/S
Hong Kong	0.07	13.43	4.14	0.65
PR China	0.14	6.96	1.22	1.20
Kazakstan	0.13	7.83	2.30	2.62
Canada	0.02	66.57	4.29	35.46
India/Pakistan	0.04	25.19	2.54	0.88
Indonesia	0.15	6.53	2.63	1.55
Australia	0.01	69.73	2.83	87.57
Дундаж	0.08	28.03	2.85	18.56
Голч	0.07	13.43	2.63	1.55
Дундаж, төстэй	0.12	8.69	2.57	1.51
Голч, төстэй	0.14	7.40	2.47	1.38

Судлаачийн сонгосон (манай улстай төстэй гэж үзсэн) улсуудын голч үзүүлэлтээр тооцож үзэхэд компанийн нэгж хувьцааны үнэлгээ 52,813.8 төгрөг гарч байна.

Түүнчлэн тус компанийн сүүлийн 5 жилийн голч (Хүснэгт №17-д харуулснаар) үзүүлэлтээр тооцож үзэхэд нэгж хувьцааны ханш 50,672.7 төгрөг болж байна.

Тиймээс үржүүлэгчийн аргаар тооцсон нэгжийн үнэлгээнүүд буюу олон улсын (манай улстай төстэй гэж үзсэн) P/E голч үзүүлэлтээр тооцсон ханш 52,813.8 төгрөг, мөн тус компанийн P/E голч үзүүлэлтээр тооцсон ханш 50,672.7 төгрөг тус тус байгаа нь хорогдуулсан мөнгөн урсгалын аргаар болон зах зээлийн үнэлгээний аргаар хийсэн жигнэсэн дундаж ханш болох 49,255.4 төгрөгийн бодит үнэтэй ойролцоо гарч байгаа нь хувьцааны үнэлгээг одоогийн ханшаас харьцангуй доогуур үнэлэгдсэн байгааг баталгаажуулж байна гэж үзлээ.

ДҮГНЭЛТ

Судалгааны үр дүнгээс харахад Тавантолгой ХК-ийн TTL үсгэн тэмдэглэгээтэй хувьцаа нь бодит үнээс харьцангуй доогуур үнэлэгдсэн (undervalued) байна.

Үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ оны эхнээс 2024 оны 09 дүгээр сарын 6-ны өдрийн байдлаар 3.4%-иар (12.0 их наяд) өссөн бол ТОП-20 индексийн үнэ мөн өдрийн байдлаар 48,964.6 төгрөгт хүрч, 18.2%-иар өссөн нь хөрөнгө оруулагчид ТОП-20 индексэд багтаж буй (Тавантолгой ХК уг индексэд багтдаг болно.) томоохон компаниуд болон илүү тогтвортой бизнесүүдэд хөрөнгө оруулалт хийх хандлага нэмэгдэж байгааг харуулж байна.

Энэхүү дүгнэлтийг Тавантолгой ХК-ийн 2023 оны 12-р сарын 31 өдрөөр тасалбар болгосон санхүүгийн тайлан, 2024 оны эхний хагас жилийн санхүүгийн тайлан, үйл ажиллагааны тайлан болон шинжээчийн шаардлагатай гэж үзсэн бусад олон нийтэд нээлттэй мэдээлэлд үндэслэн боловсруулсан болно.

Тиймээс хөрөнгө оруулагчид та бүхэн хөрөнгө оруулалтын шийдвэр гаргахдаа энэхүү судалгаанд авч үзсэн болон шаардлагатай бусад хүчин зүйлсийг нягталж, өөрийн хөрөнгө оруулалтын зөвлөхтэй зөвшилцөх нь зүйтэй хэмээн зөвлөж байна.

ХОЛБОО БАРИХ ХАЯГ

Б.Баасандорж

Ахлах санхүүгийн шинжээч

Өлзий & Ко Капитал ҮЦК ХХК

Цахим шуудан: info@ucc.mn;

baasandorj@ucc.mn;

Цахим хаяг: www.ucc.mn;

Утас: 976-7777-6377

Гар утас: 8085-6377, 8605-5545

Хаяг: Монгол улс, Улаанбаатар хот,

Сүхбаатар дүүрэг, 8-р хороо, Сити тауэр,

25 давхар, 2506 тоот

МЭДЭГДЭЛ

Энэхүү судалгааны ажлыг Тавантолгой ХК-ийн 2023 оны 12-р сарын 31 өдрөөр тасалбар болгосон санхүүгийн тайлан, 2024 оны эхний хагас жилийн санхүүгийн тайлан болон бусад олон нийтэд нээлттэй болгосон мэдээлэлд үндэслэн **“зөвхөн мэдээллийн зорилгоор”** боловсруулсан бөгөөд зах зээлийн болон бусад хүчин зүйлсийн нөлөөгөөр өөрчлөгдөж болохыг анхаарна уу.

Тиймээс хөрөнгө оруулагч та хөрөнгө оруулалтын шийдвэрээ **бие даан** сайтар нягталж гаргах нь зүйтэй бөгөөд энэхүү мэдээллээс үүдсэн аливаа эрсдэлийг Өлзий & Ко капитал ҮЦК ХХК болон судлаач ямар нэгэн байдлаар хариуцахгүй болохыг үүгээр мэдэгдэж байна.

Цахим шуудан: info@ucc.mn;

Цахим хаяг: www.ucc.mn;

Утас: 976-7777-6377

Хаяг: Монгол улс, Улаанбаатар хот,
Сүхбаатар дүүрэг, 8-р хороо, Сити тауэр,
25 давхар, 2506 тоот